جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف
كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الإنسانية
قسم: العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية
فرع: نقود ومالية

إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر
(الواقع والمتطلبات)

إعداد الطالب:
محمدي الطيب أمحمد

تحت إشراف الأستاذ:
الدكتور: كتوش عاشور

لجـــــنة المناقشة:

أ.د محمد راتول	رئيساً
د. كتوش عاشور	مقررًا
أ.د عبد المجيد قدي	عضوًا
د. محمد زيدان	عضوًا
د. بلعزوز بن علي	عضوًا

السنة الجامعية: 2007– 2008

قائمة الجداول والأشكال والمخططات

بسم الله الرحمن الرحيم

"ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحا ترضاه وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين"

اللهم صلي على سيدنا محمد وعلى آل سيدنا محمد صلاة تستودعنا بها لحفظك وخفي لطفك

شـــكر وتقـــدير

أتقدم بوافر الشكر والتقدير إلى السادة الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة على كرمهم لمناقشة هذه المذكرة وأخص بالذكر أستاذي المشرف عاشـــور كتوش الذي لا زالت يده لنا بالعون ممدودة، كما لا يفوتني أن أتوجه بالشكر والتقدير أيضا لكافة أساتذة كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الشلف والشكر موصول إلى كل من ساعدني على إنجاز هذا العمل وإخراجه.

أ. محمدي الطيب

إهـــــداء

إلى والدتي العزيزة أطال الله في عمرها.

إلى روح والدي رحمة الله عليه.

إلى من عمني فضله وكرمه سيدي محمد بن عبد الله.

إلى إخوتي وأخواتي.

إلى أهل الحظ في الحكمة والنجاة والصفاء..بشراكم بذلك.

أهدي هذا العمل المتواضع

أ. محمدي الطيب

الفهرس

الفـــــهرس

العنوان	الصفحة
المقدمة.	أ– د
الفصل الأول: احتياطي الصرف الأجنبي والمكونات الرئيسية له.	**1**
تمهيد	**1**
المبحث الأول: مفهوم الاحتياطيات الدولية.	**2**
المطلب الأول: تعريف الاحتياطيات الدولية.	**2**
المطلب الثاني: أهمية الاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية.	**7**
المطلب الثالث: محددات الطلب للإحتياطيات والعوامل المؤثرة عليها.	**10**
المبحث الثاني: الذهب والاحتياطيات الدولية.	**14**
المطلب الأول: تاريخ ومكانة الذهب.	**14**
المطلب الثاني: الذهب وأنظمة النقد.	**16**
المطلب الثالث: دواعي الاحتفاظ بالذهب	**26**
المطلب الرابع: الجدل الاقتصادي حول اعتبار أو عدم اعتبار الذهب كعنصر احتياطي دولي.	**27**
المبحث الثالث: العملات الإرتكازية في تشكيل الاحتياطيات الدولية.	**29**
المطلب الأول: ماهية عملات الاحتياطي وأهمية التعامل بها في الأسواق.	**29**
المطلب الثاني: أهم عملات الاحتياطي.	**35**
المطلب الثالث: توزيع العملات الأجنبية ضمن مكونات الاحتياطيات الدولية	**51**
المبحث الرابع: شريحة الاحتياطي وحقوق السحب الخاصة.	**56**
المطلب الأول: شريحة الاحتياطي.	**57**
المطلب الثاني: حقوق السحب الخاصة.	**60**
الفصل الثاني: إدارة احتياطي الصرف الأجنبي.	**76**
تمهيد	**76**
المبحث الأول: ماهية إدارة احتياطي الصرف الأجنبي.	**77**
المطلب الأول: تعريف إدارة الاحتياطيات	**77**
المطلب الثاني: أهمية وأهداف إدارة احتياطي الصرف الأجنبي	**78**

المطلب الثالث: المبادئ التوجيهية العامة لإدارة احتياطي الصرف الأجنبي.	**80**
المبحث الثاني: متطلبات إدارة احتياطي الصرف الأجنبي.	**83**
المطلب الأول: توفير السيولة الاحتياطية الملائمة.	**83**
المطلب الثاني: السعي لتحقيق العوائد و تسيير المخاطر	**95**
المبحث الثالث: استخدامات وتوظيفات احتياطي الصرف الأجنبي..	**100**
المطلب الأول: : وتوظيفات احتياطي الصرف الأجنبي.	**100**
1 .اعادة تدوير الفوائض البترولية (البترودولار)	**100**
2 .انشاء الصناديق السيادية	**102**
3 . التوظيف في السندات الحكومية الدولية	**118**
المطلب الثاني: استخدامات احتياطي الصرف الأجنبي	**128**
الفصل الثالث: واقع إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر.	**138**
تمهيد.	**138**
المبحث الأول: أسعار النفط ومستوى الاحتياطيات.	**139**
المطلب الأول: أسعار النفط وتراكم الاحتياطيات.	**139**
المطلب الثاني: حجم عوائد النفط في احتياطي الصرف الأجنبي الجزائري.	**142**
المبحث الثاني: مجالات استعمال احتياطي الصرف الأجنبي الجزائري.	**147**
المطلب الأول: إنشاء صندوق ضبط المواد والمساهمة في تمويل برنامج الإنعاش الاقتصادي.	**147**
المطلب الثاني: تسيير الدين الخارجي.	**155**
المبحث الثالث: إدارة الحجم الباقي من احتياطي الصرف الأجنبي الجزائري.	**162**
المطلب الأول: تحديد الحجم الكافي لتغطية الواردات.	**162**
المطلب الثاني: إدارة الاحتياطي من الذهب النقدي.	**172**
المطلب الثالث: التوظيف في السندات الدولية للخزانة.	**177**
المطلب الرابع: إدارة سلة عملات الاحتياطي.	**178**
الخاتمة العامة	**188**
الملاحق	**196**
المراجع	**201**

قائمة الجداول والأشكال والمخططات

فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1-1)	معدلات تبادل العملات الرئيسية في ظل قاعدة الذهب.	**19**
(2-1)	تطور النصيب النسبي لاحتياطي الذهب النقدي في إجمالي احتياطات الصرف الأجنبي خلال الفترة (مارس 2008، جوان 2008).	**22**
(3-1)	دور العملات الدولية من خلال مصفوفة krugman.	**31**
(4 -1)	الغطاء الذهبي للدولار.	**36**
(5 -1)	توزيع العملات الأجنبية ضمن الاحتياطات الدولية في الفترة (1995 –2007).	**53**
(6-1)	نصيب شريحة الاحتياط في إجمالي الاحتياطات الدولية	**59**
(7-1)	توزيع :نسب العملات الصعبة في تشكيلة حقوق السحب الخاصة.	**65**
(8-1)	الأوزان النسبية سلة من العملات المكونة لوحدة حقوق السحب الخاصة.	**65**
(9 -1)	الأوزان الترجيحية لحقوق السحب الخاصة للعملات الخمس الداخلة في المعدل المرجح المشار إليه.	**67**
(10 - 1)	توزيع تشكيلة الاحتياطات الدولية.	**71**
(1 -2)	عناصر السيولة واحتمالات استخدامها لكيان اقتصادي.	**84**
(2 -2)	عدد شهور الواردات التي تغطيها الاحتياطيات في بعض اقتصاديات الدول الكبرى.	**91**
(3 -2)	الجدول رقم: حجم ومواطن توظيف الفوائض النفطية سنة1978.	**101**
(4 - 2)	الطاقة الاستيعابية لدول العربية عام 1976.	**131**
(1- 3)	المحطات الزمنية الأساسية لتطور أسعار النفط.	**139**
(2 -3)	القدرة لإنتاجية للنفط في الجزائر.	**143**
(3 -3)	تطور حصص إنتاج البترول في الجزائر.	**143**
(4-3)	نسبة صادرات قطاع المحروقات من الصادرات الإجمالية في الجزائر.	**144**
(5- 3)	تطور حجم الاحتياطيات وأسعار برميل البترول الخام (صحاري بلند)	**145**
(6 - 3)	الاحتياجات العالمية من النفط مستقبلا.	**146**
(7 - 3)	تطور موارد صندوق ضبط الموارد.	**148**

(8-3)	تطور أهم المؤشرات الاقتصادية الكلية في الجزائر خلال الفترة "1994-1998".	**151**
(9-3)	تطور أهم المؤشرات الاقتصادية خلال الفترة" 1999-2001.	**152**
(10-3)	تطور المؤشرات الاقتصادية الكلية الخارجية خلال الفترة " 1998 -2004".	**153**
(3- 11)	توزيع هيكل الـــديون بالعملات الأجنبية.	**155**
(12-3)	المقارنة بين أسعار الفائدة على السندات الحكومية وأسعار الفائدة على الديون الخارجية.	**156**
(3- 14)	تركيبة و اتجاه الديون الخارجية للجزائر خلال الفترة (2002-2007).	**158**
(3 -15)	ملخص البلدان التي تعاقدت مع الجزائر لتحويل ديونها إلى استثمارات.	**161**
(16-3)	اتجاه خدمات الديون خلال الفترة (2003-2006).	**162**
(17-3)	تطور الميزان التجاري في الجزائر خلال الفترة (2000-2007)	**163**
(18. 3)	تغطية الاحتياطيات للواردات بالأشهر (2000 -2007)	**163**
(3- 19)	القيمة الحقيقية للصادرات في ظل نسب التغير في قيمة الدولار	**165**
(3 - 20)	الموردون العشر الأوائل للاقتصاد الجزائري خلال الفترة (2001- 2006)	**166**
(3 -21)	الزبائن العشر الأوائل اللذين تصدر لهم الجزائر خلال الفترة (2001-2006)	**167**
(22-3)	مقارنة الواردات من منطقة الإتحاد الأوروبي بعملتي الدولار والأورو خلال الفترة (2000-2007)	**169**
(3- 23)	تطور احتياطي الصرف الأجنبي مع ثبات احتياطي الذهب	**176**
(24-3)	تطور النسبي لاحتياطي الذهب النقدي في إجمالي احتياطيات الصرف الأجنبي	**176**
(3 -25)	أسعار الفائدة على السندات التي توظف فيها الاحتياطيات	**178**
(26–3)	سلة العملات التي يتكون منها مؤشر الدولار	**179**
(3 -27)	انخفاض سعر صرف الدولار مقابل العملات الرئيسية.	**181**
(28-3)	القيمة الحقيقية لاحتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر للفترة (2000-2007).	**182**

المقدمة

مقـــدمة:

إن مئات المليارات من الدولارات التي انتقلت إلى الدول المصدرة للنفط بفعل الأسعار المرتفعة مؤخرا أدت إلى ارتفاع مستويات احتياطي الصرف الأجنبي لهذه الدول، فقدمت الفرصة لها للتعامل مع الكثير من المشاكل الاقتصادية القائمة منذ فترة طويلة، إلا أن نسبة كبيرة من هذه الاحتياطيات تم حفظها في أصول مالية بالولايات المتحدة الأمريكية.

إن هذا الوضع يعيد الذاكرة للأخطاء التي حدثت خلال السبعينات والثمانينات من القرن العشرين عندما تم صرف مجمل العوائد (الاحتياطيات) آنذاك بشكل كبير في مجالات غير مرغوب فيها ،فهل حان الوقت لأن تستفيد الدول المصدرة للنفط وخصوصا الجزائر ، من الدروس الماضية، ومن هنا تأتي الأهمية الأولى لدراسة إدارة احتياطي الأجنبي.

إن إدارة هذه الاحتياطيات من العملة الصعبة الناجمة عن ارتفاع أسعار النفط ، تشكل تحديا لهذه الدول لمعالجة الاختلالات التي تعاني منها ، فهي (الاحتياطيات) تتيح فرصة ثمينة لحل الكثير من المشاكل الاقتصادية التي عانت وتعاني منها الدول النامية وخصوصا الجزائر.

وليست القوة الاقتصادية فيما تملك من مال كثير (احتياطي صرف مرتفع) وإنما قوة اقتصاد البلد تكمن في إدارة هذه الاحتياطيات (كفاية احتياطي الصرف) لتنويع مصادر الدخل، بجعلها متعددة بعدما كانت تأتي من مورد واحد (النفط) ، خصوصا في ظل تقلبات أسعار الصرف وتنامي الدور الجديد للدولة في ظل الانفتاح الاقتصادي والعولمة، وبالتالي فكل بلد يحتاج فعلا إلى المزيد من الرشادة في إدارة ما يملك من احتياطي الصرف ، والمحافظة على مخزون البلاد من العملة الصعبة من الانخفاض والتآكل، وعليه فالإدارة لا تقوم بالحسابات وتقدر الخسائر فحسب بقدر ما تبحث عن الحد الأمثل لنسبة الاحتياطي المحتفظ بـــه ، بالإضافة إلى البحث عن الفرص البديلة لتوظيف الباقي منه مع إعداد تشكيلة مثلى للعملات المكونة لهذا الاحتياطي في كل فترة لمسايرة التغيرات المتوقعة من جراء الأزمات المالية التي تحدث من فترة إلى أخرى، ونظرا لزيادة التدفقات من العملات الأجنبية في الجزائر الناجمة عن ارتفاع أسعار المحروقات و بالتالي ارتفاع مستوى احتياطي الصرف الأجنبي، ازدادت الحاجة إلى إدارة هذه الاحتياطيات لإحداث التنمية وضمان حقوق الأجيال اللاحقة ، فالعديد من صناع القرار الاقتصادي في الدول المتقدمة يكررون العبارة: " **نحن لا نملك احتياطيات صرف كبيرة ولا نفط ولا ذهب، ولكن لدينا أفكار وأساليب لإدارة كل ذلك** "، فكيف الحال بمن يملكون الآن النفط والمال (احتياطيات

صرف مرتفعة) فهم أحق بالبحث عن هذه الأفكار و الآليات لإدارة هذه الاحتياطيات، مما يضمن على الأقل لهذه الاقتصاديات الوقاية والشفاء مما يسمى بالمرض الهولندي[1] في أدبيات الاقتصاد.

وتفشي هذا المرض يحد من قدرة هذه البلدان على التكيف مع التقلبات في موازين مدفوعاتها الخارجية، وفي هذه الحالة تصبح عملية الاحتفاظ بالاحتياطيات النقدية أمرا ضروريا للاستمرار في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية، غير أن تراكم الاحتياطيات يصاحبه تكاليف تتمثل في التضحية بالاستثمارات الإنتاجية التي كان من الممكن تنفيذها باستخدام تلك الاحتياطيات ، ويزداد الأمر سوءا عندما نجد أن معظم هذه البلدان تستطيع أن تدخل أسواق الائتمان بسهولة، كما أنها لا تستطيع الحصول على ائتمان بشروط ميسرة، ومن ناحية أخرى فإن عدم كفاية الاحتياطيات يعرض هذه البلدان إلى مخاطر الانكماش والركود الذي يؤثر سلبا على عملية التنمية الاقتصادية.

وبناءا على ذلك يمكن القول بأن الاحتفاظ باحتياطيات نقدية كافية يجعل عملية التكيف مع المدفوعات الدولية تتسم بصورة أكثر يسرا وبأقل التكاليف، دون إضرار بأهداف التنمية الاقتصادية ومتطلباتها.

ولقد كثر الحديث في السنوات الأخيرة عن المستوى الكبير الذي وصل إليه احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر (110 مليار $ في نهاية 2007) وأصبح الموضوع محل نقاش الكثير من الباحثين، وبدورنا ارتأينا طرح السؤال الرئيسي (الإشكالية) بالصيغة التالية:

ما هي أساليب إدارة هذا الحجم المتراكم من احتياطي الصرف الأجنبي التي تخدم مصلحة الاقتصاد الوطني؟

فدرجة فعالية إدارة احتياطي الصرف الأجنبي تختلف من بلد إلى آخر حسب درجة استغلال التدفقات المالية وتحويلها إلى النمو على المدى الطويل، خصوصا بعد الارتفاع الكبير الذي شهدته أسعار النفط في السنوات الأخيرة.

أولا- أهمية الدر اسة:

بالإضافة إلى الأهميتين السابقتين الذكر اللتان جاءت في سياق المقدمة فإن الأهمية البالغة تكمن في البحث عن الإدارة الذكية لاحتياطي الصرف الأجنبي المتراكم التي تجعلنا نتفادى الصدمات الاقتصادية من خلال حسن استخدام وتوظيف هذه الاحتياطيات والمحافظة عليها من التآكل والاسترزاف .

[1]- اعتماد اقتصاد ما على قطاع معين في تحقيق المداخيل من العملات الأجنبية؛ عند نمو هذا القطاع فإن تدفق الأرصدة الأجنبية يؤدي إلى تغيير الأسعار النسبية مما يؤدي إلى نمو وتطور هذا القطاع وتراجع القطاعات الأخرى المعرضة للمنافسة.

ثانيا– مبررات الدراسة:

1 . الموضوعية:

- ارتفاع أسعار النفط إلى مستويات قياسية لم تعهدها السوق العالمية مما أدى بالارتفاع المفاجئ والسريع لاحتياطيات صرف الدول المصدرة للنفط فظهرت الحاجة إلى إدارة هذا الحجم المتراكم من الاحتياطيات.
- عدم استفادة البلدان المصدرة للبترول من طفرة ارتفاع أسعار النفط التي حدثت في السبعينات من القرن الماضي.
- أصبح موضوع إعادة تدوير التدفقات المالية للدول النفطية محل بحث في معظم المراكز الدولية للدراسات الاقتصادية.

2 . الذاتية :

- قلة الدراسات التي تعرضت لهذا الموضوع خصوصا في الجزائر.
- في اعتقادنا أن احتياطي الصرف الأجنبي مؤشر اقتصادي كلي ذو طابعين محلي ودولي ، وفي نفس الوقت له درجة كبيرة من التشابك الأمامي والخلفي بالمتغيرات الاقتصادية الكلية.و لذلك اخترناه موضوع بحثنا.
- محاولة من الباحث في إيصال رسالة علمية لمتخذي القرار من خلال عرض الإطار النظري وبعض التجارب التي استفادت منها بعض الدول في مجال إدارتها لإحتياطي الصرف الأجنبي لتحقيق طموحات شعوبها.

ثالثا– أهداف الدراسة:

- البحث عن الطرق والأساليب التي تتم بها إدارة احتياطي الصرف الأجنبي.
- البحث عن متطلبات الإدارة الذكية لإحتياطي الصرف الأجنبي، والتي تعتمد على المعرفة المالية و النقدية لتحقيق التنمية وتجنب الوقوع في الأزمات المالية.
- تقييم عمل ونشاط السلطات التي تدير احتياطي الصرف الأجنبي.

رابعا– أسئلة الدراسة:

وللإجابة على السؤال الرئيسي الواقعي (الإشكالية) الذي تم عرضه سابقا نطرح الأسئلة الفرعية التالية:

1) ماذا نقصد باحتياطي الصرف الأجنبي وما هي أهميته ومكوناته؟
2) ماذا نعني بإدارة احتياطي الصرف الأجنبي وما هي متطلباتها؟
3) كيف تتفادى السلطة النقدية (البنك المركزي) تدهور وتآكل هذه الاحتياطات؟

4) ما هي مجالات توظيف واستخدام هذه الاحتياطات؟
5) هل للاقتصاد الوطني الجزائري قدرة على استيعاب هذا الحجم المعتبر من الاحتياطيات؟
6) ما هي نسبة الاحتياطات التي يتم تنقيدها من قبل البنك المركزي باعتبار العملات الأجنبية والذهب أحد مقابلات الكتلة النقدية؟
7) ماذا يحدث للجزائر لو انخفضت أسعار المحروقات في السوق العالمية لمدة طويلة باعتبار احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر له ارتباط قوي بأسعار النفط؟
8) كيف يمكن إدراج عوامل داخلية إرادية للتأثير على رصيد احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر بدلا من الاعتماد على عامل خارجي (أسعار النفط)؟
9) كيف يقوم البنك المركزي بتحييد تدفق رأس المال الأجنبي الناجم عن صادرات المحروقات ؟

خامسا– فرضيات الدراسة:

- احتياطي الصرف الأجنبي هو عبارة عن فوائض تشكل كتلة مالية إضافية، تتشكل من نقد دولي وأصول مالية ذات سيولة وحقوق سحب خاصة، وذهب ، تمتلكها البنوك المركزية وتقوم بتسييرها وإدارتها بالتنسيق مع الحكومة، و يعتبر احتياطي الصرف الأجنبي من أهم موارد الدولة التي هي بحوزة البنك المركزي، وحسن استخدامه والمحافظة عليه يعد جزءا هاما من المحافظة على ثروة البلاد.
- إن ارتفاع مستوى احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر مرتبط بارتفاع أسعار النفط ، وبالتالي فهو يخضع لعوامل خارجية، ولا تشارك الصادرات خارج المحروقات إلا بنسبة قليلة جدا في تراكمات احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر.
- احتياطي الصرف الأجنبي من الموجودات التي يديرها البنك المركزي و الذي له حق التصرف فيه (الاحتياطي) بالقوانين والتشريعات المعتمدة.
- تشمل مهام الإدارة الفعالة لإحتياطي الصرف الأجنبي في رسم السياسات، التشريع، التنظيم وتجميع وتحليل المعلومات من أجل اتخاذ قرارات صائبة لمصلحة الاقتصاد.
- إدارة احتياطي الصرف الأجنبي تتطلب عرض الإطار القانوني الذي تمارس فيه السلطة النقدية (البنك المركزي) صلاحياتها في هذا المجال.
- إدارة احتياطي الصرف الأجنبي بكفاءة يحقق النمو والاستقرار الاقتصادي والأمن المالي.
- توجد علاقة بين مستو ى المعرفة المالية وإدارة احتياطي الصرف الأجنبي.

- إدارة الاحتياطي الصرف الأجنبي تتطلب المعرفة في إدارة الاستثمار في الأصول المالية الدولية التي تتميز بالسيولة والضمان.

سادسا– حدود الدراسة:

تناولت الدراسة مؤشر كلي هام جدا، له أثر على التوازنات الاقتصادية الداخلية والخارجية، المالية والنقدية، ونظرا لسعة الموضوع حاولنا وضع حدود مكانية وزمنية للبحث حتى نتمكن من تحقيق الأهداف السابقة الذكر.

1– الإطار المكاني: الدراسة النظرية علمية و محايدة لا تخص دولة أو إقليم معين، أما الدراسة التطبيقية فهي تتعلق بالجزائر.

2– الإطار الزماني: حاول الباحث أن يركز على الفترة (2000 - 2007) خصوصا، وقد تم اعتماد هذه الفترة نظرا لان مستويات احتياطي الصرف أخذت ترتفع في هذه المدة بفعل ارتفاع أسعار النفط في السوق العالمي.

سابعا– منهجية الدراسة و أدواتها

اعتمدنا على منهجين في إطار تكاملي :

- سوف يتم استخدام المنهج الاستنباطي بأداة التوصيف والتحليل قصد الربط بين متطلبات الإدارة المثلى لاحتياطي الصرف الأجنبي و النتائج المتحصل عليها في هذا المجال.
- استخدام المنهج الاستقرائي للدراسة الميدانية الخاصة بالفصل الثالث (واقع إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر) من خلال استخدام الأدوات الإحصائية التي تتعلق بموضوع بحثنا.

ثامنا– الدراسات السابقة:

لقد تم معالجة مشكلة إدارة احتياطي الصرف الأجنبي انطلاقا من ملاحظاتنا للزيادة المطردة في حجم الاحتياطيات التي شهدتها معظم الدول المصدرة للنفط مؤخرا ونخص بالذكر هنا الجزائر ، الأمر الذي يدعوا بدوره إلى البحث في كيفية إدارة هذه الاحتياطيات وتعظيم الاستفادة منها، وحسب علمنا لم يكن هذا الموضوع محل بحث واسع في جامعاتنا، إلا أن هناك بعض الدراسات تقترب من موضوع الدراسة مثل التي ترد بعنوان إدارة التدفقات المالية أو إدارة الفوائض النفطية ولكن جاءت أعقاب الصدمة النفطية الثانية 1979، وعلى العموم فقد تم اختيار ومعالجة الموضوع اعتمادا على الدراسات التالية:

الدراسة الأولى : التكلفة المالية للاحتفاظ بالاحتياطيات ، ملخص دراسة على شكل مقال في مجلة التمويل والتنمية مجلد 26 رقم 2 ديسمبر 1984 الطبعة العربية، وترجع هذه الدراسة للباحث جوسلين لانديل ميلز، بحيث تعرض فيها لدوافع احتفاظ الدول (البنوك المركزية) بالاحتياطيات الدولية وتطرق أيضا إلى عرض أهم الخيارات المتعلقة بالاحتياطيات لتحديد تكلفة الفرصة البديلة.

الدراسة الثانية: عنوان هذه الدراسة:

La gestion des réserves de change et ses conséquences sur les Marchés [2]

وتعتبر أحدث دراسة حسب مستوى إطلاعنا و يدور موضوعها حول الطرق التي تدار بها الاحتياطيات وكل طريقة لديها آثار على الأسواق (الصرف والمال) خصوصا عندما يتدخل البنك المركزي بنسبة من هذه الاحتياطيات بيعا وشراء للأدوات المالية المختلفة .

الدراسة الثالثة : محددات الاحتياطيات الدولية في الدول العربية.للدكتور محمد بن علي العقلا ، نشرت هذه الدراسة في مجلة آفاق جديدة. السنة العاشرة العدد 3 جويلية 1998، حيث وصلت نتائج هذه الدراسة إلى أن احتياطيات الدول العربية تتحقق أساسا كمدخرات من حصيلة الصادرات ، كما لعبت الواردات دورا هاما من خلال احتياطيات الأمان وهي الاحتياطيات التي تتراكم بغرض التحسب لانخفاض الصادرات بسبب أي ظرف طارئ، وترى هذه الدراسة أن كل دولة لها تداعياتها وبالتالي أسلوب إدارة هذه الاحتياطيات يختلف من دولة إلى أخرى حسب ظروفها و وضعها المالي والاقتصادي

تاسعا– خطة البحث:

للإجابة عن إشكالية البحث وبعض الأسئلة الفرعية ، حاولنا تقسيم موضوع البحث إلى ثلاثة فصول، فبعد مقدمة البحث بدأنا بالفصل الأول المعنون باحتياطي الصرف الأجنبي والمكونات الرئيسية له، وقد تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث أساسية، بحيث يشمل المبحث الأول على أهم التعريفات التي تخص احتياطي الصرف الأجنبي وتقسيماته مع عرض دوافع الاحتفاظ بهذه الاحتياطيات، بالإضافة إلى التطرق إلى أهم العوامل المحدد الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي.

أما المبحث الثاني فهو يتعلق بمكانة الذهب في الاحتياطيات الدولية ،و فيما يخص المبحث الأخير فإنه يتطرق إلى الشروط الواجب توفرها في العملة الصعبة ثم عرض مفصل لأهم العملات الصعبة التي تدخل في تشكيلة الاحتياطيات الدولية (الدولار، اليورو، الين الياباني،الجنيه الإسترليني، والفرنك السويسري).

أما الفصل الثاني فقد خصصناه لمتطلبات إدارة احتياطي الصرف الأجنبي، حسب عنوان البحث، وفيه سيتم التطرق إلى تعريف إدارة الاحتياطيات وأهميتها وأهدافها بالإضافة إلى عرض التوجيهات العامة التي

[2]- Banque centrale européenne Rapport trimestriel BRI, mars 2003 / Robert N. McCauley

يوصي بها خبراء الاقتصاد في مجال إدارة الاحتياطيات ومتطلبات هذه الإدارة، أما مضمون الكيفية التي تدار بها الاحتياطيات فهي تشمل أولا على توظيفات الاحتياطيات بهدف تحقيق العائد من خلال شراء السندات الحكومية أو إنشاء الصناديق السيادية وتشمل ثانيا على استخدامات هذه الاحتياطيات بهدف تحقيق التنمية أو التخلص من أعباء الديون ومختلف التبعيات الاقتصادية الأخرى.

بينما يتضمن الفصل التطبيقي الثالث والأخير على واقع إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر، وقد تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث أساسية، بحيث يتضمن المبحث الأول العلاقة بين ارتفاع أسعار النفط العالمية وتراكم الاحتياطيات في الجزائر ، أما المبحث الثاني فإنه يستعرض مجالات استعمال هذا الاحتياطي بعد تحديد الحجم الكافي لتغطية الواردات وقد تجلى هذا الاستعمال في إنشاء صندوق ضبط المواد والمساهمة في تمويل برنامج الإنعاش الاقتصادي مع تسيير الدين الخارجي من خلال التسديد المسبق للمديونية ، أما المبحث الثالث فانه يتعلق بإدارة الحجم الفائض من احتياطي الصرف الأجنبي الجزائري ، ويشمل على تحديد الحجم الكافي لتغطية الواردات مع عرض الكيفية التي يدير بها بنك الجزائر الاحتياطي من الذهب النقدي و انتقاء النسب المكونة ل سلة عملات الاحتياطي و تحديد حجم الرصيد الموظف في سندات الحكومة الأمريكية أو الدولية.

وفي الأخير تم عرض خاتمة عامة للدراسة شملت على النتائج والآفاق التي تبقى مفتوحة المجال من أجل إتمام هذه المحاولة العلمية المتواضعة و إثراءها.

الفصل الأول: احتياطي الصرف الأجنبي والمكونات الرئيسية له.

الفصل الأول: المكونات الرئيسية لاحتياطي الصرف الأجنبي.

تمهيد:

عادة ما يطلق على احتياطي الصرف الأجنبي بالاحتياطات الدولية أو وسائل الدفع الدولية أو السيولة الدولية، وتعتبر هذه المصطلحات كلها ذات دلالة واحدة، فهي- أي الاحتياطيات- تستخدم في تسوية المعاملات الدولية ولذلك تتطلب القبول الدولي والجاهزية للاستخدام من قبل السلطات النقدية.

يترتب على العلاقات الاقتصادية الدولية مجموعة ضخمة من علاقات المديونية والدائنية التي يلزم تسويتها إجراء مدفوعات دولية، وبناءً على ذلك فإن درجة نمو العلاقات الاقتصادية الدولية، ونمو التبادل الدولي، وسد الإختلالات الطارئة والأساسية في موازين المدفوعات، وتحقيق الاستقرار النقدي الدولي، كل ذلك يتطلب درجة عالية من وفرة وانسياب وتنوع وسائل الدفع، وقصور تلك الوسائل عن أداء دورها – سواء لعدم وفرة أو لعدم تنظيم أو لعدم المرونة والتنوع – فإن ذلك يعني عرقلة العلاقات والنشاطات الاقتصادية الدولية والداخلية، وهذا من شأنه أن يخلق جواً من عدم الاستقرار الاقتصادي.

ففي القديم كان الذهب -أي في ظل قاعدة الذهب الدولية - يقوم بوظيفة النقود في تسوية المعاملات الدولية، ولكن مع تغيير الظروف -عدم احترام قاعدة الذهب ثم هجرها تماماً فيما بعد، وكذا نظراً لغياب السلطة النقدية العالمية العليا القادرة على تنسيق السياسات النقدية للدول وحل مشاكلها - ظهرت الاختلالات بين حجم التبادل التجاري وحجم وسائل الدفع، وتفاقمت تدريجياً مشكلة السيولة الدولية، وتعددت في ذلك الآراء والحلول المقترحة لزيادة وسائل الدفع، فظهرت العملات الصعبة وحقوق السحب الخاصة قصد تدعيم الاحتياطات الدولية التي تملكها البنوك المركزية في مختلف دول العالم.

وسنحاول في هذا الفصل تقديم عرض لأهم المفاهيم المتعلقة باحتياطي الصرف الأجنبي، مع التطرق إلى مكوناته الرئيسية، وذلك في النقاط التالية:

- مفهوم احتياطي الصرف الأجنبي.
- الذهب والاحتياطيات الدولية.
- العملات الإرتكازية في تشكيل الاحتياطيات الدولية.
- شريحة الاحتياطي وحقوق السحب الخاصة.

المبحث الأول: مفهوم الاحتياطيات الدولية.

اختلفت الآراء حول تحديد مفهوم دقيق لمصطلح احتياطي الصرف الدولي، وذلك نظراً للخلاف القائم حول العناصر التي تشملها أو تتكون منها هذه الاحتياطيات ، وسنعرض في بادئ الأمر مجموعة من التعاريف المقدمة في هذا الصدد، ثم سنقوم بمناقشتها والتعليق عليها حتى يتضح لنا مفهوم احتياطي الصرف الأجنبي بكل أبعاده ، وبعد ذالك نحاول التطرق إلى أهمية الاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية وفي الأخير سوف نقوم بعرض محددات الطلب للاحتياطيات والعوامل المؤثرة عليها، وقد تم معالجة كل هذه العناصر من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: تعريف الاحتياطيات الدولية.

المطلب الثاني: أهمية الاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية.

المطلب الثالث: محددات الطلب للإحتياطيات والعوامل المؤثرة عليها.

المطلب الأول: تعريف الاحتياطيات الدولية.

1. التعاريف المقدمة:

1. 1. التعريف الأول: يرى بعض الاقتصاديين * أن الاحتياطيات الدولية هي عبارة عن تشكيلة من الأصول الأجنبية السائلة التي يتم استخدامها في تسوية المدفوعات الدولية[1].

1. 2. التعريف الثاني: الأصول الاحتياطية هي الأصول الخارجية الموجودة تحت تصرف السلطات النقدية والخاضعة لسيطرتها لأغراض ميزان المدفوعات أو غيره من الأغراض[2].

1. 3. التعريف الثالث: يقصد بالاحتياطات الدولية، تلك الأصول الخارجية المتاحة في أي وقت للسلطات النقدية والخاضعة لسيطرتها لأغراض التمويل المباشر الاختلالات المدفوعات، أو لضبط حجمها بصورة غير مباشرة عن طريق أسواق الصرف للتأثير في سعر صرف العملة، أو لأغراض أخرى أو لكل هذه الأغراض مجتمعة.[3]

---

*- صاحب هذا التعريف هو البروفيسور "هانز هيلر Hellar"، والذي قدمه سنة 1964.

[1]- محمد بن علي العقلا، محددات الاحتياطيات الدولية في الدول العربية. مجلة آفاق جديدة. السنة العاشرة العدد 3 جويلية 1998. ص169.

[2]- Christian Bordes. Les réserves de change des banques centrales et les interventions sur le marché des changes Documents, exercices et questions sur le cours de Relations monétaires internationales,p,3

[3]- رمزي زكي، الاحتياطيات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري ، دار الكتب المصرية، 1994، ص 73.

1. 4. التعريف الرابع: تعرف الاحتياطات الدولية الرسمية بأنها إجمالي الأصول الاحتياطية الأجنبية الرسمية والأصول الأخرى بالعملات الأجنبية والتي توجد إما لدى البنك المركزي أو المستثمرة في الخارج[1].

1. 5. التعريف الخامس: يعرف احتياطي الصرف الأجنبي بأنه فوائض تشكل كتلة مالية إضافية، تتشكل من نقد دولي وأصول مالية ذات سيولة وحقوق سحب خاصة، وذهب تمتلكها البنوك المركزية وتقوم بتسييرها وإدارتها بالتنسيق مع الحكومة.

1. 6. التعريف السادس: يقصد باحتياطي الصرف الأجنبي تلك الأصول الأجنبية التي ترغب الحكومات في الاحتفاظ بها، لأن حكومات الدول الأخرى تقبلها في تسوية الديون والمعاملات الدولية، وبناءً على قابلية هذه الأصول للقبول في المعاملات الدولية، فإن حكومات الدول الأخرى المختلفة تسعى دائماً إلى تكوين هذه الأصول للاحتفاظ بها لكي تستخدمها في الفترات التي يحدث فيها عجز طارئ أو مؤقت في موازين مدفوعاتها، حتى لا تضطر إلى إجراءات وتغيرات أساسية غير مرغوبة في سياساتها الاقتصادية والاجتماعية.

1. 7. التعريف السابع : ويقصد بالاحتياطيات الدولية، لبلد ما "تلك الأصول الخارجية التي تكون متاحة بسهولة للسلطات النقدية، والتي تتحكم فيها من أجل التمويل المباشر لاختلال المدفوعات والسيطرة على حجم الاختلال عن طريق التدخل في أسواق الصرف للتأثير في معدل الصرف أو لأغراض أخرى[2].

2. مناقشة التعاريف.

2. 1. بالنسبة التعريف الأول: علينا أن نعرف على وجه التفصيل الأصول المتاحة للسلطات النقدية التي تمكنها من الوفاء بالالتزامات الخارجية، حيث يقرر البروفيسور "هيلر" أن وسائل المدفوعات الدولية يجب أن تتميز بخاصيتين هما:

- **الخاصية الأولى:** أن تتمتع بالقبول الدولي كوسيط للتبادل لتسوية المعاملات الدولية في كل الأوقات ولدى كل الوحدات الاقتصادية لمقابلة الالتزامات المالية.
- **الخاصية الثانية:** يمكن التعبير عن قيمتها بوحدات حساب خارجية معروفة دوليا على وجه اليقين.

انطلاقاً من هاتين الخاصيتين فإن الأصول التي تدخل ضمن الاحتياطات الدولية هي:

[1] – البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية العدد 27، افريل2005.

[2] – تعريف الطبعة الخامسة لدليل ميزان المدفوعات (BPM5) الصادر عن صندوق النقد الدولي 2002.

- الحيازات الرسمية من الذهب النقدي.
- العملات الأجنبية القابلة للتحويل.
- مركز شريحة الذهب لدى صندوق النقد الدولي.

لكن عندما اضطربت الأوضاع النقدية العالمية في الستينات تم إجراء أول تعديل لاتفاقية بريتون وودز في 31/ 1965/05، وكان من أهم ملامح التعديل تطبيق نظام حقوق السحب الخاصة واشتراك الدول الأعضاء فيه، كما كان الغرض الأساسي من ذلك إلغاء الدور النقدي للذهب، وتدعيم حقوق السحب الخاصة من أجل جعلها ضمن أهم مكونات الاحتياطيات الدولية.

2. 2. أما بالنسبة للتعريف الثاني : يرى صندوق النقد الدولي أن الأصول الاحتياطية تشمل كل من الذهب النقدي وحقوق السحب الخاصة ومركز الاحتياطيات لدى صندوق النقد الدولي والنقد الأجنبي* والمطالبات الأخرى.

2. 3. بالنسبة للتعريف الثالث : فإنه يعتمد على مقاربة ومدخل محاسبي، وينطبق على الاحتياطيات السائلة والمحررة بعملات أجنبية قابلة للتداول، ولا يأخذ بعين الاعتبار الالتزامات الخارجية للسلطات النقدية.

إن عبارة "المتاحة في أي وقت للسلطات النقدية " تدل على أن هناك معايير محددة للاحتياطات الدولية، حيث يمكن اللجوء إليها واستخدامها بسرعة لمواجهة العجز الطارئ في ميزان المدفوعات، وهنا لا بد أن يستثني ما يحوزه الأفراد.

أو المؤسسات الخاصة من بعض العناصر التي تدخل ضمن الاحتياطات الدولية مثل الذهب والعملات الأجنبية، مادامت خارجة عن نطاق السيطرة من قبل السلطات النقدية ، كما لا بد أن تتميز الأصول المتاحة بالسيولة، أي يمكن شراؤها أو بيعها أو تصفيتها بسرعة وبأقل تكلفة.

2. 4. أما بالنسبة للتعريف الرابع: يعبر عن صافي الاحتياطيات الدولية عن إجمالي الاحتياطيات الرسمية مطروحاً منها الالتزامات الأجنبية قصيرة الأجل.

وعليه فإن احتياطي الصرف لبلد ما، يتمثل فقط في تلك العناصر من الاحتياطات الموضوعة أو التي يمكن أن توضع بسرعة تحت تصرف السلطات النقدية لكي تستخدمها في مواجهة العجز الطارئ في ميزان المدفوعات، أما غير ذلك من الأصول فلا يمكن حسابها ضمن احتياطي الصرف للاقتصاد الوطني.

*- يقسم مركز النقد الأجنبي – الذي يدخل ضمن احتياطي الصرف الأجنبي – إلى عملة وودائع، وأوراق مالية، ومشتقات مالية. وفي فئة العملة والودائع، يتم التمييز بين العملة والودائع لدى السلطات النقدية الأخرى والعملة والودائع لدى البنوك المحلية بمختلف أنواعها. وإضافة إلى ذلك يتم تعريف أوراق النقد الأجنبي حسب الأداة إلى حصص ملكية، وسندات وأذون، وأدوات سوق المال.

كما يجب أن تكون الاحتياطيات الدولية تحت تصرف السلطة النقدية أو البنك المركزي لاستخدامها عند الضرورة وبالسرعة المطلوبة، وبالتالي هذا التعريف يستبعد أيضا من الاحتياطيات ما بحوزة الأفراد من ذهب وعملات صعبة وأرصدة العملات الصعبة التي تتعامل بها البنوك التجارية، وكذلك القروض المصرفية والتجارية التي تقدم لتمويل التجارة الخارجية والقروض المتوسطة والطويلة الأجل التي تحصل عليها الدولة لتمويل مشروعات معينة بذاتها مثل القروض المقدمة من مجموعة البنك الدولي.

2. 5. وبالنسبة للتعريف الخامس: فإنه يشير إلى عملية تراكم الاحتياطات باعتبارها مجموع الأرصدة المكونة لميزان المدفوعات.

2. 6. بالنسبة للتعريف السادس : فإنه يسعى إلى جعل كل الأصول التي يتم بها تسوية المعاملات الدولية ضمن احتياطي الصرف الأجنبي، ويبين أيضاً دوافع الاحتفاظ بهذه الأرصدة من قبل الحكومات.

2. 7. بالنسبة للتعريف السابع: إن هذا التعريف، يشترط في الاحتياطيات الدولية عدة معايير هي:

- أن تكون قابلة للتحويل إلى أصول (عملات) أخرى.
- ومتاحة بسهولة.
- وخاضعة لسيطرة السلطات النقدية.

ويعتبر الذهب والعملات الأجنبية القابلة للتحويل ومركز الاحتياطي للبلد لدى صندوق النقد الدولي (حق السحب غير المشروط من الصندوق في حدود الشريحة الاحتياطية) وحقوق السحب الخاصة أصولا احتياطية لأنها متاحة ومقبولة من قبل السلطات النقدية لمختلف بلدان العالم، وتستخدم في تسوية المدفوعات الدولية.

و هذا التعريف ينطبق على " إجمالي " الاحتياطيات و لا يأخذ في الاعتبار الديون الخارجية للسلطات النقدية و هو مقصور على مستحقات السلطات النقدية بالنسبة لغير المقيمين *، و يستثنى المستحقات المستحقة للحكومة المركزية

و يندرج في مفهوم الاحتياطيات الدولية معايير الاحتياطيات " المتاحة بسهولة و" الخاضعة لسيطرة " السلطات النقدية ، و الأصول المتاحة بسهولة تعني أنها سائلة و قابلة للتداول ، أي أنها يمكن أن تشترى و تباع و تصفى بسرعة و بتكلفة قليلة ، و أنه يوجد بائعون و مشترون جاهزين و راغبين ، و يجب تسميتها بعملات أجنبية قابلة للتحويل بحيث يمكن استعمالها لتمويل إختلالات المدفوعات و دعم سعر الصرف .

* و يتم تعريف غير المقيمين عادة بأنهم يمثلون كيانات خارج التخوم الجغرافية للاقتصاد المحلي، و الإقامة كما هي مستخدمة هنا لا تستند إلى القومية و المعايير القانونية و إنما تقوم على موقع المصلحة الاقتصادية للمتعاملين .

يعتبر الذهب وحقوق السحب الخاصة ووضع الاحتياطي للبلد لدى صندوق النقد الدولي أصولا احتياطية. لأنها أصول يمكن تملكها بسهولة وبدون قيد أو شرط للسلطات النقدية، والصرف الأجنبي (الذي يشمل حيازة العملة الأجنبية وودائع العملة والأوراق المالية الأجنبية) وغير ذلك من المستحقات متاح أيضا على حد سواء و لذا يعتبر أصولا احتياطية.

و يجب أن تكون الأصول الاحتياطية موجودة بالفعل ، أما حدود التسهيلات الائتمانية التي يمكن السحب منها فليست أصولا احتياطية، لأنها لا تمثل مستحقات قائمة، غير أن حدود هذه التسهيلات الائتمانية يمكن الإبلاغ عنها في المعلومات الإضافية.

و الأصول المرهونة غير المتاحة بسهولة و الأصول المقيدة بطرق أخرى تستثنى من الاحتياطيات أو يتعين أن تحدد في المعلومات الإضافية ، و لا تدرج العقارات التي تملكها السلطات النقدية في أصول الاحتياطي لأنها لا تعتبر سائلة .

والمستحقات الخارجية فقط (أي المستحقات لغير المقيمين) التي تملكها بالفعل السلطات النقدية تعتبر أصولا احتياطية.ومع ذلك فإن الملكية ليست الشرط الوحيد الذي يوفر السيطرة وفي الحالات التي تحوز فيها الوحدات المؤسسية (غير السلطات النقدية) في الاقتصاد حقا قانونيا في أصول العملة الأجنبية الخارجية، ويرخص لها بذلك فقط وفقا لأحكام تحددها السلطات النقدية، أو فقط بناء على إقرارها الصريح، فإن هذه الأصول تعتبر أصولا احتياطية لأنها تكون تحت السيطرة الفعالة للسلطات النقدية.

وتحويلات مستحقات العملة الأجنبية إلى سلطات النقد من الوحدات المؤسسية الأخرى قبل تاريخ معين مباشرة قبل المحاسبة أو الإبلاغ مع اقتران هذه التحويلات بالإلغاء بسرعة بعد هذا التاريخ (وهو إجراء يعرف عموما باسم " تجميل الواجهة")، لا تعتبر أصولا احتياطية ويتعين إيضاح إدراجها في الاحتياطيات في المعلومات الإضافية المصاحبة للبيانات.

من خلال التعريفات التي تم سردها سابقاً والتعليقات عليها فإن التعريف يشمل دائماً على تشكيلة من الأصول المختلفة والمتعددة. وعلى العموم تتكون الاحتياطيات الرسمية من[1] :

- الذهب النقدي.
- حقوق السحب الخاصة.
- الشريحة الاحتياطية لدى صندوق النقد الدولي.
- النقد الأجنبي.

[1]- حسب تصنيف دليل ميزان المدفوعات الصادر عن صندوق النقد الدولي لسنة 2002

- الودائع لدى السلطات النقدية ولدى المصارف وأوراق مالية سواء كانت أسهما أو سندات أو أدوات سوق النقد والمشتقات المالية*.

المطلب الثاني: أنواع الاحتياطيات الدولية ودوافع حيازتها.

هناك عدة تصنيفات للاحتياطيات الدولية، كما أنه لكل صنف دافع للاحتفاظ به، وسنحاول في هدا المطلب عرض أهم التقسيمات للاحتياطيات الدولية ودوافع حيازتها على النحو التالي:

1- أنواع الاحتياطات الدولية:

1-1. تصنيف صندوق النقد الدولي:

يميز صندوق النقد الدولي بين عناصر السيولة الدولية التي تملكها الدولة وبين تلك العناصر التي تقترضها من العالم الخارجي كما يلي:

أ. السيولة المملوكة (الاحتياطيات المملوكة أو غير المشروطة): يقصد بالسيولة المملوكة تلك الأصول الاحتياطية الدولية التي تقع في حوزة البلد، أي تمتلكها السلطة النقدية ملكية مطلقة، وبالتالي تستطيع أن تتصرف فيها بحرية تامة كما تشاء وطبقاً لظروفها الخاصة، حتى لو أدى ذلك إلى هبوطها إلى مستويات دنيا، فالذهب الموجود في خزائن البنك المركزي وحجم الشريحة الذهبية للدولة بصندوق النقد الدولي، فضلاً عن العملات الأجنبية التي تحتفظ بها الدولة كاحتياطات مضافاً إليها وحدات حقوق السحب الخاصة، كل ذلك- الأربعة الأصول الهامة – يدخل في عداد الاحتياطيات الدولية المملوكة السائلة. وليس هناك شك في أن حساب نسبة السيولة الدولية للبلد على أساس حجم هذه الأصول الأربعة أو الاحتياطيات المملوكة إلى إجمالي التزاماتها الخارجية في فترة قصيرة يعد من أفضل مقاييس السيولة وأنسبها، ذلك لأنه يوضح مدى القدرة الذاتية للدولة على مواجهة التزاماتها الخارجية.

ب. السيولة (الاحتياطيات) المقترضة: فإنها تتمثل في كافة العناصر التي تحصلت عليها الدولة عن طريق الاقتراض الخارجي وتستخدم في تسوية العجز الطارئ في ميزان المدفوعات، على أن تكون تلك العناصر مطلوبة السداد في غضون فترة معينة أو عند تاريخ محدد، كما أن اقتصاد البلد يتحمل عبئاً معيناً يتمثل في سعر الفائدة وذلك ثمناً للحصول عليها ، والاحتياطيات المقترضة بهذا المعنى تشمل إمكانيات البلد وقدرته على السحب من صندوق النقد الدولي خارج حدود الشريحة الذهبية، فضلا عن القروض التي تتمكن الدولة من الحصول عليها منت أسواق المال والنقد الدولية، كما تضم (أي الاحتياطيات المقترضة) أيضا السحب على التسهيلات المتاحة بين البنوك المركزية (اتفاقية Swap) والاحتياطيات

*- سيتم تقديم وشرح مفصل لكل عنصر من هذه العناصر في المباحث القادمة.

المقترضة تعتبر في الدرجة الثانية من السيولة إذا ما قورنت بالاحتياطيات المملوكة، والبيان الموالي يلخص الإطار العام لأقسام الاحتياطيات الدولية[1].

1-2. الاحتياطيات من ناحية المكونات:

أ. احتياطيات قابلة للاستثمار: وهي الجزء الذي يتكون من العملات الصعبة.

ب. الاحتياطات التي لا تعطي دخل: تضم مركز الدولة لدى صندوق النقد الدولي (الشريحة الاحتياطية) وحقوق السحب الخاصة والذهب*.

1-3. تصنيف آخر للاحتياطيات.

أ. الاحتياطيات العادية: وهي التي لا تأخذ بعين الاعتبار الالتزامات الخارجية.

ب. الاحتياطيات الصافية: وهي التي تستثني الالتزامات الخارجية ويعد هذا النوع من أفضل الاحتياطيات لأنه يقيس مركز السيولة الحقيقي للبلد**.

2. دوافع حيازة الاحتياطيات الدولية:

- تكوين مخزون وقائي لحماية الاقتصاد ضد الطوارئ المستقبلية، وبهذا الشكل تكون الاحتياطيات الدولية بمثابة صمام أمان يحتفظ به أو يتم الالتجاء إليه عند الضرورة لكي تحمي الدولة نفسها من آثار الصدمات الخارجية التي تتعرض لها.
- من خلال امتلاك السلطة النقدية لاحتياطي الصرف الأجنبي تسعى إلى تعويض تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطيات ويتم ذلك من خلال إدارة هذه الاحتياطيات والمحافظة عليها من التآكل وتوظيف جزء منها.
- إدارة السياسات النقدية من قبل البنك المركزي، حيث يتيح امتلاك البنك المركزي لاحتياطي الصرف الأجنبي إدارة السياسات النقدية ، إذ يحتاج في كثير من الأحيان إلى حجم كبير من العملات الأجنبية بيعا وشراء من خلال عمليات السوق المفتوحة وإدارة غطاء النقد واستثمار موجوداته من العملات الأجنبية لدى البنوك المراسلة في الخارج وتوفير العملات الأجنبية للبنوك

---

[1]- رمزي زكي، الاحتياطيات الدولية، مرجع سابق، ص 96.

*- هناك من يرى بأن هذا العنصر من الاحتياطيات يدر دخلاً، بحيث أن هناك أسعار الفائدة على حقوق السحب الخاصة من جهة، وهناك أسواق وبورصات خاصة بالذهب من جهة أخرى.

**- أما الاحتياطيات الصافية الحقيقية فهي الاحتياطيات الصافية بعيداً عن تشوهات أسعار الصرف والتضخم.

التجارية من أجل الوفاء بالتزاماتها باتجاه مختلف المتعاملين وعليه فالاحتياطيات هي مصدر للسيولة*.

- تأمين واردات البلد من سلع وخدمات: مواجهة موجة الزيادة المتوقعة في الواردات وتزايد العجز في الميزان التجاري بعد تحرير التجارة الخارجية.
- تمويل تحويلات وعوائد المستثمرين الأجانب الذين لهم مشروعات في البلد وتنتج للسوق المحلي.
- المحافظة على توفير السيولة لتفادي الحالات التي يكون فيها الوصول إلى الاقتراض أو تقليص القروض مكلفا جدا.
- اللجوء إليه في المستقبل القريب لدفع الديون الخارجية وأعبائها.
- التدخل في أسواق الصرف وذلك من أجل دعم سياسة سعر الصرف سواء بهدف الحصول على سعر الصرف مستقر أو المحافظة على قيمة العملة [1] ولذلك تمتلك جميع الدول احتياطيات دولية بعملات أجنبية مختلفة ويفضل الخبراء تنوع هذه العملات ما بين العملات الرئيسية المتمثلة في الدولار الأمريكي، اليورو، الجنيه الإسترليني والين الياباني ... الخ. وذلك بهدف التحوط ضد خسائر تقلبات أسعار الصرف.
  - وتمثل هذه الاحتياطيات الدولية خط الدفاع الأول عن قيمة العملة المحلية وخاصة في ظل انتهاج أحد أشكال سياسة سعر الصرف الثابت حيث تستخدمها الحكومات في التدخل في أسواق الصرف الأجنبي من حين لآخر لضمان استقرار سعر صرف عملتها عند مستوى محدد مسبقا وكذلك لتمويل الاختلالات المحتملة في الحساب الجاري من ميزان المدفوعات مع الع جز الخارجي حال حدوثها[2].

ومما سبق نلاحظ في الأساس أن هذه الأهداف تتمحور حول ثلاث مسائل:

- ضمان حقوق الدائنين والمستثمرين الأجانب.
- ضمان تمويل النمو في المعاملات الناجم عن الانفتاح التجاري خصوصاً في ظل صعوبة التمويل الدولي والشروط القاسية التي تفرضها المؤسسات الدولية المتخصصة.

---

* – لا بد هنا من الإشارة إلى عدم الخلط بين احتياطي الصرف الأجنبي الذي يملكه البنك المركزي والودائع التي تتكون من نسبة الاحتياطي الإلزامي أو القانوني التي يلزم فيها البنك المركزي البنوك التجارية بأن تحتفظ بها لديه من دون فوائد، فهذه التراكمات الناجمة من هذه النسب لا تدخل ضمن احتياطي الصرف الأجنبي حتى ولو كانت بالعملة الصعبة.

[1] – عبد المجيد قدي، مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية وتقييمة، ديوان المطبوعات الجامعية 2003، ص 135.

[2] -16, BLANCHARD, O., J.-C. Chouraqui, R.P. Hagemann et N. Sartor « La "soutenabilité" de la politique budgétaire : réponses nouvelles à une question ancienne »

- ضمان الاستقرار الاقتصادي والمالي.

المطلب الثالث: محددات الطلب للإحتياطيات والعوامل المؤثرة عليها.

بداية يمكن القول أن حجم هذا الطلب يتأثر أساسا بمستوى الدخل الحقيقي للبلد ، فكلما ارتفع حجم هذا الدخل كلما زادت قدرة البلد على تكوين الاحتياطيات .

ويمكن إجمال هذه العوامل فيما يلي :

- حجم قطاع التجارة الخارجية و أهميته (الصادرات والواردات).
- درجة التركيز السلعي للصادرات .
- حجم الاستثمارات الأجنبية و الخارجية .
- درجة الاحتياط لمواجهة أخطار المستقبل .
- قدرة الدولة على الإقتراض الخارجي .
- طرق تسوية المدفوعات الخارجية (الاتفاقية الثنائية)
- اتجاهات شروط التبادل التجاري.
- إرتفاع عبء الديون الخارجية .
- حركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل .

يهدف هذا المطلب إلى جعل الإحتياطيات الدولية كمتغير تابع (R) و محدداته هي:

1 . الصادرات:

إذ أن حصيلة الصادرات هي المصدر الأساسي الذي من خلاله تقوم الدولة بعملية تراكم الإحتياطيات و هنا يأتي دور التجارة الخارجية للبلد ، و يمكن اعتبار الاحتياطيات التي تتراكم من الصادرات هي **احتياطيات ادخار**، ومن هذا فإن زيادة الصادرات تقضي إلى زيادة الاحتياطيات.

وإذا ترتب عن زيادة الصادرات زيادة في الواردات فإن هذا يستنفذ قدرا كبيرا من الاحتياطيات ولذلك عادة ما يراعى في مثل هذه المساءل قضية معدل نمو الصادرات ومعدل نمو الواردات لضبط التأثير الفعلي للصادرات على التراكم في الإحتياطيات ، و في بعض الأحيان الصادرات تؤثر سلبا على الإحتياطيات و هذا ما يسمى " أثر الاستيراد للصادرات على الإحتياطيات " فقد تشعل أو تثير حركة بطيئة في الصادرات حركة واسعة في الواردات في ظل غياب السياسات الاقتصادية المحكمة .

كذلك لا بد أن يراعى هنا درجة تقلب الصادرات فقد تزداد احتمالية التعرض لخلل في ميزان المدفوعات و هذا هو حال البلدان النامية التي تتميز صادراتها بالتذبذب عكس الدول المتقدمة التي تكون

صادراتها عموما مستقرة و لذلك فهي لا تحتاج إلى الإحتفاظ بجزء كبير من الإحتياطيات السائلة للوفاء بالتزاماتها .

و إذا بحثنا في أحوال التقلبات التي تطرأ على إجمالي حصيلة الصادرات للدول النامية فإن العامل الأساسي هو درجة التركز السلعي وارتفاع درجة عدم استقرار حصيلة الصادرات .

و بالتالي نستنتج أن حاجة البلاد النامية لتكوين الإحتياطيات الدولية هي بالتأكيد كبيرة إذا ما قورنت بالدول المتقدمة إذ ثمة (ثَمَّ) فارق بين الحاجة و الطلب فالحاجة هي مجرد شعور أما الطلب فيتم دعمه بالقوة الشرائية (امتلاك المال)، وكلما كانت الحاجة قوية و توفرت القدرة المالية فإن الطلب سيكون كبير و هذا هو حال الدول النامية التي تتزايد حاجتها إلى تكوين الإحتياطيات و إذا لم تتوفر هذه الموارد (الإحتياطيات)فلا خيار لها إلا الضغط على الواردات أو الإقتراض الخارجي أو اللجوء إلى تطبيق السياسات الأصولية لمواجهة العجز الحادث في موازين مدفوعاتها .

2 . الواردات M :

تؤثر الواردات على حجم الإحتياطيات سلبا و هذا التأثير للواردات على الإحتياطيات يسمى " **احتياطيات المبادلات "**[1].

وكما هو معلوم توجد علاقة هيكلية بين الواردات و مستوى الدخل الوطني و عادة ما يطلق عليها بمعامل الواردات أو الميل المتوسط للواردات و يعبر عنه رياضيا بـ:

$$M = m (y)$$

بحيث: M: حجم الواردات.

m : معامل الواردات (الميل المتوسط لها) .

y : الدخل الوطني .

ويعد إرتفاع الميل المتوسط للواردات سمة تميز الدول النامية وهي دليل على التبعية الاقتصادية للخارج، مما يؤدي بدوره إلى زيادة طلب هذه الدول (النامية) على الإحتياطيات للوفاء بالتزاماتها اتجاه العالم الخارجي .

ولا بد أن نشير هنا إلى أهمية تأثير التغير في شروط التبادل التجاري على الإحتياطيات فإذا ارتفعت أسعار الصادرات بنسبة أكبر من ارتفاع أسعار الواردات فإن هذا يعني تحسن شروط التبادل الدولي مما يدعم إرتفاع القوة الشرائية لصادرات الدولة وهو ما ينعكس في تحسن لوضعية ميزان المدفوعات ، و في حالة تدهور شروط التبادل الدولي يحدث العكس تماما و هي الحالة التي تستدعي زيادة طلب البلد على

[1]- رمزي زكي، الاحتياطيات الدولية، مرجع سابق، ص191.

الإحتياطيات والاحتفاظ بها لمواجهة مثل هذه الإختلالات التي قد تكون ناجمة عن تدهور شروط التبادل الدولي، والواقع أن معظم البلاد النامية تعاني من تدهور في شروط التبادل الدولي (الإستراد بأسعار مرتفعة والتصدير بأسعار منخفضة) حتى أصبح يطلق على هذه الحالة بظاهرة التبادل اللامتكافئ .

3 . حجم الاستثمارات الخارجية و الأجنبية:

تتأثر الإحتياطيات بالحالة التي تكون عليها استثمارات البلد بالخارج و بالحجم الذي تكون عليه الاستثمارات الأجنبية بشقيها المتواجدة في البلد ذلك أن ما يترتب على هذه الاستثمارات من تيارات دخول وخروج رؤوس الأموال وعوائدها يؤثر على ميزان المدفوعات مما يؤثر بدوره على طلب البلد على احتياطي الصرف الأجنبي .

ففيما يتعلق برؤوس أموال البلد المستثمرة في الخارج سوف نتطرق إليها ضمن دراستنا لكل من الصناديق السيادية والسندات الحكومية وهذه هي أهم مجالات توظيف الإحتياطيات ولا شك في أن انسياب رؤوس الأموال الوطنية الموظفة في الخارج سيؤثر سلبا على وضع ميزان المدفوعات بيد أنه حين تحول هذه الاستثمارات مداخيلها وإيراداتها بعد ذلك إلى البلد الأم، فإنها تعود تمثل متحصلات بالنقد الأجنبي وتدعم الإحتياطيات التي تملكها البلاد و النتيجة التي تعنينا في هذا السرد هو أن خروج رؤوس الأموال لاستثمارها في الخارج يؤثر سلبا على الإحتياطيات ودخول عوائدها وإيراداتها يؤثر إيجابيا على الإحتياطيات والواقع أن ظاهرة تصدير رؤوس الأموال من البلدان النامية للاستثمار في العالم الخارجي أصبحت واسعة الانتشار في المقابل لا بد أن ننبه على أن هناك علاقة هامة بين مستوى الإحتياطيات وقدرة الدولة على جذب الاستثمارات الأجنبية (مستوى الإحتياطيات كعامل أمان) .

4 . قدرة الدولة على الإقتراض الخارجي:

وقد لا تبالي السلطات النقدية كثيرا بتكوين احتياطات دولية عند مستويات آمنة إذا كانت تملك القدرة على الإقتراض من العالم الخارجي، والعكس يحدث تماما بحيث ترتفع حاجة السلطات النقدية إلى تكوين إحتياطيات دولية عندما لا تملك الدولة هذه القدرة على الإقتراض الخارجي وتتوقف هذه الإمكانيات على ظروف الائتمان الدولي وشروطه وعلى درجة الثقة الائتمانية في الدولة المعينة .

والتاريخ يشهد بأن أوروبا بعد الحرب العالمية الثانية قد استفادت من مشروع مارشال وقد وفر لها الموارد طويلة الأجل، أما مجموعة الدول النامية فإنها حينما حصلت على استقلالها السياسي وبدأت تطبيق برامج التنمية فد لجأت إلى استخدام احتياطياتها الدولية المتراكمة لتمويل وارداتها من السلع الائتمانية.

والنتيجة أنه عندما تكون للدولة مقدرة على الإقتراض من الخارج فإن مستوى الطلب على الإحتياطيات يكون منخفض.

لكن زيادة بالقدر الذي يعد الإقتراض الخارجي امتياز فقد يترتب عنه زيادة عبء الديون الخارجية (الأقساط + الفوائد) فكلما كان هذا العبء مرتفعا كانت الحاجة إلى تكوين احتياطيات أكبر و بالتالي تؤثر خدمات الدين على الإحتياطيات سلبا إذا لم تكن هناك غطاءات من جهات أخرى .

وننبه في الأخير أن قضية الديون الخارجية تؤثر في الطلب على الإحتياطيات الدولية للبلد من ثلاثة زوايا:

- الأولى: هي التأثير الذي يباشره هيكل الدين الخارجي حسب العملات الأجنبية التي يتعين الوفاء بها للدائنين و هنا تأتي أهمية مكونات الاحتياطي خصوصا عندما يتعلق الأمر باختيار التوليفة التي تتكون منها سلة العملات الصعبة.
- الثانية: هي تأثير هيكل الدين الخارجي بحسب مصادر الدين و طبيعته (قروض من مصادر خاصة رسمية ، طويلة الأجل، قصيرة الأجل...)
- الثالثة: هي حجم عبء الدين.

5 . درجة الاحتياط لمواجهة مخاطر المستقبل:

ذكرنا سابقا أن الدولة تلجأ إلى تكوين الاحتياطيات الدولية حتى تواجه العجز المحتمل في ميزان المدفوعات في المستقبل ومن هنا فان القدرة على التنبؤ باحتمالات حدوث هذا العجز و مدى استعداد البلد لمواجهته يؤثران في حجم طلب الدولة على الإحتياطيات ومن هنا يمكن تحديد تكلفة الإحتفاظ بالسيولة الدولية .

المبحث الثاني: الذهب والاحتياطيات الدولية.

يعتبر الذهب من أهم مكونات الاحتياطات الأجنبية وأول عناصرها. ونقصد بالذهب المكون للاحتياطيات الأجنبية، رصيد الدولة من الذهب النقدي * الموجود في البنك المركزي، ومنه يتعين أن يكون الذهب في حيازة السلطات النقدية للتأكد من إتاحته دائماً للبيع والشراء أو التسليم في أسواق الذهب العالمية حتى يمكن اعتباره جزءاً من احتياطي الصرف الأجنبي.

والسؤال الذي يطرح في هذا الصدد هو لماذا تحتفظ البنوك المركزية بالذهب دون غيره من السلع الأخرى؟ ثم هل يعتبر الذهب مكون من مكونات احتياطي الصرف الأجنبي؟

وستتم الإجابة عن هذا السؤال من حلال سرد المطالب الأربعة التالية:

المطلب الأول: تاريخ ومكانة الذهب.

المطلب الثاني: الذهب وأنظمة النقد.

المطلب الثالث: الأزمات التي عرفها الذهب حتى إلغاء دوره النقدي.

المطلب الرابع: الجدل الاقتصادي حول اعتبار أو عدم اعتبار الذهب كعنصر احتياطي دولي.

المطلب الأول: تاريخ ومكانة الذهب في المدفوعات الدولية.

تاريخ الذهب طويل ومعقد فقد بقي رمزا للثروة والسلطة منذ أن تم اكتشافه في بداية التاريخ البشري، هذه القيمة اكتسبها من ندرته ومن ذاته، ويعد الذهب أكثر المعادن ليونة حيث يمكن سحب أونصة واحدة على شكل سلك طوله 5 أميال أو طرقها على شكل صفيحة رقيقة للغاية حتى تغطي مساحة قدرها 100 قدم مربع. كما أن إنتاجه مكلف جدا حيث أن استخراج معدل طن واحد في مناجم الذهب يمكن الحصول من خلاله على أونصة واحدة من الذهب فقط.

أما فيما يخص الكشف عن درجة نقاوته فيستخدم في العينة منه 24 إبرة ذهبية تصل نقاوة الأولى إلى 24/1 من الأخيرة، ويتم اختبار العينة بواسطة خدشها على محك للذهب ثم مقارنة الخدش الناجم عن المحك مع الخدوش الناجمة عن الإبر. وعلى الرغم من أن استخدام هذه الآلية للكشف عن نقاوة الذهب لم يعد يعمل بها إلا أن نظام النقاوة لا يزال قائماً، وبهذا فإن الذهب من عيار 24 هو ذهب نقي 100%، والذهب من عيار 18 هو عبارة عن 18 جزء ذهب و 6 أجزاء من معادن أخرى ، وتشير الدراسات إلى أن معظم الذهب الذي تم اكتشافه منذ 6000 سنة يعتقد أنه لا يزال بحوزة الإنسان إما على شكل مدخرات أو حلي فردية أو في خزائن البنوك المتعددة.

* – هو كمية الذهب التي هي بحوزة البنوك المركزية والذي يمكن استخدامه في أي لحظة لتسوية المدفوعات الدولية أو الخلل المؤقت في ميزان المدفوعات وكذلك يمكن الدخول به في السوق الدولية بيعاً بسعر محدد.

وقد تبنت بريطانيا – التي احتلت عاصمتها لندن سمعة مركز تجارة الذهب الأول في العالم منذ1671– معيار الذهب كاحتياط نقد رسمي بعد سنة 1807 بالرغم من أن هذا المعيار كان موجودا منذ 1717 لكن بشكل غير رسمي، أما دول أوروبا فبقيت تعتمد على قاعدة الفضة حتى نهاية القرن الثامن عشر أين انتقلت إلى معيار الذهب كاحتياط للنقد ، وقد حدث أول تثبيت لأسعار الذهب في لندن سنة 1919 مقابل الجنيه الإسترليني لمدة 50 سنة، ثم بدأ الدولار يحل تدريجياً كعملة لتسعير الذهب بداية من سنة 1933 في حين تم تثبيت سعر الذهب بـــ 20 دولار للأونصة، وفي سنة 1934 ارتفع سعر الذهب إلى 35 دولار للأونصة*.

فقبل الحرب العالمية الأولى كان الذهب يقدم حلاً بسيطاً وكافياً لمشكلة الاستقرار النقدي والسيولة الدولية، وخاصة في ظل التطبيق الصادق لقاعدة الذهب الدولية، وقد أدت تداعيات الحرب العالمية الأولى بالكثير من البلدان إلى تعليق المدفوعات الذهبية مما أدى إلى تراجع معيار الذهب، واضطرت البنوك المركزية إلى الاعتماد على احتياطي العملات الأجنبية كبديل عن الذهب. مما أدى في المرحلة التالية لذلك إلى فشل قاعدة الذهب كأساس للنظام الدولي، وتراجع معها الذهب و لم يعد يقوم سوى بدور مساعد في تسوية المعاملات الدولية، وتعزيز الاحتياطات الدولية، وذلك الفشل يرجع أساساً للأسباب التالية[1]:

- ضعف المعدل السنوي لنمو إنتاج الذهب وزيادة حجمه بحوالي 1.5% فقط، كما أن الجزء الكبير من تلك النسبة كان يستخدم في الأغراض الصناعية أو الاكتناز، وبذلك لم تعد تمثل أرصدة العالم من الذهب النقدي سوى مجرد نسبة محددة من جملة المدفوعات التي تنساب سنويا.
- سوء عدالة في توزيع الأرصدة الذهبية بين مختلف دول العالم، فضلاً عن مخاطر نقل الذهب بين الدول.
- عدم احترام قواعد اللعبة**، فالدول ذات الفائض في ميزان المدفوعات لم يحدث بها سوى توسع نقدي تبعاً لدخول الذهب إليها، و لم ترتفع بالتالي الأسعار الداخلية بها و لم تزداد وارداتها وتتناقص صادراتها، وبناءً عليه لم يستعيد ميزان المدفوعات توازنه بموجب تحركات الأرصدة الذهبية دولياً، والعكس لم يحدث في حالة الدول ذات العجز.

---

*– وتدعى أيضاً بالأوقية وتعادل 32.2 غرام من الذهب.

[1]– حكمت النشاشيبي، استثمار الأرصدة وتطوير الأسواق المالية، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، بيروت 1980، ص 212.

**– نقصد بها التوازن الآلي في ميزان المدفوعات.

- عدم صلاحية الذهب كوسيلة للتدخل في سوق الصرف الأجنبي، حيث تفضل الحكومات الاحتفاظ بالعملات القوية (الدولار، الإسترليني...) كرصيد معاملات يكثر التعامل به في سوق الصرف الأجنبي، بينما تحتفظ بالجزء من الاحتياطات الرسمية على شكل ذهب كمستودع للقيمة.

وهكذا نشأ التفكير في إصلاح دور الذهب وتعددت الاقتراحات وكان من أبرزها:

- مضاعفة سعر الذهب مما يزيد من حجم السيولة الدولية المتولدة عنه، ولكن عارضت الولايات المتحدة الأمريكية هذا الحل بحجة أنه يعني العودة إلى العمل بقاعدة الذهب التي ثبت فشلها والتي جرت في أذيالها هزات اقتصادية عنيفة وكساداً اقتصادياً كبيراً، بالإضافة إلى أن زيادة سعر الذهب يعني انخفاض قيمة الدولار، أما فرنسا فتؤيد ذلك الحل وهذا طبيعي بالنسبة لها حيث أنه إذا أمكن مضاعفة سعر الذهب وكذلك أمكن تحويل كل ما تملكه فرنسا من عملات أجنبية إلى ذهب لغدت فرنسا من أغنى دول العالم.
- تخفيض قيمة الذهب على عكس الحل الأول ظهر الرأي المنادي بتخفيض قيمة الذهب، وذلك حتى يقلع المكتترون عن اكتناز الذهب مما يزيد من حيازة البنوك له، وكذلك حتى تقلع البنوك المركزية عن تخصيص نسبة كبيرة منه لرصيد الإصدار.
- التخلص من دور الذهب، على عكس كافة الحلول المقدمة ظهر رأي ينادي بضرورة التخلص من دور الذهب في المعاملات النقدية الدولية، لكثرة المشاكل التي تنجم عنه.

وفي محيط الواقع الدولي، لم تحز كافة الحلول المقدمة القبول العام نظرا لاستمرار الاعتقاد في قدرة الذهب على القيام بدور لا يمكن إغفاله في تسوية المدفوعات الدولية ، ولهذا الحل الأكثر قبولا هو خلق أدوات إضافية (معاصرة) للسيولة الدولية إلى جانب الذهب الذي ما يزال أكثر الأصول الاحتياطية تمتعا بالقبول العام.

المطلب الثاني: الذهب وأنظمة النقد.

نظام النقد الدولي هو مجموعة القواعد والأعراف والقوانين والأساليب والوسائل والتسهيلات والتنظيمات التي تؤثر في المدفوعات الدولية ، والنظام الدولي يمكن أن يصنف تبعاً للطريقة التي تتحدد بموجبها أسعار الصرف.

ولا بد أن نعلم أن أنظمة النقد لا تتغير فجأة ودون سابق إنذار، فهناك عادة وقت كبير بين التفكير والتنفيذ، حيث تعاقب انهيار أنظمة نقدية وقيام أخرى مكانها لسبب أو لآخر، ومن هنا فإن انهيار النظام

النقدي الدولي في تسعينات القرن الثامن عشر قد جاء بنظام المعدنين - الذهب والفضة - في فرنسا عام 1803 - التي كانت تعتبر أقوى دولة في أوروبا آنذاك - ثم بدأ العمل بنظام المعدن الواحد - الذهب - في بريطانيا عام 1820، وعليه فقد أصبح التوجه نحو الذهب في القرن التاسع عشر واضحاً بعد فترة وجيزة من الاكتشافات الذهبية في كاليفورنيا وأستراليا، مما تسبب في طرد الفضة من التداولات النقدية في فرنسا، وهي البلد الأساسي الذي كان يعتمد على ثنائية المعدنين في التعامل، تلاها فيما بعد التخلص من الفضة كمعدن نقدي في كل من الإمبراطورية الهنغارية النمساوية والإمبراطورية الروسية في تسعينات القرن التاسع عشر.

أما على المستوى الأكاديمي فنجد في الكتاب الأول لكيتر "النقد والمال" الذي طبع في الهند عام 1910 وكان موضوعه مواصفات التعامل بالذهب ، فقد كتب فيه قوله الشهير [1]: "الذهب هو حلقة الوصل بين الماضي والحاضر والمستقبل لكي يكون بالإمكان التوصل إلى العقود والالتزامات وبقاءها ضمن أسعار فائدة تعبر عن الندرة الحقيقية لرأس المال وضغط عامل الزمن مع تقليل إمكانية حدوث خطأ بشري في التنبؤ إلى أدنى حد ممكن".

وقبل التكلم عن أنظمة النقد التي لعب فيها الذهب دوراً مميزاً سنحاول في بادئ الأمر معرفة أهم المعايير التي يحكم بها على مدى كفاءة وفعالية النظام النقدي من عدمه.

1. معايير كفاءة النظام النقدي:

هناك صعوبات عديدة تواجه الاقتصاديين وخبراء الشؤون النقدية الدولية عند الحكم على مدى كفاءة نظام النقد الدولي في فترة معينة، ومع ذلك فإن البعض يرى أن هناك عدداً من المعايير العامة التي يمكن من خلالها الحكم على مدى كفاءة النظام النقدي الدولي، وأهم هذه المعايير ما يلي[2]:

1. 1. معيار نمو التجارة الدولية: فكلما أسهم النظام النقدي الدولي في زيادة نمو التجارة الدولية، دل ذلك على كفاءة هذا النظام، وذلك من خلال رفع وزيادة مرونة التجارة الدولية، أي القدرة على إيجاد الأسواق الخارجية بأقل التكاليف وأعظم المكاسب.

1 . 2. معيار تحقيق الاستقرار في الأسعار : ويعني ذلك مدى قدرة النظام السائد على كبح جماح الهزات التضخمية والانكماشية والحد من تقلبات الأسعار.

1. 3. نظام التنسيق بين الاختلال الداخلي والاختلال الخارجي : والمقصود بذلك ضرورة أن يكون للنظام النقدي الدولي السائد مساهمته الإيجابية الملموسة في معالجة كل من الاختلال الداخلي – الدين

[1]– توماس ماير وآخرون، النقود و البنوك والاقتصاد، ترجمة السيد احمد عبد الخالق، دار المريخ، 1997، ص143.

[2]– رمزي زكي، الاحتياطيات الدولية، مرجع سابق، ص63.

العامة والتضخم- والاختلال الخارجي المتمثل في الدين الخارجي والعجز في ميزان المدفوعات، أي المساهمة في الاستقرار الداخلي والاستقرار الخارجي.

1. 4. توفير الحجم الضروري من السيولة والاحتياطات الدولية : أي يجب أن يكون للنظام النقدي المطبق القدرة على توفير السيولة بالكمية اللازمة وفي الوقت المناسب، وذلك لضمان استمرار الأنشطة الاقتصادية بأكثر انسيابية ، وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن نظام النقد الدولي له أدواته اللازمة لتحقيق معايير الكفاءة سالفة الذكر وأهم هذه الأدوات:

- قابلية تحويل العملات لبعضها البعض.
- توفير حد أدنى من التعاون الدولي.
- توفير السيولة الدولية.
- استقرار أسعار الصرف.

وعلى العموم يتحدد النظام النقدي العالمي بثلاث ميزات:

- طريقة تنظيم سوق الصرف الأجنبي.
- نوعية الأصول المستخدمة في تمويل أو تسوية الاختلالات في المدفوعات بين الدول.
- طرق تحويل العجز في المدفوعات إلى فائض فيها

2 . الذهب ونظام قاعدة الذهب:

باعتبار أن الذهب هو الموجود الاحتياطي الدولي الوحيد في ظل هذا النظام ، و يمكن تعريف قاعدة الذهب- نظام المعدن الواحد- بأنها التنظيم النقدي الذي يحدد فيه قيمة وحدة النقد عن طرق ربطها بوزن معين من الذهب، فتحقق بذلك المساواة بين قيمة وحدة النقود وقيمة هذا الوزن المعين من الذهب، والذي يكون الذهب فيه هو النقد والغطاء الرئيسي في النظام كله[1].

2. 1. أشكال نظام قاعدة الذهب:

قد عرف التاريخ ثلاثة أشكال رئيسية لقاعدة الذهب، الشكل الأول يتحقق حينما تكون العملات الذهبية هي التي تتداول فعلاً، ويكون للأفراد حرية سك وصهر الذهب، أي يكون لهم مطلق الخيار في تحويل السبائك الذهبية إلى عملات ذهبية، وتحويل العملات الذهبية إلى سبائك ويكون لهم حرية تصدير واستيراد الذهب، سواء في صورة نقدية أو في صورة سبائك ، وهذا الشكل يطلق عليه قاعدة تداول النقود الذهبية أما الشكل الثاني فيتسم بأن النقود الذهبية لا تتداول في الداخل وإنما يحل محلها نقود ورقية، يلتزم بنك الإصدار بتحويلها إلى ذهب بالسعر القانوني ويكون مستعداً لشراء كل ما يقدم إليه

[1]- زينب عوض الله، د أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصادي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2002، ص123.

من الذهب طبقاً لهذا السعر، وفي هذا الشكل يكون استخدام السبائك الذهبية قاصراً على تسوية المعاملات الخارجية. ولكن يجب أن يكون للأفراد حرية تصدير واستيراد الذهب، وقد عرف هذا الشكل باسم قاعدة الصرف بالسبائك الذهبية ، أما عن الشكل الثالث، فنجد فيه أن الذهب لا يتداول في الداخل، بل تتداول النقود الورقية الإلزامية غير القابلة للصرف ذهباً ، غير أن بنك الإصدار يشتري ويبيع الحوالات الأجنبية الذهبية بسعر معين، وهذه الحوالات الأجنبية هي التي تكون قابلة للتحويل ذهباً، وتستخدم في تسوية المعاملات الخارجية، ويجب أن تتمتع هذه الحوالات الأجنبية بحرية الاستيراد والتصدير، وهذا الشكل يعرف باسم قاعدة الصرف بالحوالات الذهبية.

وبناء على الشروط التي سادت في قاعدة الذهب، فإنه إذا حدث اختلال في ميزان المدفوعات نتيجةً لعدم التكافؤ بين الصادرات والواردات، فإن هذا الاختلال يصحح نفسه عن طريق حركات الانكماش أو التضخم التي تتسبب عن تحرك الذهب دخولاً أو خروجاً كنتيجة لهذا الاختلال.

إن النقود في ظل هذه القاعدة كانت تقيم بالذهب، فمثلا الدولار الأمريكي كان يساوي 1.672 غ من الذهب والذي كانت درجة نقائه 0,900، والجدول الموالي يلخص معدلات تبادل العملات الرئيسية في ظل قاعدة الذهب.

الجدول رقم(1. 1) : معدلات تبادل العملات الرئيسية في ظل قاعدة الذهب

البلد	الوحدة	الوزن	العيار	قيمة الأوقية من الذهب	معدل التبادل الدولار الأمريكي
الولايات المتحدة 1879	دولار	1,672	0,900	20,67	4,86
بريطانيا العظمى 1878	جنيه	7,988	0,917	107,1	0,193
فرنسا	فرنك	0,322	0,900	86,8	0,138
ألمانيا 1871	مارك	0,398	0,900	107,1	0,139
ايطاليا	ليرة	0,322	0,900	51,7	0,402
هولندا	فلورين	0,672	0,900	ـــــ	ـــــ

المصدر : توماس ماير وآخرون، النقود و البنوك والاقتصاد ، ترجمة السيد احمد عبد الخالق، دار المريخ، 1997، ص620.

وفي ظل قاعدة الذهب كان حجم الاحتياطيات الدولية يتوقف على كمية الذهب النقدي، كما كان التوازن تلقائياً بين الدول ، لأن الذهب هو وسيلة الدفع الوحيدة في تلك الفترة ، حيث استمرت قاعدة الذهب من أواخر القرن التاسع عشر حتى بداية الحرب العالمية الأولى. أي بين سنة 1875 و1914.

3. الذهب في ظل نظام بريتون وودز:

بعد تخلي مختلف الدول عن قاعدة الذهب، وبعد فوضى الإصدار النقدي التي عرفتها فترة مابين الحربين العالميتين، ظهرت الحاجة إلى تنظيم نظام النقد الدولي فانعقد مؤتمر بريتون وودز سنة 1944 ليعمل على تنظيم العلاقات النقدية الدولية، ويساهم في إتاحة أكبر قدر ممكن من السيولة للدولية، التي أصبحت تتكون بالإضافة إلى الذهب من وسائل أخرى. ومن هذا المنطلق سنناقش المكانة التي احتلها الذهب في ظل نظام بريتون وودز ودوره في السيولة الدولية في تلك الفترة.

وأثناء هذا المؤتمر قدم كيتر مشروعاً لإصلاح نظام النقد والصرف العالمي، هدف ذلك المشروع هو تسهيل سياسة التوسع النقدي الداخلي والخارجي وزيادة التبادل التجاري وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، وللوصول لتلك الأهداف اقترح كيتر إنشاء إتحاد للمقاصة الدولية هو بمثابة بنك للبنوك المركزية وسلطة نقدية فوق الدول، يقوم بخلق القوة الشرائية اللازمة للتبادل الدولي أي تدبير النقود الدولية المتلائمة مع الحجم المرتفع للنشاط الاقتصادي العالمي، وتلك العملة أطلق عليها كيتر "بانكور"، وهي بمثابة عملة تعدادية حسابية، وليست عملة ورقية، وتتحدد حصة كل دولة في هذا الاتحاد الدولي أساسا بحجم تجارتها الخارجية، وكذلك بمقدار صادراتها من الذهب، ولتفادي انعدام التوازن في القوة الشرائية يقوم الاتحاد بالضغط عل الدول الدائنة والمدينة لتعديل ميزانها، كما لا يسمح بتراكم أرصدة البانكور للبلاد الدائنة، وهكذا فمشروع كيتر يسند للذهب دورا ثانوياً، كما ينبذ الانكماش النقدي، ولا يعرض تخفيض قيمة العملات ويقرر أوتوماتيكية منح الائتمان في حالات العجز[1].

ورغم قوة بناء ذلك المشروع وسلامته، إلا أنه لم يحز بالقبول في مؤتمر بريتون وودز نظراً لمعارضة الولايات المتحدة الأمريكية، وذلك لما تضمنه من خلق عمله جديدة وهيئة فوق الدول وإضعاف لدور الدولار والذهب.

ولذلك أتى التنظيم النقدي الوارد في اتفاقية بريتون وودز 1944 في ضوء القواعد والاتجاهات العامة التي قدمتها أمريكا تحت اسم "مشروع هوايت" الذي كان يرمي فقط إلى مجرد التعاون الدولي لا إلى خلق مؤسسات وعملات عالمية جديدة وملزمة، كما كان يرمي إلى تنظيم قاعدة الذهب لا القضاء عليها.

وما زال بعض الاقتصاديين يرون في مشروع كيتر حلا نموذجيا لمشاكل النقد والصرف.

وقد سمي نظام بريتون وودز بنظام الصرف بالذهب لأنه أقر احتفاظ الدول في أرصدتها بنقد ورقي المحلي لأية دولة لا للتبديل إلى الذهب بسعر محدد. وهكذا أصبح النقد الورقي متمثل في الدولار قابل

[1]- ميثم عجام، التمويل الدولي، دار زهران، الأردن، 2006، ص236.

يحوّل مباشرة إلى ذهب إلا إذا كان تابعاً للدولار ومقوماً به. ، وقد احتفظت معظم البنوك في العالم باحتياطياتها بشكل أرصدة دولارية بدلاً من الذهب وذلك لعدة أسباب وهي :

- تعهد الولايات المتحدة بتحويل الدولارات إلى ذهب ، هذا التعهد جعل الدولار بمثابة الذهب.
- استخدام الدولار في معظم المعاملات الدولية.
- الودائع بالدولار تحصل على فوائد عكس الذهب لا يحصل على فوائد.

4. الأزمات التي عرفها الذهب حتى إلغاء دوره النقدي:

بوادر الأزمات أخذت في الظهور منذ نهاية الخمسينات. وبالتحديد في مطلع 1958 عندما خسرت الولايات المتحدة، في الفترة الممتدة من 1958 إلى 1960، خمسة مليارات دولار من أرصدتها الذهبية. إذ كان حجم هذه الأرصدة سنة 1958 حوالي 22.8 مليار دولار، وانخفضت في سنة 1960 إلى 18.8 ملياراً، وعندئذٍ بدأت الثقة بالدولار تهتز، مما أدى إلى زيادة الطلب على الذهب، فأخذ الأفراد يسارعون إلى اكتناز الذهب ،كما أخذت البنوك المركزية تطالب الولايات المتحدة الأمريكية تبديل قسم من أرصدتها بالذهب، وأخذت تسدد عجز ميزان مدفوعاتها بالدولار فقط دون استعمال الذهب ، وقد بلغت أزمة الذهب أشدّها عندما أخذت بعض البنوك المركزية تضاعف من طلبها على الذهب من الولايات المتحدة الأميركية ومن سوق لندن أيضاً.

4. 1. مجمع الذهب : فمع بداية الستينات استمر عجز ميزان المدفوعات الأمريكي وساد احتمال تخفيض قيمة الدولار الأمريكي وزادت الأرصدة الدولارية عن أرصدة الذهب في الولايات المتحدة، مما أحدث موجه عارمة في ارتفاع أسعار الذهب حتى وصل سعره إلى 41 دولار للأوقية. عام 1960 عقد في بال(سويسرا) مؤتمر ضم الدول الأوروبية الرئيسية *، وكان الهدف من انعقاده إنشاء مجمع الذهب من أجل تثبيت سعر الذهب، أي من أجل منعه من الارتفاع، والهدف الواقعي هو تثبيت سعر الدولار، ومنعه من الانخفاض مقارنة بالذهب.

إن طريقة مجمع الذهب في تثبيت أسعار الذهب، تعتمد على أن البلدان المعنية في مجمع الذهب وبوساطة بنوكها المركزية، تؤثر في عرض وطلب الذهب في سوق لندن ، فإذا ارتفع سعر الذهب في السوق المذكورة، تسارع البنوك إلى التدخل بطرحها كمية إضافية من الذهب للبيع، لإعادة السعر إلى مستوى التوازن ، وفي المقابل إذا انخفض السعر فإنها تسارع أيضاً إلى شراء كمية الذهب الفائضة فيرتفع السعر إلى مستواه الأول.

* – المتمثلة في كل من ألمانيا الغربية، وبلجيكا، وفرنسا، وإيطاليا، وهولندا، والسويد، وسويسرا، بريطانيا والولايات المتحدة الأميركية.

سار مجمع الذهب أي من تاريخ إنشائه إلى سنة 1965 سيراً حسناً، إذ استطاع أن يثبت عملياً سعر الذهب عند المستوى الرسمي 35 دولاراً للأوقية. ولكن ابتداءً من سنة 1965 وحتى انتهاء العمل به، في 17 مارس سنة 1968 تغير الوضع ، حيث هددت أرصدة البلدان الأعضاء الذهبية بالانخفاض، لذا انسحبت فرنسا منه في سنة 1967، وفي العام الموالي اندلعت أزمة الذهب، واندلاعها آل إلى اشتداد الطلب على الذهب ،فقد خسرت بلدان مجمع الذهب من أرصدتها الذهبية في غضون ستة أشهر 2.5 مليار دولار، لذا اضطرت أخيراً إلى عقد اجتماع في واشنطن في 17مارس 1968 لمناقشة هذه الأزمة ، فقد طلبت الولايات المتحدة من البنوك المركزية الأوروبية ألا تقوم بطلب تحويل ما في حوزتها من أوراق دولارية إلى ذهب إلا عند الضرورة وأن تبرر طلبها هذا، ورغم هذا الاجتماع إلا أن حركات المضاربة على العملات النقدية والذهب في دول غرب أوروبا لم تهدأ، وأدت بكثير من هذه الدول إلى تخفيض عملتها ، وقدرت كميات الذهب التي كانت تطلب للاكتناز أو المضاربة في أزمة عام 1968 بمئات الأطنان في اليوم الواحد ، وللحيلولة دون هذه الانتكاسة اضطرت الولايات المتحدة إلى سد النقص في العرض، لكي تحول دون ارتفاع سعر الذهب عن السعر الرسمي من أرصدتها الرسمية، الأمر الذي أدى إلى نقصان هذه الأرصدة إلى حد تهديدها بالذوبان ، ولذلك اضطرت الدول الأعضاء أمام هذه الأزمة إلى إلغاء مجمع الذهب في اجتماع واشنطن سنة 1968، وإلى إنشاء سوق حرة للذهب إلى جانب السوق الرسمية. وهذا يدفع بالطلبات الخاصة إلى التوجه إلى السوق الحرة، والشراء منها بالسعر الذي تحدده قوى العرض والطلب.

4. 2. السوق المزدوجة للذهب.

عقب إلغاء مجمع الذهب أعلنت الولايات المتحدة الأمريكية أنها سوف تستمر في بيع وشراء الذهب بسعر رسمي يوازي 35.20 دولار للأوقية للسلطات النقدية بشرط تعهد حكام المصارف بعدم استعمال الذهب المتوفر لتمويل السوق الخاصة أو تلبية احتياجات الأفراد، وهكذا تم التفرقة بين[1]:

- **الذهب النقدي:** وهو موجود لدى البنوك المركزية ويتم التعامل فيه بسعر 35.20 دولار للأوقية ويتسم بأن كميته محدودة.

ويعرف الذهب النقدي أنه الذهب المملوك من قبل السلطات النقدية ويخضع لسيطرتها ويعتبر أصلا من أصولها ومعلوما من احتياطاتها الأجنبية ويعامل جميع الذهب المحتفظ به من قبل المؤسسات المالية عدا البنك المركزي باعتباره سلطة أو مخزون أو سلعة ثمينة[2].

[1]- أمل عطاء عبد الكريم، دور الاحتياطي الدولي بالبنك المركزي المصري، رسالة ماجستير، جامعة عين الشمس، 1997، ص23.

[2]- دليل الحسابات القومية الصادر عن هيئة الأمم المتحدة سنة 1993.

إن الذهب الموجود خارج المصارف المركزية والذي تزداد كميته بازدياد الإنتاج ولا تخضع أسعاره لأي ضابط بل وفقا لقواعد السوق ويسمى الذهب الغير النقدي أو الذهب الصناعي أو الذهب التجاري، والذي لا يعد ضمن احتياطات الذهب النقدي.

ويقوم مجلس الذهب العالمي كل سنة بنشر تقرير حول الاحتياطيات الرسمية للذهب النقدي ، ونلاحظ في الجدول (1-2) مقدار احتياطيات الذهب لبعض الدول.

جدول رقم (1. 2): تطور النصيب النسبي لاحتياطي الذهب النقدي في إجمالي احتياطات الصرف الأجنبي خلال الفترة (مارس 2008، جوان 2008)

(نسبة مئوية)

الدول / الفترة	الولايات المتحدة الأمريكية	بريطانيا	الصين	اليابان	لبنان	الجزائر	المملكة العربية السعودية
مارس 2008	79.8%	15.5%	1.1%	2.3%	39.50%	4.3%	11.5%
جوان 2008	78.2%	14.80%	1%	2.1%	36.9%	3.7%	11.1%

المصدر: مجلس الذهب العالمي ، احتياطات الذهب الرسمية الدولية، مارس 2008، لندن، ص1و 2.

- **الذهب الصناعي**: وهو الموجود خارج حيازة البنوك المركزية وتزداد كميته بزيادة حجم الإنتاج ولا تخضع أسعاره لأي ضوابط أو قيود بل يتحدد وفقا لقوى السوق*.

وفي 1971 أعلنت الولايات المتحدة إيقاف التزامها بقبول طلبات الحكومات والبنوك المركزية الأجنبية بتحويل الأرصدة الدولارية إلى ذهب.

4. 3. النهاية الرسمية للدور النقدي للذهب.

بعد إلغاء السوق المزدوجة للذهب رسمياً في 1973 حدثت عدة تطورات بالنسبة لوضع الذهب في النظام الدولي جعلت سعره يبتعد عن السعر الرسمي مقتربا من سعر السوق ومنها:

- اتفاق وزراء مالية الجماعة الأوروبية على تسوية حساباتهم بالذهب بسعر السوق
- اتفاق أعضاء نادي باريس على استخدام المؤسسات الرسمية للذهب المقوم بسعر السوق كضمان للقروض التي تعقد فيما بينها.

* – يتكون المعروض من الذهب من ما تطرحه البنوك المركزية من الذهب المحتفظ به لديها من جهة علاوة على الشحنات التي ترد من الدولة المنتجة من جهة أخرى وقد نشر أحد الاقتصاديين السوفيت دراسة عام 1963 عن استخدامات الذهب المستخرج خلال 1946- 195 توصل فيها على أنه يوزع بنسبة 20.7 % للأغراض الصناعية 39.5 %للاكتناز 48.1% لدعم الاحتياطات الدولية.

- موافقة صندوق النقد الدولي في 1974 على تعديل تقويم حقوق السحب الخاصة على أساس مقدار معين من 16 عملة بلد بدلا من 0.888 غ ذهب.
- رفع الحضر على مواطني الولايات المتحدة الأمريكية في الاحتفاظ بحيازات خاصة من الذهب مثل مواطني بقية الدول.

وقد أدت تلك التطورات إلى انهيار الأساسيين الجوهريين الذي ارتكز عليهما الذهب حيث تم إيقاف قابلية تحويل الدولار إلى ذهب وإلغاء السعر الرسمي للذهب وتركه لقوى سوق ، وفي تلك الفترة كان هناك رأيان على الصعيد الدولي، رأي تتزعمه الولايات المتحدة الأميركية، ومن ورائها بريطانيا، وهو أن حجم الاحتياطيات الدولية غير كافٍ، ويجب العمل على زيادته لتأمين حاجة النشاط التجاري الدولي، أما الرأي الثاني فكانت تتزعمه فرنسا، ويرى أن حجم السيولة الدولية يمر في حالة فائض، الأمر الذي يسبب الاضطرابات النقدية الدولية.

وقد انتصر في الأخير الرأي الأول، الذي مفاده خلق عنصر جديد من عناصر السيولة الدولية، وهو ما يسمى بحقوق السحب الخاصة **، وخلق هذا العنصر الجديد لا يرمي فقط إلى زيادة حجم السيولة الدولية، وإنما أيضاً إلى إزاحة الذهب من الصعيد الدولي، وإحلال الدولار مكانه.

ورغم إضافة حقوق السحب الخاصة إلا أنه في سنة 1971 تعرض العالم لأزمة سيولة من جديد، وذلك نتيجة النمو السريع للمعاملات الدولية بما يفوق حجم وسائل الدفع، ففي 1971/5/15 بلغت الأرصدة الدولارية خارج الو.م.أ 40 مليار دولار، بينما كان حجم الأرصدة الذهبية المقابلة له لا يتجاوز 10.332 مليار دولار. وعليه أعلنت حكومة **نيكسون NIXON** في 1971/8/15 إيقاف تحويل الدولار إلى ذهب، مما أدى إلى انتهاء العمل بنظام الصرف بالذهب، ومنذ تلك اللحظة اختفت الأسس التي استند إليها نظام بريتون وودز ، كثبات أسعار الصرف، تجنب القيود على المدفوعات الخارجية، القابلية للتحويل، التزام الولايات المتحدة بتحويل الدولار إلى ذهب عند سعر ثابت – مما عجل بانتهاء الدور الكبير الذي كان يلعبه الذهب في السيولة الدولية، والذي تأكد نهائياً مع مؤتمر جمايكا 1976، الذي تم فيه تعديل اتفاقية بريتون وودز وفيه تقرر ما يلي:

- إلغاء السعر الرسمي للذهب، ونزع الصفة النقدية عنه، ومعاملته كأي سلعة يتحدد سعرها بناء على العرض والطلب.
- التخلص من جانب من مقادير الذهب التي توجد بحوزة الصندوق.

** – وحقوق السحب الخاصة هي تسهيلات نقدية إضافية، أي إنها عنصر مساعد لعناصر السيولة النقدية التقليدية المتمثلة آنذاك في كل من الذهب والدولار.

- تقرر أن تكون وحدات حقوق السحب الخاصة هي الأصول الاحتياطية الأساسية في نظام النقد الدولي.
- إلغاء عملية دفع الحصص بالذهب للدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي.
- يسمح للصندوق بالتصرف في 50 مليون أوقية من الذهب على أساس تحويل نصفها بالسعر الرسمي إلى حصص الدول الأعضاء.
- تودع الأرباح الناتجة عن فروقات الأسعار في حساب خاص لتقديم المساعدة للدول النامية الأعضاء في الصندوق.

إن الهدف من إلغاء دور الذهب كمكون رئيسي للسيولة الدولية، هو من أجل دعم الدور الذي تلعبه حقوق السحب الخاصة حتى تصبح الاحتياطي الرئيسي في نظام النقد الدولي، فقد انخفضت نسبة الذهب في الاحتياطات الدولية من 59% عام 1964 الى15% عام 1977، حيث قام صندوق النقد الدولي ببيع 50 مليون أوقية من موجوداته من الذهب، فقد قام حتى 1975/8/31 بتحويل 25 مليون أوقية من الذهب بالسعر الرسمي إلى الدول الأعضاء حسب حصصهم في الصندوق.

في مارس 1978 حصل الصندوق على 1.3مليار دولار من عمليات بيع الذهب بالمزاد العلني، وقام بتوزيع 363 مليون دولار على الدول النامية.

وخلال السنوات العشر (1997- 2007) الأخيرة ارتفع سعر الذهب أكثر من 165% ليبلغ 795.5 دولار للأونصة وهو أعلى سعر للذهب ولا زالت التوقعات تشير إلى مزيد من الارتفاع في الفترات اللاحقة، وفي ضوء هذا الارتفاع غير المسبوق لسعر الذهب تطرح التساؤلات التالية:

- هل هذا الارتفاع ناتج عن انخفاض قيمة الدولار ؟
- هل هذا الارتفاع ناتج عن الارتفاع في أسعار النفط؟
- هل هو مؤشر على عودة دور الذهب في مكونات الاحتياطي؟
- هل هذا الارتفاع بسبب انخفاض في أسعار الفائدة على الدولار؟
- هل هذا الارتفاع بسبب انخفاض معروض الذهب وزيادة الطلب عليه أم بفعل المضاربة؟
- هل هذا الارتفاع ناتج عن زيادة تحويل البترودولار إلى الذهب ، بحثا عن الملجأ الآمن؟

كلها أسئلة تبين التغيرات العالمية التي تحدث على مستوى نظام النقد العالمي ، مما يؤدي إلى صعوبة تحديد السلة المناسبة لمكونات الاحتياطي الصرف الدولي.

المطلب الثالث: دواعي الاحتفاظ بالذهب.

سنحاول في هذه النقطة الإجابة على السؤال الذي طرح آنفاً المتمثل في دواعي وأسباب احتفاظ البنوك المركزية بالذهب دون غيره من السلع الأخرى. ويعود احتفاظ البنوك المركزية بالذهب إلى عدة اعتبارات أهمها[1]:

1. التنويع في الاحتياطات:

لأن سعر الذهب يخضع لقانون العرض والطلب، في حين أن أسعار العملات الأجنبية والأصول الأخرى التي تتكون منها الاحتياطيات تعتمد في تحديدها على تصريحات محافظي البنوك المركزية وأصحاب القرارات السياسية والاقتصادية، ولذلك فإن أسعار الذهب تتحد د بطريقة مختلفة تماماً عن أسعار العملات التي تتأثر بأسعار الصرف فيما بينها وهذا لا يعني أنها لا تخضع لمؤشرات أخرى، فإدارة احتياطي الذهب تتطلب معرفة ما يسمى بمؤشر الذهب مقابل النفط*.

2. الأمن الاقتصادي:

لأن الذهب عادة هو في منأى عن التضخم ويحتفظ بقوته الشرائية في المدى الطويل عكس العملة التي عادة ما تفقد قوتها الشرائية.

3. الأمن المادي: قد تقوم بعض الجهات بتجميد الأصول الاحتياطية التي تم التعاقد عليها على شكل أوراق مالية مثلاً، وكثير ما تتخذ إجراءات وتدابير من هذا القبيل خصوصا بعد 11 سبتمبر 2001 بحجة تجميد الحسابات التابعة للجماعات الإرهابية، ولذلك يشكل الذهب أمن مادي مقارنة بباقي الأصول.

4. التأمين:

بحيث أن الذهب يعتبر خيار ضد مستقبل مجهول في عالم أصبحت تكثر فيه الأزمات والحروب وفرض العقوبات الاقتصادية على الدول، كما يمكن أن يستخدم كضمان للاقتراض (عملية الرهن).

5. الثقة:

خصوصاً عندما يستخدم بنسبة وافرة كأحد مقابلات الكتلة النقدية – نسبة الذهب في ميزانية البنك المركزي– مما يدعم الثقة في العملة.

[1]– مجلس الذهب العالمي، التقرير السنوي، 2008.

*– سيتم التعرض لهذا المؤشر في فصل الثاني الخاص بإدارة الاحتياطي، خصوصا عنصر الذهب.

6. مصدر الدخل:

هناك من يرى بأن الذهب من الأصول التي لا تدر دخلاً، وهذا الرأي غير صائب، إذ ثمة هناك سوق وبورصة للذهب* والإقراض بالذهب مما يساهم في توليد الأرباح مع تحمل القليل من المخاطرة.

المطلب الرابع: الجدل الاقتصادي حول اعتبار أو عدم اعتبار الذهب كعنصر احتياطي دولي.

رغم انتهاء دور الذهب النقدي رسميا كأحد ركائز نظام النقد الدولي بمقتضى اتفاق جاميكا 1976 إلا أن السلطات النقدية مازالت تحتفظ به كأصل احتياطي نقد ، بل إن من توصيات علاج مشكلة السيولة الدولية ما يوصي بالعودة إلى نظام الذهب تأكيدا لمكانته، وقد أثار ذلك جدلا ونقاشا حول مدى اعتبار أو عدم اعتبار الذهب من عناصر الاحتياطات الدولية الحالية.

1. المعارضون:

فالبعض يذهب إلى أن استمرار الذهب كعنصر للاحتياطات الدولية رغم انتهاء دوره يعد من أسس عدم الاستقرار في نظام النقد الدولي ،كما أنه يصعب اعتبار الذهب ضمن مكونات الاحتياطات الدولية أو أحد أشكالها لعدة أسباب منها:

- الاحتفاظ بالذهب لا يدر أي عائد بل ينطوي على تكلفة ربما تكون عالية.
- صعوبة تقييم الذهب بسعر ثابت بسب تقلب أسعاره .

2. المؤيدون:

وعلى الجانب الآخر يذهب البعض إلى أن نهاية دور الذهب في النظام النقدي الدولي ليست نهاية رسمية، حيث سيظل عنصراً له ثقله البالغ خارج صندوق النقد الدولي ونظامه دون أدنى شك، لذلك لا يستخدم في تسوية المدفوعات إلا كملجأ أخير لأنه يصعب تعويضه بسهولة ، كما أن الذهب كأحد عناصر الاحتياطات يتمتع بمزايا لا يتمتع بها أي عنصر آخر منها:

- ارتفاع سعر الذهب نتيجة التضخم مما يعني أنه بالرغم من أن الاحتفاظ به لا يدر أي عائد إلا أنه يحتفظ بقيمته لمواجهة آثار التضخم.
- الزيادة في حيازة الذهب لا تنطوي على أية ضغوط تضخمية لأنه مورد يخضع للندرة على عكس العملات وعلى رأسها الدولار مثلاً الذي يزيد عرضه وفقاً للمتطلبات الداخلية للولايات المتحدة الأمريكية.

*- حتى منتصف سنة 2008 يوجد 11 بورصة للذهب على المستوى العالمي .

- تقلبات الأسعار لا تقتصر على أسعار الذهب بل تمتد لتشمل باقي عناصر الاحتياطات (خاصة العملات الأجنبية) بفعل عامل المضاربة وغيره مما يعني أن تقلبات الأسعار لا تقتصر على الذهب فقط.
- أصبح الذهب سلعة ولكنه ليس كغيره من السلع فهو أداة استثمارية مفضلة.
- فقد الذهب وظائفه النقدية خاصة كونه وسيلة دفع في المبادلات الدولية، ولكنه ما زال يشكل غطاء للعملات، واستعاد بريقه بين الأصول المختلفة إذ أصبح وسيلة للحصول على سيولة في أوقات الأزمات والتضخم.
- يتجه الاهتمام حاليا نحو التداول في البورصات بالذهب وبأسهم مدعومة بالذهب، باعتبار الذهب أقدر الأصول على الصمود في التقلبات المالية الدولية، وخبراء الاستثمار يؤكدون أنه يحدث توازنا في المحافظ الاستثمارية لأنه عامل أمان.
- اتجاه البنوك المركزية إلى زيادة احتياطاتها الذهبية دليل على استعادة الذهب لمكانته المفقودة بين وسائل السيولة الدولية الأخرى.
- هناك علاقة عكسية بين سوق الذهب وسوق الأسهم والسندات، وقد أصبح الذهب بديلاً عن الدولار الذي بدأ يفقد مركزه بفعل تراجع الاقتصاد الأمريكي أمام باقي الاقتصاديات الكبرى.

رغم انتهاء دور الذهب رسمياً في نظام النقد الحالي إلا أنه سيظل عنصراً هاماً من عناصر الاحتياطات في الأجل المتوسط والطويل على الرغم من تراجع أهميته النسبية بين عناصر الاحتياطات، بل أكثر من ذلك يتوقع بعض الخبراء الماليون أن دورة الاقتصاد العالمية ربما تتبدل ويتجدد دور الذهب في النظام النقدي العالمي.

فبعد أن كان يستخدم تقليدياً لموازنة مدخرات الدول وبعض الإغراض الاستثمارية الأخرى أصبح إحدى القنوات الاستثمارية المهمة التي تلجأ إليها الصناديق الاستثمارية عندما تتعرض العملات الرئيسية أو أسعار السلع الرئيسية لهزات عنيفة كتلك التي حدثت خلال الأشهر القليلة الماضية ، وبرز الأمر جلياً خلال الفترة التي شهد فيها الدولار الأميركي تأرجحاً واضحاً مما دفع المستثمرين للتدافع لشراء كميات اكبر من الذهب، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع أسعاره.

وتكمن أهمية الذهب في انه السلعة الوحيدة القادرة على معايشة الأزمات والصمود بقوة في وقت الأزمات والحروب أكثر مما تستطيع أن تفعله الأسهم والسندات والعملات، فالكثير من العملات والشركات تنهار وتضعف قيمتها في حالة تزايد الخوف العالمي من مشكلة سياسية أو طبيعية...،

ولذلك جاء تعزيز حصة الذهب في تشكيلة الاحتياطيات الدولية كإجراء احتياطي ضد مخاطر تقلب أسعار الصرف.

ويرى المحللون أن الضغوط على أسعار المعدن الأصفر يمكن أن تتزايد في شكل دراماتيكي بسبب تعزيز حصة الذهب في تشكيلة الاحتياطات التي تحوزها البنوك المركزية كإجراء احتياطي ضد مخاطر تقلب أسعار الصرف، بل لم يستبعدوا احتمال أن تكون القفزات التي سجلتها الأسعار قد نجمت عن عمليات شراء ضخمة غير معلنة من قبل بعض هذه المصارف[1]، وصفوة القول أن الذهب عملة بلا جنسية ولغة، والكل يفهمها

المبحث الثالث: العملات الإرتكازية في تشكيل الاحتياطيات الدولية.

تعتبر العملات الأجنبية الصعبة المكون الثاني للاحتياطات الأجنبية، فإلى وقت ما كان الذهب المكون الأساسي للاحتياطات الأجنبية الدولية، لكن بعد انهيار نظام قاعدة الذهب وقيام اتفاقية بريتون وودز تزحزحت مكانة الذهب وبدأت العملات الأجنبية – وعلى رأسها الدولار الأمريكي– تحتل مكانه في تكوين الاحتياطيات الأجنبية.

والسؤال الذي يطرح في هذا الصدد هو: هل كل العملات الأجنبية تعتبر كمكون من مكونات الاحتياطيات الأجنبية؟ فإذا كانت الإجابة بلا، إذن فما هي العملات التي تدخل ضمن العملات المشكلة الاحتياطيات الأجنبية؟

ولهذا سنحاول في هذا المبحث الإجابة على الإشكال المطروح من خلال التطرق إلى المطالب التالية:

المطلب الأول: ماهية عملات الاحتياطي وأهمية التعامل بها في الأسواق.

المطلب الثاني: أهم عملات الاحتياطي.

المطلب الثالث: توزيع العملات الأجنبية ضمن مكونات الاحتياطيات الدولية

المطلب الأول: ماهية عملات الاحتياطي وأهمية التعامل بها في الأسواق.

تظهر أهمية التعامل بالعملات كنتيجة حتمية لعمليات التجارة الدولية والعلاقات بين الدول التي يترتب عليها دفع قيمة مستورداتها من السلع والخدمات والفوائد على الأصول المالية وتسديد مستحقات الديون والوفاء بمختلف الالتزامات، الأمر الذي أدى إلى خلق أسواق تبادل العملات الأجنبية وتتم

[1]– ذكاء مخلص الخالدي، الاحتياطيات الدولية تخلصت من ملايير الدولارات ... وتحولت إلى الذهب، مقال منشور بجريدة الحياة اللندنية بتاريخ: 22. 4. 2007.

معظم المدفوعات الخارجية للدول عادة بعدد محدود من العملات الأجنبية، إلا أن معظم الدول تفضل الآن الإحتفاظ بتشكيلة من العملات.

ولا تعتبر كل العملات الأجنبية من قبيل العملات المكونة للاحتياطيات الأجنبية. فالعملات التي يتم الارتكاز عليها في تكوين الاحتياطيات الدولية هي العملات الصعبة أو عملات الاحتياطي. إذن ماذا نقصد بالعملات الأجنبية الصعبة (عملات الاحتياطي)؟ وما هي أهم هذه العملات؟

1. مفهوم العملات الصعبة (عملات الاحتياطي).

سنتناول في هذه النقطة تعريف العملات الصعبة أو ما تسمى بعملات الاحتياطي، بالإضافة إلى الشروط الواجب توفرها في العملة حتى ترقي إلى مصاف العملات الصعبة.

1. 1. تعريف العملات الصعبة (عملات الاحتياطي).

يقصد بعملات الاحتياطي العملات الوطنية القوية القابلة للتحويل وشائعة الاستخدام في تسوية المدفوعات الدولية*.

ومصطلح "الصعبة " له عدة دلالات أهمها:

- من الصعب على البلد تكوين أرصدة (احتياطات) من هذه العملات على مستوى بنكها المركزي.
- الطلب الدولي عليها كبير.
- يعالج بها الخلل في التوازنات الكلية.
- تستخدم في الإقراض الخارجي وتسديد الديون.
- تستعمل لتسوية المبادلات الخارجية.
- تدخل في تركيبة حقوق السحب الخاصة.
- تتداول بحجم كبير في أسواق الصرف الأجنبي والمراكز المالية الكبرى.
- اقتصاديات بلدانها ضخمة وكبيرة الحجم ومعدلات النمو فيها مرتفعة مما يدل على ارتفاع نسبة صادراتها وهذا مؤشر على الطلب على العملة.

* تعتبر العملات الصعبة أحد أهم مكونات الاحتياطي الدولي بالنسبة لجميع الدول ماعدا الدولة التي أصدرت تلك العملة فالدولار لا يعتبر احتياطي دولي بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية وكذلك الين بالنسبة لليابان.

1. 2. الشروط الواجب توفرها في عملات الاحتياطي:

على العموم تستخدم العملات كأداة للدفع الدولي (احتياطي دولي) في حالة توفر الشروط التالية[1]:

- أن تكون العملة صادرة من دولة لها مكانتها في التجارة الدولية.
- أن تكون العملة محلاً للعرض والطلب في الأسواق المالية والنقدية الدولية.
- أن تكون أسعار صرف العملة مستقرة مقارنة بالعملات الأخرى وأن تتمتع بقدر كبير من الثبات والاستقرار.
- أن يوجد لدى الدول المصدرة للعملة جهاز مصرفي كبير وكفؤ وذو خبرة في تسوية المعاملات الدولية.
- عملة الدفع في تجارة النفط وتقييم الذهب.
- عملة التدخل للمحافظة على أسعار العملات الأخرى.

انطلاقا من التعريف الوظيفي للنقد الدولي، تؤدي النقود الدولية ثلاث وظائف رئيسية على صعيد العلاقات الاقتصادية الدولية:

- النقود الدولية كمقاييس للقيم.
- النقود الدولية كوحدة حساب.
- النقود الدولية كمخزن للقيم.

وقد قام الاقتصادي krugman بوضع مصفوفة تبين دور العملات الدولية (basis of the krugman matrix) وهو ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (1 .3): دور العملات الدولية من خلال مصفوفة krugman

الوظيفة	الاستعمال الخاص	الاستعمال الرسمي
وسيط للتبادل	• عملة تسوية المبادلات عملة قيادية في سوق الصرف	• عملة تدخل في سوق الصرف الأجنبي
مقياس للقيم	• نقد للتثبيت • عملة مؤثرة	• عملة ربط ـــ نقد مرجعي ـــ
مخزن للقيم	• التوظيفات والتمويل ـــ البنوك والأسواق المالية ـــ	• عملة احتياطي ـــ عنصر من عناصر احتياطي الصرف الأجنبي-

Source : krugman, currency caises, cambrige, u.k, 1997, p128.

[1]- جورج تافلاس " الاستخدام الدولي للدولار الأمريكي والأورو" مجلة التمويل والتنمية، جوان 1998، ص:43

يبين الجدول دور العملة الدولية من خلال الاستعمال الخاص لها والاستعمال الرسمي وسميت بمصفوفة krugman لدور العملات الدولية. وعادة ما نجد هذه العناصر التي تعتمد عليها هذه المصفوفة تتوفر في كل من الدولار الأمريكي، اليورو، الين، الجنيه الإسترليني و الفرنك السويسري.

فيجب أن يكون بلد عملة الاحتياط ذو تقدم كبير في مجال البنوك والصيرفة مع التمتع بقوانين شاملة تضمن الحماية لمستخدمي هذه العملة ومنه ضمان الانفتاح وحرية تنقل المال ، كما يجب أن يتوفر في دولة عملة الاحتياط العمق الاقتصادي الكافي لاستيعاب المبادلات المالية الضخمة ومن ذلك تسعير و بيع وشراء السلع الأولية (كالنفط و القمح) بها. هذه الشروط هي التي جعلت احتكار و هيمنة الدولار الأمريكي أمرا طبيعيا للاحتياطيات النقدية الأجنبية.

ويحدد سكانل W. M. Scannell أربعة شروط أساسية للعملة الصعبة[1]:

- أن هذه العملة يجب أن تكون عملة دولة ذات مكانة كبيرة في مجال التجارة العالمية، بحيث يمكن للدول الأخرى أن تحصل على هذه العملة من خلال علاقات التبادل التجاري العادية، كما أن ذلك يعني أن هذه العملة يجب أن تكون لها سوق عالمية يتوافر فيها عرض هذه العملة والطلب عليها.
- يجب أن تتمتع قيمة هذه العملة بقدر كبير من الثبات، أو على الأقل بقدر أكبر من الاستقرار الذي تتميز به عملات الدول الأخرى، أي أن تنفرد بميزة نسبية في المحافظة على قيمتها بالقياس إلى سائر العملات الأخرى.
- أن هذه العملة يجب أن تكون مرتكزة في بلدها الأصلي على نظام نقدي ومصرفي على درجة كبيرة من التقدم والخبرة في مؤسساته وكفاءة عالية في طرق إدارته.
- إن هذه العملة يجب ألا تخضع للندرة الدورية، وهو ما يعني أن ميزان مدفوعات البلد الذي تنتمي إليه يجب أن يتسم بصفات هيكلية أساسية حتى لا تحدث هذه الندرة، والمعنى المراد بذلك هو أنه إذا ظهر ميل في هذا الميزان لأن يحقق فائضاً في الحساب الجاري، فإن هذا الفائض يجب أن يتلاشى من خلال تدفق رأس المال للخارج للاستثمار الأجنبي، أما في الفترات التي يحدث فيها عجز في الحساب الجاري لميزان المدفوعات، فإن السلطات النقدية في تلك الدولة لا يجب عليها أن تتخذ إجراءات غير عادية انكماشية على النحو الذي يجعل عملتها نادرة في التبادل الدولي.

[1]- رمزي زكي، الاحتياطات الدولية، مرجع سابق، ص 74.

2. أسباب التعامل بالعملات الأجنبية:

2. 1. أسباب تجارية: تتضمن تسديد قيمة الصادرات والواردات وشراء الأصول المالية من أسهم أو سندات أجنبية) وبيع مصنع إلى شركة أخرى في دولة أخرى أو ملكية يتم استلامها من الخارج أو عمولة أو عمليات الخوصصة الدولية.

2. 2. أسباب متعلقة بالاستثمارات: بحيث يتم استثمار المبالغ الفائضة في الأسواق المالية بهدف رفع العائد، حيث تتحرك الاستثمارات عبر الحدود تبعاً لسعر الفائدة أو سعر صرف العملة الأجنبية الأعلى.

2. 3. أسباب متعلقة بالمضاربة والتحكيم: إذا كان المستثمرون يبحثون عن عائد مرتفع في الخارج بدون النظر إلى مخاطر التغيير في أسعار الصرف فإنهم يلج ؤون إلى المضاربة أو التحكيم، وذلك بشراء العملات الأجنبية من الأسواق الأرخص وبيعها في الأسواق الأعلى أو شراء الأصول المالية أو تحويل استثماراتهم تبعاً لسعر الفائدة الأعلى[1].

3. الأسواق الرئيسية للعملات الأجنبية:

هي الأسواق التي تنفذ من خلالها عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية، ولا يقصد بالسوق مكاناً محدد يتم التعامل به كما هو الحال في أسواق البورصة والأوراق المالية، وتلعب البنوك صانعة الأسواق دوراً رئيسياً فيها ، ونظراً لزيادة حجم التعامل بالعملات الأجنبية – نتيجة الأسباب سابقة الذكر – بالإضافة إلى التطور السريع في وسائل الاتصال فقد أصبح من السهل بيع وشراء العملات الأجنبية من أماكن متعددة في العالم، وتسوية حسابات عمليات بيع وشراء العملات المتفق عليها في أوقات قصيرة. حيث يمكن تقسيم الأسواق العملات الأجنبية في العالم إلى أربعة مجموعات رئيسية على أساس جغرافي كما يلي:

3. 1. أسواق الشرق الأقصى: تمتاز هذه المجموعة بأنها أول من يفتح أبوابه للتعامل نظرا لطلوع الشمس عليها قبل أي مجموعة أخرى ومن أهم هذه الأسواق:

- **سوق طوكيو:** نظرا لازدياد دور اليابان في التجارة الخارجية بين دول العالم.
- **سوق هونغ كونغ:** برزت أهمية هذا السوق بعدما أصبحت هونغ كونغ قاعدة صناعية ومركز مالي قريب من الصين.
- **سوق سنغافورة:** برزت أهمية هذا السوق بعد أن أصبحت سنغافورة قاعدة صناعية ومالية تخدم منطقة جنوب آسيا.

[1]– مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة 1999، ص174.

3. 2. أسواق الشرق الأوسط.

لقد ازدادت أهمية هذه الأسواق نتيجة لزيادة إيرادات هذه الدول من العملات الأجنبية بفضل عائدات النفط، وتفتح أسواقها بعد 5ساعات من بدء العمل في الشرق الأقصى، ومن أهم أسواق هذه المجموعة:

- **سوق دبي**: ولها أهمية مالية خاصة للإمارات العربية المتحدة ومنطقة الخليج العربي.
- **سوق الرياض**: تظهر أهمية هذا السوق باعتبار الرياض عاصمة المملكة العربية السعودية التي تملك أكبر مخزون نفطي في العالم ويعتبر اقتصادها أكبر اقتصاد في منطقة الخليج العربي.
- **سوق البحرين** : حيث تعتبر البحرين مركزاً ماليا للعمليات المصرفية الخارجية، تخدم هذه السوق كل من البحرين ومنطقة الخليج العربي.

3. 3. الأسواق الأوروبية:

يبدأ العمل في هذه الأسواق بعد ساعتين أو ثلاث ساعات من بدء العمل في أسواق الشرق الأوسط ومن أهم أسواق هذه المجموعة:

- **سوق لندن**: يعتبر أكبرها على الإطلاق إذ يشكل مركزاً عالمياً مهماً لجميع أسواق المال في العالم، ولهذا السوق تاريخ عريق.
- **سوق فرانكفورت**: تبرز أهمية هذا السوق انطلاقاً من كون ألمانيا من أكبر دول أوروبا التي كان لها وزن ثقيل في ظهور العملة الأوروبية الموحدة (اليورو) ويقع فيها مركز البنك المركزي الأوروبي بالإضافة إلى الدور الكبير الذي لعبه المارك الألماني سابقا في التجارة الخارجية.
- **سوق زيوريخ**: يعتبر هذا السوق مهما لما تتمتع به سويسرا من استقرار سياسي واقتصادي، وكذلك تميز قوانينها بالسرية والكتمان في التعاملات البنكية.
- **سوق باريس**: وهو من الأسواق الأوروبية المهمة نظرا لحجم الاقتصاد الفرنسي ومدى مساهمته في ظهور العملة (يورو) ومكانة الفرنك الفرنسي قبل ذلك.

3. 4. أسواق أمريكا الشمالية.

تفتح هذه الأسواق أبوابها للتعامل بعد 5ساعات من أسواق أوروبا ومن أهم أسواق هذه المجموعة ما يلي:

- **سوق نيويورك**: وهو من أهم المراكز المالية في العالم.
- **سوق شيكاغو**: باعتباره مركز مالي ويوجد فيه أكبر مجمع صناعي في الولايات المتحدة الأمريكية.
- **سوق لوس أنجلس**: باعتبار لوس أنجلس من أكبر المراكز التجارية عالميا.

- **سوق تورينتو**: وهو من أهم المراكز المالية والتجارية في كندا.

ونظرا لاختلاف التوقيت في العمل بهذه الأسواق أصبح التعامل بالعملات الأجنبية على مدار كل الساعة في اليوم بحيث تستطيع كل سوق الاستفادة من أسعار الإغلاق للأسواق الأخرى[1].

وسنحاول في المطالب القادمة من هذا المبحث عرض أهم هذه العملات وتطورها، ومكانتها في الاحتياطيات الدولية وذلك على النحو التالي:

المطلب الثاني: أهم العملات المشكلة للاحتياطيات.

1. الدولار الأمريكي:

1. 1. التعريف بالدولار الأمريكي : اعتمدت الولايات المتحدة عملة الدولار كعملة رسمية سنة 1875 ومدلول الترميز $ هو أن الحرف **S** يرمز لـــ **State** والخطيين العموديين [2] يرمزان لـــ **United** ، وقد تم عرض تفسير الرمز $ نظراً لأنه لم يعتمد حرف **D** كرمز للدولار مثل العملات الأخرى التي عادة ما تعتمد أول حرف كرمز لها، والدولار هو:

- عملة الاحتياطي الأساسية للبنوك المركزية.
- عملة الربط الأساسية في العالم.
- أكثر العملات استخدام في السوق العالمي للصرف الأجنبي .
- عملة التقييم الأساسية للسلع الدولية مثل النفط و الذهب...
- أكثر العملات غير الوطنية تفضيلاً من قبل الشركات و الأفراد.

ويعد الدولار الأمريكي أهم عملة في العالم و يتم تسعير معظم العملات بمقابل الدولار و هو الملاذ الآمن للعملة في أوقات الاضطرابات الاقتصادية و السياسية حيث أثبت قوته خصوصاً خلال فترة الصراعات الآسيوية عامي 1997 و 1998. و قد بدأ الدولار باكتساب أهميته بعد الحرب العالمية الثانية حيث تم ربط العملات الأخرى به في اتفاقية بريتون وودز (Bretton Woods Accord).

و كحقيقة ممتعة فإن المصطلح بنجيامين (Benjamin) يعود على الورقة النقدية من فئة الـــ(100) دولار و التي تحمل صورة بنجيامين فرانكلين (Benjamin Franklin) عليها،كذلك فإن مصطلح الظهر الأخضر (greenback) يستعمل أيضاً للدلالة على الأوراق النقدية الأمريكية نسبةً إلى لونها الأخضر.و قد تراجعت أهمية الدولار الأمريكي قليلاً إبان إصدار اليورو للتعامل في المنطقة الأوروبية عام

[1] - إسماعيل إبراهيم ، إدارة العملات الأجنبية، الروزانا للطباعة، 2005ص35

[2] – نلاحظ أن رموز العملات الأخرى مثل الين (¥) والجنيه الإسترليني (£) والأورو الأوروبي (€) تحتوي على خطين أفقيين واللذان يدلان على الاستقرار والتوازن في العملة.

1999. الاختصار الخاص به : USD.

1. 2. مظاهر هيمنه الدولار على الاحتياطيات الدولية (الاستخدام الدولي للدولار).

لقد استند الدولار في هيمنته، على وظيفتي التبادل والحساب، وعلى دوره في نقل المعلومات المتعلقة بالأسعار النسبية، زيادة على هذا فقد بقيت هيمنته نتيجة للتكلفة التي تترب في حالة التحول إلى عملة أخرى، كما أن سيطرته ارتكزت بشكل كبير على ما تتمتع به الولايات المتحدة الأمريكية من قوة اقتصادها وسعة وتطور أسواقها المالية. وتتجلى مظاهر هيمنة الدولار فيما يلي:

1. 2. 1. تحول الدولار إلى عمله احتياط دولي:

الفترة الأولى من تطبيق نظام بريتون وودز عرفت بأنها فترة الاستقرار النقدي طبقا لدرجة استقرار الدولار، حيث أن الظروف الاقتصادية التي عاشها العالم عقب انتهاء الحرب العالمية الثانية هيأت للدولار الأمريكي أن يتبوأ مركز العملة الدولية الأولى بعد الذهب، فقد كان الدولار دون غيره من العملات يستند إلى غطاءين كبيرين احدهما نقدي والآخر اقتصادي، تمثل الغطاء النقدي للدولار في الاحتياطي الضخم من الذهب الذي تراكم لدى الو.م.أ خاصة خلال سنوات الحرب والذي بلغ في نهايتها 75% من احتياطي الذهب الرسمي في العالم، بالإضافة إلى ضمان تحويله إلى الذهب عند سعر تبادل ثابت، أما الغطاء الاقتصادي فلقد تمثل في الطاقة الإنتاجية الهائلة للاقتصاد الأمريكي ، وبالتالي لم تكن هناك عملة أخرى تنافسه حتى الذهب، إذ أنه كان مفضلاً على الذهب ويعادله في قوته، وكانت الدول بدل الاحتفاظ بالذهب الذي لا يدر عائداً توظف أرصدتها الأجنبية في سندات الخزينة الأمريكية أو الاحتفاظ بودائع في البنوك الأمريكية.

ففي الفترة التالية للحرب العالمية الثانية، أصبحت الولايات المتحدة الأمريكية – بلا جدال – أقوى قوة اقتصادية في العالم وأصبح الدولار الأمريكي عملة الاحتياط العالمية الرئيسة، بجانب الذهب والإسترليني اللذان يقومان بأدوار مساعدة. والجدول الموالي يبين توزيع الأرصدة الدولارية المتداولة خارج الو م أ مقارنة بالأرصدة الذهبية في الفترة التي أعقبت الحرب العالمية الثانية.

جدول رقم (1 .4): الغطاء الذهبي للدولار

الوحدة: (مليار دولار)

السنة	1946	1949	1957	1960	1965
الأرصدة الذهبية في و،م،أ	20.1	24.5	22.8	18.8	14
أرصدة الدولار خارج و،م،أ	9.1	11.2	14.6	18.7	25.2

المصدر: عبد الرحمان تشوري دور نظام النقد الدولي على الخلفية التاريخية للتخلف، ص222.

نلاحظ من الجدول ، انه كانت الأرصدة الذهبية في العالم بعد ح ع 2 تغطي أرصدة الدولار في الخارج مما يعني أن التغطية الذهبية للدولار كانت 100% وحتى سنة 1960كانت أرصدة الدولار في الخارج تساوي الأرصدة الذهبية وبداية من سنة 1965 أصبحت أرصدة الدولار في الخارج اكبر من الأرصدة الذهبية مما يعني أن كمية كبيرة من الدولارات لم تعد مغطاة.

1. 2. 2. ظهور الدولار الأوروبي "أورو دولار".

في نهاية 1950 ونتيجة مساعدات مارشال لإعادة بناء أوربا تكدس الدولار في أوربا واضمحل دور الإسترليني، ومع تكدس الدولار في أوربا، كثر التعامل به وظهرت الودائع البنكية بالدولار في بنوك خارج أمريكا وأصبحت تلك الودائع محل إقراض واقتراض وفقاً للظروف المالية الخاصة بالاقتصاد الأوربي، ومع مرور الوقت وانتشار مثل تلك الودائع الدولارية البنكية خارج بنوك أمريكا أطلق عليها "الدولار الأوربي" كما سميت البنوك المتعاملة في تلك الودائع باسم "أورو بنك"، وهي عادة فروع البنوك التجارية الأمريكية الكبرى في أوربا، وأطلق على السوق المتعلقة بالطلب والعرض الخاصين بذلك النوع من الدولارات اصطلاح "أورو ماركت". تلك الظاهرة انتشرت أيضاً في خارج أوربا، حيث كثر استخدام الدولار في التعامل إلا أن الدولار الأمريكي المتعامل به في أي دولة غير أوروبية – مثلاً اليابان أو مصر – ظل يطلق عليه اصطلاح "أورو دولار".

ومع تطور وازدهار التعامل ببعض العملات الأوربية في خارج أوربا – خاصة نتيجة لازدهار السوق الأوربية المشتركة كقوة اقتصادية عالمية وانتشار المنشآت الدولية – ظهر "الفرنك الفرنسي الخارجي أو الأورو فرنس والمارك الألماني الخارجي أو الأورو مارك *، وهكذا بالنسبة لباقي العملات الأوربية الهامة، ومع ازدهار اليابان كقوة اقتصادية عرف الين الياباني نفس الشهرة. وبذلك انتشرت ظاهرة التعامل بالعملات القوية خارج حدود دولة الأصل[1].

1. 2. 3. قاعدة الدولار:

يشير تعبير قاعدة (أو معيار) الدولار إلى اعتبار هذا الأخير معيارا للقيمة، على أنه يمثل نقود العالم، و لم يكن ذلك الأمر في نية اتفاق بريتون وودز، عندما اقترحت القوة العالمية إنشاء نظام النقد الدولي لفترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، حيث تم اختيار الذهب باعتباره القاعدة النقدية.

---

* – ويطلق عليه ايضا أورو كيرنسي ، أورو موني او أورو دوفيس.

[1] غازي عبد الرزاق النقاش، التمويل الدولي الطبعة الثالثة، ، دار وائل ،الاردن.2006،ص116

ومع ذلك، فقد نظر الشركاء التجاريون لأمريكا إلى الدولار بشيء من التبجيل، وهناك وجهة نظر تقول بأنه لفترة تبلغ نحو اثنتي عشر سنة من الحرب العالمية الثانية، كان العالم – بلا غموض– يسير على قاعدة الدولار، وكانت قابلية الذهب للتحويل حادثاً عارضاً.

ومع ذلك وكما أشار Triffin[1] وآخرون أنه في نهاية عقد خمسينيات من القرن الماضي كانت قابلية تحويل الدولار إلى ذهب قضية رئيسية، وفي عام 1967 قامت عدة بنوك مركزية رئيسية بالاتفاق مع الولايات المتحدة على عدم تحويل الأرصدة الدولارية غير المرغوب فيها إلى ذهب أمريكي من أجل تخفيف الضغط على الاحتياطي الأمريكي من الذهب، والشيء المهم في هذا الخصوص هو أن الاتفاق على عدم تحويل الدولارات إلى ذهب أمريكي قد أدى إلى إلغاء الوظيفة النقدية للذهب، وعلى هذا الأساس يمكن الإشارة إلى تاريخ نشأة قاعدة الدولار على أنه يبدأ من منتصف عقد ستينات القرن العشرين.

وكان الطلب على الدولار ولا يزال مدفوعاً بالدور الذي يقوم به كعملة ناقلة للقيمة، وفي حقيقة الأمر فإن تكلفة المعاملات الخاصة مثلاً بمبادلة الدينار الجزائري بالدينار التونسي تكون أقل عندما يتم توسيط الدولار كناقل للقيمة عنها في حالة التحويل المباشر بين هاتين العملتين، ولذلك يقرر Chrystal أن استخدام الدولار في المبادلات الدولية يقلل من نفقة المعاملات. فعلى سبيل المثال، تكتفي البنوك بوجود علاقات المراسلة مع البنوك الأمريكية، ولا تحتاج إلى الاحتفاظ بمحفظة كبيرة من العملات الأجنبية.

ويتمتع الدولار أيضا بميزة إضافية على باقي العملات الأخرى، حيث يتم استخدامه كوحدة قياس للقيمة، لأن كثيراً من السلع المتداولة عالمياً يتم تسعيرها بالدولار.

1. 2. 4. الدولرة: يعرف صندوق النقد الدولي الدولرة بأنها " الأخذ بنظام الدولار، وهي حيازة المقيمين لجزء كبير من أصولهم في شكل أدوات مقومة بالدولار"[2].

وحسب "أندر بيرغ" و"إدواردو بورنزستاين" فإن الدولرة هي "الاستخدام التلقائي في بلد ما للدولار الأمريكي إلى جانب عملته المحلية في معاملاته".

والدولرة ظاهرة شائعة في البلدان النامية وبلدان التحول الاقتصادي، حيث أن نصف البلدان المنفذة لبرنامج التصحيح التي دعمها صندوق النقد الدولي خلال الفترة (1988- 1998) بلدانا تنتهج الدولرة، زيادة على ذلك فإن الكثير منها يعتبر مدولراً بدرجة كبيرة، وينظر إلى الدولرة على أنها نظام جيد يعمل

[1]– سي بول هالوود– رونالد ماكدونالد، النقود والتمويل الدولي، ترجمة محمد حسن حسني، ونيس فرح، دار المريخ، 2007، ص 536.

[2]– علة محمد، أثر الدولار على الاقتصاد الجزائري، مذكرة ماجستير.تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر. 2003.ص84

على حل مشاكل عدم الاستقرار النقدي في البلدان النامية ، وكأي نظام نقدي، فالدولرة لها فوائد وتترتب عليها تكاليف تنعكس على اقتصاد البلد المدولر[1].

أ. مزايا الدولرة: للدولرة فوائد عديدة يمكن إيجازها في ما يلي:

- يترتب عنها تكامل اقتصاد البلد الذي يتبع الدولرة، مع الاقتصاد الأمريكي في شقيه المالي والتجاري.
- تشجع عمليات الاستثمار انطلاقاً من الثقة التي تميز الدولار.
- حصول البلد الذي يتبع الدولرة على إيرادات رسوم سك العملة، إذا ما تم تقاسمها مع الولايات المتحدة الأمريكية.
- وضع حد لكل المخاطر المترتبة عن عملية تخفيض قيمة العملة والتي تتمثل أساساً في التوقف عن سداد الديون.
- الحد من التهافت على سحب الودائع من المصارف، ما لم يوجد في المراكز المالية للمصارف اختلالاً كبيراً في موازنة أرصدة العملات.
- يمكن أن تكون الدولرة بديلاً لضوابط رؤوس الأموال قابلاً للبقاء.
- تعمل على تحقيق أهداف النمو والتضخم.

ب. تكاليف الدولرة: أما تكاليف الدولرة فتتوقف على درجة دولرة الاقتصاد، وهي عموماً تشمل:

- فقدان البلد المدولر كثيراً من الفوائد إذا كان استخدام الدولار الأمريكي في سلعه وأسواقه المالية المحلية على نطاق واسع، لكن الارتباط في الجانب المالي والتجاري مع الولايات المتحدة يتميز بالضعف.
- فقدان البلد لإيرادات ضخمة جراء عملية سك العملة، إذا لم يتم الاتفاق على صيغة ما بين الولايات المتحدة وهذا البلد الأخير.
- يمكن أن تزداد مخاطر التوقف عن سداد الديون مع تخفيض قيمة العملة، نتيجة لارتفاع خدمات الديون المقومة بالدولار.

وأصبح الدولار الأمريكي عملة العالم من خلال مرحلتين أساسيتين:

المرحلة الأولى: الدولار كنقد دولي 1945- 1950

كانت أوروبا، بعد الحرب العالمية الثانية، بحاجة ماسة للتجهيزات (المعدات) الأمريكية، وذلك لإعادة تعمير اقتصادياتها، استيراد هذه التجهيزات جعل الذهب والدولار يتدفقان إلى الولايات المتحدة،

[1] - علة محمد، أثر الدولار على الاقتصاد الجزائري، ص65

مما أدى إلى ظهور فائض في ميزان مدفوعاتها ، وبذلك كان الدولار الأمريكي قد أصبح أداة التسديد للجزء الأعظم من الصفقات الدولية، و اصطلح بالتالي بوظيفته **كنقد دولي**، لكنه لم يستخدم أبداً كنقد احتياط. لأن الفائض المستمر في ميزان المدفوعات الأمريكي أدى إلى تسرب الدولار باتجاه الولايات المتحدة الأمريكي وبالتالي فان الفترة التي أعقبت مباشرة نهاية الحرب العالمية الأولى ، تميزت بندرة الدولار، من جهة وباحتفاظ البنوك المركزية بالجنيه الإسترليني كنقد احتياط أساسي، من جهة أخرى. وهكذا تميزت تلك الفترة بالبحث الدائم عن الدولار الذي أصبح الدعامة الأولى للتجارة الخارجية[1].

المرحلة الثانية : الدولار كنقد دولي وكنقد احتياط 1950- 1958

لقد شهدت السنوات (1945- 1950) مجهودات تعمير أوروبا في ظل المساعدات الأمريكية، وفي إطار اتفاقية القروض الأنجلو أمريكية وخطة مارشال، وقد نمت التجارة البينية الأوروبية من خلال شبكة لاتفاقيات التسوية الثنائية. وقد كانت القارة في لهفة شديدة للدولارات، نظراً لأن الولايات المتحدة كانت المصدر الوحيد للسلع الاستهلاكية والرأسمالية، وخلال الفترة التي امتدت من 3 أفريل 1948 وحتى 31 ديسمبر 1952، بلغ مجموع المساعدات المقدمة من الولايات المتحدة الأمريكية إلى البلدان الأوروبية حوالي 14 مليار دولار، كان قد خصص ما يقارب الـــ:20% منها لفرنسا ، إلى جانب هذه المساعدات الهامة، وافقت كل من الولايات المتحدة وصندوق النقد الدولي على تخفيض لبعض العملات الأوروبية بالنسبة للدولار، التخفيض الأكثر أهمية حصل للجنيه الإسترليني و كان بمعدل 30,2%، وهذا الحدث الجسيم أدى لاحقا إلى تخفيض 33 عملة أخرى،كان من ضمنها الفرنك الفرنسي والين الياباني، وقد أتاح هذا التخفيض نمو الصادرات للبلدان التي انخفضت قيمة عملاتها، وسمح لهذه الأخيرة، تبعاً لمستوى تطورها الاقتصادي، بإعادة تكوين احتياطاتها بالدولار والذهب ، على أثر ذلك، لم يعد الميزان التجاري الأمريكي يعرف فوائض مرتفعة، كما أن ميزان المدفوعات أصبح في عجزٍ مستمر ، وقد رُدّ هذا العجز بشكل أساسي إلى الإنفاق العسكري المتصاعد ، وإلى المساعدات والقروض العامة (الحكومة)، كما أن الثقة المتناهية بالدولار جعلت المصارف المركزية تقدم على اكتناز النقد الأمريكي المتأتي من عجز ميزان المدفوعات الأمريكي، من دون أن تقوم هذه المصارف بتحويله إلى ذهب، كما أنه في ظل قاعدة الصرف بالذهب يكون على أي بنك مركزي أن يحتفظ باحتياطي رسمي من الدولارات، وهذا الاحتياطي يتم استعماله للحفاظ على سعر صرف ثابت بين عملته والدولار ، وهكذا أصبح الدولار إلى جانب وظيفته كنقد دولي، يلعب دوره بجدارة كنقد احتياط.

[1]- سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد، النقود والتمويل الدولي، مرجع سابق، ص432

وعلى العموم يسيطر الدولار الأمريكي حالياً على ثلثي احتياطيات النقد الأجنبي في العالم و 80% من مبادلات سعر الصرف الأجنبي كما يتم دفع أكثر من 50% من صادرات العالم بالدولار، وفي الجملة يصل حجم التداول بالدولار حول العالم حوالي ثلاثة ترليونات ، وبهذا ينعكس أي تذبذب واضطراب في سعر الدولار على حجم الاحتياطيات الدولية الحقيقية وعلى أسعار السلع والخدمات، كما يؤثر على تقييم العملات الأخرى مقابل الدولار.

إن الدور الذي يلعبه الدولار كعملة دولية، وهو عامل استطاعت من خلاله أن تتوسع في الإصدار التضخمي دون أن تخشى آثاره التضخمية طالما أنها تقوم بتصدير هذا التوسع إلى مختلف دول العالم، وهذه الدول تقبل الدولارات الورقية وتعتبرها كعملة احتياط لغطائها النقدي المحلي[1].

2. العملة أورو:

نتيجة للأزمات التي عرفها النظام النقدي الدولي خصوصاً فيما يتعلق بنقص الاحتياطيات الدولية مقارنة بحجم المعاملات الدولية، ونتيجة كذلك لهيمنة الدولار على هذه المعاملات أمام كل من الذهب وباقي العملات الأخرى، سارعت الدول الأوروبية لبحث أبعاد هذه الأزمة، حيث بدأت تفكر في إنشاء نظام نقدي أوروبي مشترك، يحقق درجة عالية من الاستقرار النقدي وله القدرة على مواجهة الاضطرابات التي يمكن أن تتعرض لها أسواقها النقدية والمالية بسبب تغيرات أسعار الصرف ، رغم أن فكرة الوحدة الاقتصادية الأوربية – بما فيها نظام نقدي أوروبي – فكرة قديمة إلا أنها لم تتحقق بكامل أبعادها إلا مع مطلع القرن الحالي، وكان من أبرز مظاهر هذه الوحدة ظهور العملة الأوروبية الموحدة .

تم تقديم اليورو* في بداية عام 1999 و قد تم تصميمه ليصبح أكثر العملات أهمية في العالم و هناك حالياً 15 دولة أوروبية، تستخدم العملة المشتركة (و قد كان عدد الدول المنضمة للاتحاد الأوروبي عند تقديم اليورو 11 دولة) و يتمتع اليورو بحضور دولي قوي مدعوماً بالأنظمة الاقتصادية القوية للدول الأعضاء في صندوق النقد الأوروبي، و قد وصل اليورو حالياً إلى أعلى مستوياته على الإطلاق مقابل الدولار الأمريكي[2].

---

[1] -Source: Franck Morel " La parité Euro / US Dollar (EUR/USD)" de site web:
http://www.Zonebource.com/EUR-USD-4591/actualite-analyseconsolidation-de-l-euro-a-moyen-terme-1/7602 Vue le: 15/04/2008 .

* – الاختصار الخاص به : EUR.

[2] – أكسل بيرتوش، ساموبلس وبار ميشوار راملوجان ، اليورو الأكثر عالمية دائماً، مجلة التمويل والتنمية، مارس 2007، المجلد 44، العدد 1. ص48.

2. 1. الوقائع التاريخية لتطور العملة الأوروبية (الأورو).

مرت العملة الأوروبية الموحدة في مسيرتها التكوينية بعدة محطات تاريخية، نوجز أهمها في النقاط التالية[1]:

- **1949**: تكوين المنظمة الأوروبية للتعاون الاقتصادي.
- **1957**: إنشاء السوق الأوروبية المشتركة.
- **1971**: ظهور الحاجة إلى إصدار وحدة نقديته أوروبية بسبب أزمات الصرف.
- **1972**: إنشاء نظام الثعبان داخل النفق، حيث يتم فيه تحديد هوامش تذبذب العملات الأوروبية بالنسبة للعملات الأجنبية الأخرى خصوصاً الدولار.
- **1973**: حرية تعويم العملات.
- **1979**: تقديم مبادرة لإنشاء نظام نقدي أوروبي من قبل كل من ألمانيا وفرنسا، وقد تمت الموافقة عليه حيث تم تكوين سلة من العملات لـــ 8 دول* أطلق عليها بـــ"الايكو ECU"، ثم انضمت دول أخرى إلى هذا النظام النقدي بما فيهم بريطانيا سنة1990.
- **1992**: **اتفاقية ماستريخت**: بتوقيع 15 دولة، وتم فيها تأسيس مؤسسة النقد الأوروبية التي تحولت فيما بعد إلى البنك المركزي الأوروبي.
- **1996**: أقر زعماء الاتحاد الأوروبي شكل اليورو.
- **1998**: الإعلان عن أسماء الدول المشاركة في اليورو، والإعلان عن البنك المركزي الأوروبي واختيار أول رئيس له – من هولندا – وتحديد مقر البنك المركزي بمدينة "فرانكفورت" بألمانيا.
- **1999**: **99/1/1** إصدار اليورو وإطلاقه حسابياً وإعلان أسعار صرف ثابتة غير قابلة للتعديل لعملات الدول الأعضاء أمام اليورو، وابتداءا من 1/1/ 99 إلى غاية 2002/6/30 يتم سحب عملات الدول الاثنا عشر وإحلالها باليورو.
- **جويلية 2001**: طرح بطاقات الائتمان في الدول الإثني عشر وتم إظهار الأسعار اليورو في المحلات والمتاجر.
- **اوت2001**: تم طرح العملات المعدنية وفتح الحسابات الجديدة باليورو.
- **ديسمبر2001**: تداول النقود الورقية وتبديل العملات باليورو في البنوك.

---

[1]– قحايرية آمال، الوحدة النقدية الأوروبية الإشكاليات والآثار على الهيمنة الخارجية لدول الجنوب ، رسالة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية،جامعة الجزائر،2006. ص176.

*– الدول الثمانية هي: ألمانيا، فرنسا، بلجيكا، دانمارك، إيطاليا، ايرلندا، لكسمبورغ وهولندا.

- **مارس 2002:** وقف استخدام العملات الوطنية في المعاملات ولكن يسمح تغييرها في البنوك وفق أسعار صرف محددة.*

"الأورو" EURO يمثل اسم العملة الأوروبية الموحدة، وقد تم الاتفاق على هذه التسمية في اجتماع مدريد سنة 1995 بعد خلافات كبيرة بين ألمانيا وفرنسا حول التسمية الرسمية ، ليتدخل المجلس الأوروبي ويحسم الأمر لصالح كلمة EURO. وقد اعتمد شعار العملة الموحدة الأورو(€)، حيث يمثل E الحرف الأول لكلمة EUROPE يخترقه خطان أفقيان يرمزان إلى الاستقرار. أما بالنسبة لقيمة الأورو، فقد تم الاتفاق بتاريخ 01 يناير 1999 على أن تكون قيمة 1أورو=1 أيكو . كما ستكون كل عملات الدول منطقة الأورو مثبتة بالنسبة لل يورو بخمسة أرقام بعد الفاصلة، مثلاً قيمة الفرنك ثبتت عند 1 يورو= 6.55957 فرنك فرنسي، أما الشكل والألوان والتخطيط والمواد والرموز المكونة للعملة الموحدة فقد خضعت لمفاوضات طويلة وصعبة تم الاتفاق عليها سنة 1996 بقمة "Dublin"[1].

2. 2. العوامل المؤثرة على العملة اليورو:

2. 2 1. تدخلات البنك المركزي الأوروبي: يتدخل البنك المركزي الأوروبي لرسم سياسته النقدية بمجموعة من الأدوات النقدية وهذا من شأنه أن يؤثر على سعر صرف اليورو مقابل باقي العملات الأخرى وعلى رأسها الدولار الأمريكي.

يستخدم عددًا من الأدوات تتمثل فيما يلي:

- **عمليات السوق المفتوحة:** هي الأداة الرئيسية للعمليات النقدية في الاتحاد الأوروبي، بحيث توجه أسعار الفائدة، وتوفِّر السيولة لنظام اليورو.
- **التسهيلات الدائمة:** وهي التسهيلات التي تهدف إلى تحقيق الاستقرار الذاتي لمنطقة اليورو، وتخفيف نقص السيولة أو عدم الاستقرار في أسعار الفائدة، وتقسَّم هذه التسهيلات إلى "تسهيلات لومبارد" حيث تستطيع البنوك من خلالها الحصول على سيولة بصورة فورية، و"تسهيلات الإيداع" أين تقوم البنوك من خلالها بإيداع فوائضها في هذه الإيداعات بصورة فورية، و تلعب هذه التسهيلات دورًا قويًّا في الحد من تقلبات سعر الفائدة.

---

*- وقد تم دخول اليونان إلى المجموعة في 2001 ثم سلوفانيا في 2007 ثم قبرص و مالطا في 2008،.ليصل عدد الدول المنظمة الى منطقة اليورو إلى 15 دولة

[1]- صلاح الدين حامد، الأورو هل يتحدى الدولار الأمريكي، مجلة أوروبا والعرب، لندن، العدد 166، 1999، ص:17.

- **شروط الاحتياطي**: وهي مجموعة من الشروط تتحدد على أساسها نسبة الاحتياطي التي تحتفظ بها البنوك المركزية الأوروبية لدى البنك المركزي الأوروبي؛ وذلك بهدف صنع درجة من الاستقرار في السيولة وأسعار الفائدة.
- **نظام المدفوعات الأوروبي**: وهو نظام المدفوعات الخاص بالبنوك المركزية الأوروبية، وهو نظام مدفوعات عبر الحدود يربط أسواق النقد المحلية بصورة فورية؛ بحيث يضمن استقرار أسعار اليورو، وسعر الفائدة عليه.

والملاحظ منذ الإعلان عن ميلاد اليورو في يناير 1999 أن البنك المركزي الأوروبي استخدم بعض هذه الأدوات للحفاظ على أسعار صرف اليورو، وتدعيم الاستقرار الاقتصادي في دول الاتحاد الأوروبي، وكان أشهر الأدوات التي استخدمها البنك المركزي الأوروبي سعر الفائدة ، وذلك للتغلب على الركود الاقتصادي في منطقة اليورو، ولدعم موقف اليورو أمام العملات الأخرى في أسواق النقد وخاصة الدولار والين.

2. 2.2 . السندات الحكومية ذات العشر سنوات: تعتبر نسبة الفائدة المعطا ة على السندات الحكومية لمدة عشر سنوات محرك مهم أخر لسعر صرف الدولار مقابل اليورو، فسندات العشر سنوات الألمانية عادةً هي التي يتم اعتمادها لقياس ذلك. فمثلاً في حال أن نسبة النمو على السندات الألمانية زادت وبنفس الوقت تراجعت نسبة النمو على السندات الأمريكية فإنه – نظرياً – نتوقع زيادة في سعر صرف اليورو مقابل الدولار، والعكس صحيح. لذا يجب ملاحظة نسب النمو بالنسبة لسندات الخزينة الألمانية لمعرفة اتجاه تحرك اليورو ، وهنا نرى أن نسبة النمو في السندات لها تأثير كبير على سعر صرف الدولار مقابل اليورو كمؤثر تقني أساسي ، وهذا لا يعني أن باقي سندات الدول الأخرى عديمة التأثير، وإنما تكون قليلة التأثير مقارنة بنظيرتها الألمانية.

2. 2 .3. البيانات الاقتصادية: إن أهم البيانات الاقتصادية هي تلك الصادرة من ألمانيا لكونها أكبر قوة اقتصادية في أوروبا، كما أن البيانات الاقتصادية الصادرة عن المجموعة الأوربية ممثلة في إحصائيات بيانات الاتحاد الأوروبي لها تأثير كبير أيضا ، وأهم البيانات الاقتصادية هي عادة إجمالي الناتج المحلي، والتضخم والبطالة.

2 .2 4. عقود الاستحقاق المستقبلية لمدة 3 أشهر باليورو: ميزة هذه العقود أنها تعطي توقع قوي لسعر صرف اليورو بعد ثلاثة أشهر لكون تاريخ الاستحقاق يدعم الطلب والعرض المستقبلي على اليورو وإيداعات اليورو المستقبلية.

2.2 5. العملات الأخرى: هناك تناسب عكسي قوي جداً بالنسبة لسعر صرف اليورو مقابل الدولار، والدولار مقابل الفرنك السويسري، مما يعني وجود علاقة طردية بين العملتين – اليورو والفرنك السويسري– وسبب ذلك أن الاقتصاد السويسري يعتمد بشكل مباشر وقوي على اقتصاديات الإتحاد الأوروبي. وفي أغلب الأحيان يكون هبوط سعر صرف اليورو مقابل الدولار هو نفسه هبوط سعر صرف الفرنك السويسري مقابل الدولار، والعكس صحيح في أغلب الأحيان.

2. 6.2 العوامل السياسية: كحال جميع أسعار الصرف، فإن سعر صرف اليورو بالنسبة للدولار سريع التأثر بالأوضاع السياسية كالتخوف من الاندماجات السياسية في حكومات بعض دول الإتحاد الأوروبي، كما أن الأوضاع السياسية في روسيا ممكن أن تؤثر بشكل مباشر على سعر صرف اليورو نتيجة لوجود استثمارات كبيرة لألمانيا هناك . أي أن الأوضاع السياسية الداخلية والخارجية للإتحاد الأوروبي من شأنها أن تؤثر على سعر صرف الأورو بطريقة أو بأخرى.

2 .3. المنافسة بين الدولار واليورو:

مما لاشك فيه اليوم أن ظهور اليورو كعملة أوربية قوية ذات انتشار واسع وتحوله إلى أحد العملات الاحتياطية الأساسية في العالم، يخفي في طياته بوادر تنازع و صراع شديد بين للمصالح الأوربية والمصالح الأمريكية ،فالدور المزدوج الذي يلعبه الدولار الأمريكي كعملة وطنية أمريكية وعملة احتياطية عالمية وكعملة العملات، مكن الولايات المتحدة منذ الحرب العالمية الثانية أن تستثمر أكثر مما تدخر وتستهلك أكثر مما تنتج وجعلها لا تعرف مشكلة اسمها المديونية أو توفير العملات الصعبة ومكنها أن تكيف الاقتصاد العالمي وفق متغيرات السياسة الاقتصادية الأمريكية، وقد اعترف الأمريكيون بهذه المزايا التي يتمتعون بها على حساب العالم أجمع، في وقت مبكر ففي أوائل الستينات قال مدير الخزانة الأمريكي الأسبق (دوجلاس): (إننا نتمتع بميزة حقيقية تماماً عندما يسمح لنا بتمويل ما يلحق ميزاننا من عجز بواسطة زيادة كمية الدولارات المقتناة في الخارج فإذا لم يكن الدولار عملة احتياطية وإذا لم نكن مصرف العالم لما أمكن حدوث ذلك، إننا سنتعرض عندئذ لذات الموقف الذي تواجهه البلدان الأخرى)، وهكذا فإن أي انتقاص من دور الدولار كعملة العملات العالمية يعتبر من وجهة النظر الأمريكية اعتداءاً على المصالح الحيوية للولايات المتحدة الأمريكية[1].

في حين أن الدولار كان موجودا منذ أكثر من 200 عام، وهناك عوامل عديدة ساعدت الدولار ليكون عملة احتياطية ، منها كون اقتصاد الولايات المتحدة اقتصاداً مستقراً، وأنها أكبر منتج في العالم تمنح أكبر نسبة من القروض الدولية وتملك أكبر طاقة مالية في العالم وهناك إمكانية لتوظيف الدولار في

[1]- Jean-Marie Albertini, dollar contre euro CAES magazine n° 78 • printemps 2006, p,13

الأجل القصير، وسهولة تبادله بالعملات الأخرى. وفي المقابل فان الحجم النسبي الكبير لاقتصاد الاتحاد الأوربي ومساهمته في التجارة الدولية يسمحان لليورو بأن تكون عملة احتياطية دولية منافسة للدولار ولكن تبقى الطاقة المالية للولايات المتحدة أكبر من الطاقة المالية للاتحاد الأوربي مع أن الفجوة بينهما مرشحة للتقلص بعد أن يستكمل التكامل بين أسواق المال الأوربية، وهناك من يرى أن جزءاً مهماً من الجاذبية الدولية للدولار تعود إلى حجم وعمق وسيولة أسواق رأس المال الأمريكية، فسوق الأسهم الأمريكية أكبر مرتين من أسواق الأسهم الأوربية الموحدة .

ومن هنا يصعب على وجه اليقين تحديد حجم التحدي الذي يمثله اليورو للدولار الأمريكي ، ولكن مما لا خلاف عليه أن تدعيم اليورو بسياسة نقدية موثوقة ومعقولة سيجعلها تلعب في آخر الأمر دوراً عالمياً أكبر ومن خلال المقارنة بين حجم المستوردات الأمريكية من الإتحاد الأوربي وحجم الصادرات الأمريكية إلى الاتحاد الأوربي, نجد أن الأولى أكبر بكثير من الأخرى, هذا ما يؤدي إلى زيادة الطلب الأمريكي على اليورو مما يؤدي بدوره إلى ارتفاع سعر صرف اليورو وانخفاض حجم الكتلة النقدية لليورو كنتيجة أولية عن زيادة الطلب, بالإضافة إلى الجهود الأمريكية لسحب اليورو من أوربا ، مما يجعل انخفاض حجم الاستيراد الأمريكي وجماعتها الدولية من الاتحاد الأوربي بنسب معينة يؤدي إلى انخفاض في قيمة اليورو وفق تلك النسبة، وهذا ينعكس على جميع الدول المتعاملة باليورو وبشكل أخص تلك التي تزيد من حجم احتياطياتها باليورو ، وما ينتج بالإضافة إلى ذلك من مضاعفات اقتصادية محلية وعالمية تعيد للدولار دوره الريادي الوحيد للعالم[1] .

وتتمثل أوجه المنافسة بين الدولار و اليورو فيما يلي:

- أن ارتفاع سعر صرف اليورو بهذا الشكل الكبير الذي نشهده اليوم يؤدي بدوره إلى ارتفاع أسعار الصادرات الأوربية وبالتالي انخفاض الطلب عليها كنتيجة اقتصادية منطقية يقابلها زيادة الطلب على البدائل الأمريكية .
- ان رفع أسعار الفائدة على الدولار الأمريكي في بداية إنشاء اليورو كمحاولة لإضعاف قيمة اليورو وإعطائها دفعة من عدم الثقة مما يمكن أن يكون له انعكاس سلبي على مستقبله .
- كذالك تغذية موجة من المضاربات على اليورو وبأحجام كبيرة قد يضع البنك المركزي الأوربي في حرج للدفاع عن قيمة اليورو وبالطبع كل هذا يتم في إطار خفي ودون إعلان ذلك صراحة كسياسة متبناة أمريكياً .

[1]- pascal kauffmann " **L'EURO**" dunod, Paris, 1999, p, 96; 97.

- محاولة اجتذاب بعض الدول الأوربية عبر مغريات اقتصادية وسياسية من أجل تقسيم الاتحاد الأوربي كمقدمة أولى لإضعافه وتشكل الأزمات الاقتصادية أو الاجتماعية والتوترات في بعض البلدان الأوربية مناخاً ملائماً تتركز حوله الجهود الأمريكية، لتعميق التباينات بين دول الاتحاد الأوربي مما يجعل إمكانية اندماجها التام في هذا الاتحاد عملية صعبة .
- قيام أمريكا بتغيير سياستها نحو مراكز الاقتصاد العالمي عبر إنشاء تحالفات جديدة خاصة مع اليابان والصين وبلدان أمريكا الشمالية مثل كندا كشكل من أشكال احتواء الامتداد والتوسع الأوربي.

و قد كانت الخبرة الحديثة في التعامل مع اليورو، باعتباره أصلاً احتياطياً رسمياً، مفيدة إلى حد كبير. ففي الفترة ما بين 2000 و2005 خسر الدولار ما يزيد على 25% من قيمته في مقابل اليورو. وفي الوقت نفسه ارتفعت حصة الاحتياطيات الدولية من اليورو من 18% إلى 24%، وهبطت حصة الدولار في الاحتياطيات الدولية من 71 إلى66 بالمائة[1].

3. الجنيه الإسترليني.

3. 1. التعريف بالجنيه الإسترليني: الجنيه الإسترليني أو Pound Sterling هو عملة كل من المملكة المتحدة وإيرلندا الشمالية والاختصار الخاص به: GBP .

والاسم الحقيقي للعملة هو (Livre Sterling)، حيث أستحدث مصطلح (Sterling) سنة 1123 وأصله من الكلمة الفرنسية (les esterling) والتي تعني (les hommes de l`est)، أما مصطلح الجنيه (la guinée) هي وحدة نقدية تم سكها في الفترة (1663-1813).

وقد كان الجنيه الإسترليني هو العملة المرجعية قبل الحرب العالمية الثانية ، وهو غالباً ما يتم تداوله مقابل الدولار الأمريكي واليورو، وقد جاء لقبه "السلك" (cable) من ماكنة التلكس والتي كانت تستعمل لتداوله في بداية القرن التاسع عشر ، حيث كانت ترسل المعلومات حول تسعيرة الجنيه الإسترليني من لندن إلى نيويورك عبر ماكنة تلكس ببعض التأخير.

ويعتبر الجنيه الإسترليني العملة المفضلة جنباً إلى جنب مع الدولار الأمريكي قبل بدء التعامل باليورو ، وتحاول الحكومة البريطانية هذه الأيام تقريب أسعار الفائدة البريطانية لمستويات منطقة اليورو في محا ولة لجعل الجنيه أكثر جذباً للتجار و المستثمرين.

[1]– محمد السقا، الدولار الضعيف إلى أين، أرشيف المدونة الإلكترونية، من الموقع الإلكتروني:
http://economyofkuwait.blogspot.com/2007/12/blog-post.html تاريخ الإطلاع: 2008/02/28.

3. 2. قاعدة الذهب الكلاسيكية (الإسترليني) 1875-1914.

تترجم قاعدة الإسترليني وضع لندن كمركز مالي للعالم آنذاك، وقد كان الجنيه الإسترليني هو العملة المعترف بها للوفاء بالمدفوعات الدولية في تلك الفترة. فالأرصدة الإسترلينية التي تم الاحتفاظ بها في لندن اقتصدت في استخدام الذهب، بحيث كان يتم استخدام تسوية الشطر الكبير من التجارة العالمية عن طريق حوالات مسحوبة على بنوك بريطانية ، وقد كانت المملكة المتحدة في تلك الفترة تسيطر على العالم باعتبارها قوة سياسية واقتصادية ومالية، فقد كانت هي المصدر الرئيسي لقروض رأس المال طويل الأجل، وبذلك احتل الإسترليني – حتى الحرب العالمية الأولى – مكانة الصدارة في تسوية المدفوعات الدولية، وما كان على الدول إلا أن تحصل على الذهب الإسترليني لتسديد التزاماتها الدولية. حيث ساعد ذلك في استناد الإسترليني لقاعدة الذهب الدولية ووجود شبكة من المصارف العالمية بلندن، تمكنت من تجميع المدخرات العالمية والتحكم في الائتمان الدولي، ومكن ذلك إنجلترا نفسها من تمويل تجارتها الخارجية عن طريق إصدار الإسترليني واستخدامه في الدفع ، وخلاصة القول أن القوة الاقتصادية العالمية التي تمتعت بها انجلترا طوال القرن التاسع عشر وحتى الحرب العالمية الأولى بالإضافة إلى نظامها النقدي والمالي قد جعلوا من الجنيه الإسترليني أداة متوافرة وهامة ورئيسة في تمويل السيولة الدولية قبل الحرب العالمية الأولى، ولكن المتأمل في طبيعة ذلك الدور يدرك أنه لا يستند أساساً إلى قدرات الجهاز الإنتاجي البريطاني بقدر استناده إلى سمعة انجلترا وسيطرتها الاستعمارية آنذاك. كما أن الإسترليني لم يكن يستند إلى الذهب إلا نظرياً حيث كان الاحتياطي الذهبي لبنك انجلترا ضئيلاً بالنسبة لحجم إصدار الإسترليني. وقد ظهر ذلك بجلاء خلال الأزمات الاقتصادية. ومع الحرب العالمية الأولى برزت ظروف عدم الاستقرار الاقتصادي والنقدي في انجلترا مما دفع تلك الدولة إلى الخروج عن قاعدة الذهب، وفشلت العودة إلى تلك القاعدة مابين 1930- 1931 وانتهت نهائياً إمكانية تحويل الإسترليني إلى ذهب، وأصبحت عملة ورقية بحتة.

ثم في أعقاب الحرب العالمية الثانية تعرض الإسترليني لأزمات متعاقبة نتيجة للخسائر التي تحملتها انجلترا ونتيجة للأعباء الإضافية للحرب، مما نتج عنه هبوط الرصيد الذهبي لانجلترا وتحولها إلى دولة مقترضة. وتوالت التخفيضات الرسمية للإسترليني في الفترة الممتدة بين 1949- 1967، كل ذلك أثر في النهاية على المركز الفني للإسترليني كعملة إرتكازية وكوسيلة أساسية للدفع، وأجبره على التخلي عن مكانة الصدارة لصالح الدولار الأمريكي.

4. الين الياباني.

4. 1. التعريف بالين الياباني: هو عملة اليابان، وتعني كلمة الين لغة الدائرة (Cercle - rond)، وقد تم سك هذه العملة سنة 708 ميلادية كما تم إدخال الين بطابعه القانوني في اليابان 1870، والشيء الغريب في العملة اليابانية هو عدد الوحدات الجزئية الكبيرة التي تتكون منها الأوراق النقدية وهي : 1000، 2000، 5000، 10000.

ويحتل الين الياباني المركز الثالث على لائحة أكثر العملات تداولاً في العالم على الرغم من أن البعض يذهب إلى القول بأنه أكثر العملات تداولا ، و ما يجعله جذاباً للمستثمرين هو مستويات أسعار الفائدة في اليابان والتي تبلغ حالياً 0.5 %، إن مثل هذه التكلفة المنخفضة تتيح للتجار والمستثمرين الاستفادة مما يدعى بتجارة الحمل و هي ببساطة تجارة تعنى باقتراض عملة ذات سعر فائدة منخفض (مثل الين) واستثمارها في أدوات مالية ذات ناتج أعلى (مثل الدولار الأمريكي). و يعتبر الين ذو سيولة عالية جداً حيث يتم تداوله على مدار الساعة كما أنه حساس وسريع التأثر بسوق الأوراق المالية الياباني نيكاي (the Nikkei)، والاختصار الخاص به : JPY

4. 2. العوامل المؤثرة على الين الياباني:

4. 2. 1. تدخلات وزارة المالية: وزارة المالية اليابانية تعتبر أهم هيئة سياسية ومالية في اليابان. فهي تهتم بقيمة عملتها وتحريك اتجاهها أكثر منها من وزارات المالية في الدول الاقتصادية الأخرى مثل الولايات المتحدة والمملكة المتحدة وألمانيا، فهي عادةً ما تتخذ قرارات منفصلة عن الحكومة اليابانية. فعادةً ما يقوم الخبراء الماليين اليابانيين بوضع ملاحظاتهم بالنسبة للسوق والاقتصاد ومدى تأثير ذلك على الين، ومن خلال تلك الملاحظات المدروسة بشكل مفصل تقوم وزارة المالية بالتدخل إذا دعت الحاجة لتعزيز أو تخفيض قيمة الين مقابل العملات الأخرى.

4 .2. 2. بنك اليابان: في عام 1998 رفعت وزارة المالية قراراً جديداً ينص على استقلالية عمل بنك اليابان المركزي بشكل كامل، فكان بالتالي توجه بنك اليابان للعمليات التنظيمية والمصرفية الداخلية بشكل عام وإبقاء وزارة المالية الجهة الوحيدة المخولة بتنظيم سعر صرف الين.

4. 2. 3. سندات الحكومة اليابانية: عادةً ما يقوم بنك اليابان المركزي بشراء سندات لمدة عشر سنوات وعشرين سنة لحقن السوق المالية اليابانية بنقد أكثر وذلك لدعم السيولة المالية فيه. فنسبة النمو في تلك السندات عادةً ما تبين قيمة نسبة الفائدة المستقبلية، فالفرق بين نسبة نمو السندات اليابانية والأمريكية – خصوصاً سندات العشر سنوات – يمكنه أن يؤثر على قيمة صرف الين مقابل الدولار

بشكل كبير. فالنمو في قيمة السند الياباني(انخفاض سعره السوقي) من شأنه أن يؤثر وبشكل مباشر في تقوية الين مقابل الدولار.

4. 2. 4. وكالة سياسة الاقتصاد والمالية: تم إنشاءها سنة 2001. فهذه الوكالة الحكومية مسؤولة عن وضع الخطة الاقتصادية لبرامج التخطيط والتنسيق الخاص بالسياسات الاقتصادية، والتجارة الخارجية وسعر صرف الين مقابل العملات الأخرى.

4. 2. 5. وزارة التجارة والصناعة الخارجية: هذه الوزارة تركز على دعم الصناعة اليابانية ووضع صورة متكاملة توضح حجم المنافسة العالمية بالنسبة للشركات اليابانية. ولكن قوة هذه الوزارة بالنسبة لسوق تداول العملات أصبحت ضعيفة على عكس ما كانت عليه خلال الثمانينات وبداية عقد التسعينات عندما كانت صورة الاقتصاد الياباني والأمريكي المحركين الرئيسين لسوق التداول في تلك الفترة.

4. 2. 6. نيكاي – 225: مؤشر سوق الأسهم اليابانية. عندما يكون هناك انخفاض في قيمة صرف الين يكون هناك ارتفاع لنقاط المؤشر نتيجة لارتفاع مبيعات شركات التصدير. فالعلاقة بين المؤشر وسعر صرف الين أحياناً ما تكون عكسية، بينما المستثمرين الخارجيين يرغبون في تقوية الين بعد ذلك نتيجة لشرائهم أسهم بالين الياباني رغبة منهم في تصفية تلك الأسهم بأسعار مرتفعة.

4. 2. 7. تأثير التداول التبادلي: بطبيعة الحال فإن سعر صرف الين مقابل الدولار أحياناً يتأثر بسعر صرف الين مقابل العملات الأخرى أو سعر صرف الدولار مقابل عملات أخرى غير الين.

وللتوضيح، عندما يقوى الدولار على حساب الين في بعض الأحيان فإن ذلك نتيجة لضعف الين مقابل عملة أخرى – اليورو مثلاً – وليس قوة في الدولار أساساً. وعادة ما نرى هذه الصورة عندما يكون هناك تبادل نقدي أو تجاري بين اليابان ومنطقة اليورو.

بالإضافة إلى ذلك نرى أن بعض البيانات الخاصة باليابان تؤثر على الدولار بشكل أكبر منها على الين نتيجة لارتباط تلك البيانات بالولايات المتحدة بشكل مباشر، فيضعف الدولار مقابل الين بينما يبقى الين محافظاً على سعره مقابل اليورو مثلاً.

4. 3. آثار نجاح الأورو على الين الياباني : سوف يؤدي نجاح الأورو في جذب الودائع ورؤوس الأموال إلى التأثير على مراكز الين في الأسواق العالمية، حيث سيتم تحويل الكثير من الودائع من العملة اليابانية الين إلى العملة الأوروبية اليورو، كما سيتراجع طلب دول العالم على الين كعملة للاحتياطيات الدولية، في مقابل ذلك من المتوقع أن تزداد احتياطيات اليابان من الأورو بعدما كانت لا تحتفظ اليابان باحتياطي من العملات الأوروبية.

5. الفرنك السويسري*:

يمثل الفرنك السويسري قوة و جودة الاقتصاد و التمويل السويسري. و على الرغم من صغر حجم اقتصاد سويسرا نسبياً إلا أن لعملتها تأثيراً هائلاً على الأسواق العالمية. و لا يتبع الفرنك السويسري لصندوق النقد الأوروبي ولا لمجموعة الدول الصناعية السبع ، و على الرغم من ذلك و بما أن سويسرا تربطها علاقات قوية مع ألمانيا و المنطقة الأوروبية فإنها تماثل أنماط اليورو. و يعتبر الفرنك السويسري عملة مستقرة جداً لكن ينقصه السيولة التي يتمتع بها اليورو و لهذا السبب يعزى الخوف من تقلب الفرنك مقارنة باليورو عند زيادة الطلب على الفرنك السويسري .

أما في أوقات الحيرة (خاصة في الشرق الأوسط) فإن الفرنك السويسري مفضل على اليورو حيث تكون أسعار الفائدة منخفضة نسبياً في سويسرا الأمر الذي يجذب المستثمرين للحصول على أرصدة بالفرنك.

وعلى العموم تشكل العملات الخمسة التي تم تقديمها "العملات الرئيسية" حيث يتم إجراء معظم المعاملات التجارية حول العالم بإحدى هذه العملات ، وبما أن معظم العملات في العالم يتم تداولها مقابل هذه العملات فإن المحللين الأساسيين يركزون على الأنظمة الاقتصادية الرئيسية في العالم ، ولهذا السبب فإن معلومات الاقتصاد الكلي التي تنشر في الولايات المتحدة الأمريكية و المنطقة الأوروبية وسويسرا والمملكة المتحدة واليابان هي أكثر البيانات التي يتتبعها المستثمرون من جميع أنحاء العالم .

المطلب الثالث: توزيع العملات الأجنبية ضمن مكونات الاحتياطيات الدولية.

تطور مفهوم عملة الاحتياطي مع تطور نظام النقد الدولي، ففي ظل قاعدة الذهب كانت جميع العملات قابلة للتحويل بحرية مع الذهب ببعضها البعض، وفي ظل قاعدة الصرف بالذهب كان الجنيه الإسترليني هو عملة الاحتياط الدولية الأولى من خلال الصرف بالإسترليني[1].

*- الاختصار الخاص به : CHF

[1]- إسماعيل إبراهيم ، إدارة العملات الأجنبية، مرجع سابق، ص 17.

وأظهرت تجربة الكساد الكبير (1929- 1934) مفاهيم جديدة لعملة الاحتياطي منها مفهوم الاحتياطات النقدية حيث تم تقسيم العالم إلى مناطق نقدية منها منطقة الإسترليني ومنطقة الفرنك الفرنسي ومنطقة الدولار الأمريكي، وبالتالي تحددت عملات الاحتياطي الدولي في ظل ثبات سعر الصرف بين عملات كل منطقة والعملة الرئيسية التي تشكل احتياطاتها من أوراق نقدية مقومة بها، وعقب انتهاء الحرب العالمية الثانية بدأت هيمنة الدولار على الاحتياطات الدولية خصوصاً بعد مساعدة الولايات المتحدة الأمريكية لدول أوروبا في إطار مشروع مارشال ، وتزايد قوى الإنتاج لديها – وبقي ذلك الوضع إلى يومنا هذا– مما أدى إلى تهافت الدول على الاحتفاظ بالدولار كعملة احتياط دولية، لكن وبعد دخول العملة الأوربية الجديدة الممثلة في عملة الأورو بدأ الدولار يفقد تلك المكانة نوعاً ما، إلا أنه مازال يحافظ على الريادة وبفارق كبير بينه وبين باقي العملات.

ويجب أن ننوه بأن أرصدة العالم من العملات الإرتكازية تمثل اليوم المصدر الأول لزيادة الاحتياط يلات السائلة، ولكن المشكل في ذلك المصدر هو أن زيادة أرصدة الدول من عملة إرتكازية معينة بما لا يتناسب مع قدرة الدولة صاحبة تلك العملة قد يؤدي إلى إضعاف الثقة في تلك العملة واتساع المطالبة بتحويلها إلى ذهب أو عملات أخرى، وأيضاً كل ارتباك أو ضعف في العملة الإرتكازية – سواء نتيجة ضعف الصرح الاقتصادي للدولة صاحبة العملة أو المضاربة أو تداخل الاعتبارات السياسية مع الاعتبارات الاقتصادية – سوف يجر في أذياله ارتباك عملات أخرى وينشر الأزمات، ولهذا فلكل عملة ارتكازية فترة ازدهار، ثم يخبو نجمها خاصة حين تضعف القوة الاقتصادية للدولة صاحبة العملة أو يقل الطلب عليها بالقياس إلى العرض المتاح منه.

والجدول الموالي، يبين لنا نسبة توزيع العملات في تكوين الاحتياطيات الدولية للفترة الممتدة بين 1995 و2007.

الجدول رقم (1. 5) : توزيع العملات الأجنبية ضمن الاحتياطات الدولية في الفترة (1995 و2007)

الوحدة: (نسبة مئوية)

السنوات / العملة	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
الدولار الأمريكي	59	62.1	65.2	69.3	70.9	70.5	70.7	66.5	65.8	65.9	66.4	65.7	64.6
الأورو الأوروبي	--	--	--	--	17.9	18.8	19.8	24.2	25.3	24.9	24.3	25.2	25.8
المارك الألماني	15.8	14.7	14.5	13.8	--	--	--	--	--	--	--	--	--
الباوند الإسترليني	2.1	2.7	2.6	2.7	2.9	2.8	2.7	2.9	2.6	3.3	3.6	4.2	4.2
الين الياباني	6.8	6.7	5.8	6.2	6.4	6.3	5.2	4.5	4.1	3.9	3.7	3.2	2.8
الفرنك الفرنسي	2.4	1.8	1.4	1.6	--	--	--	--	--	--	--	--	--
الفرنك السويسري	0.3	0.2	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1
عملات أخرى	13.6	11.7	10.2	6.1	1.6	1.4	1.2	1.4	1.9	1.8	1.9	1.5	2

المصدر: إحصائيات صندوق النقد الدولي 1995 و إحصائيات البنك المركزي الأوروبي 1999ـــ2007

من خلال الجدول نلاحظ مايلي:

- **الدولار الأمريكي** يشكل أهم نسبة في إجمالي العملات ضمن الاحتياطات الدولية خصوصاً في السنوات الثلاثة (1999، 2000، 2001) حيث وصلت نسبته في تشكيله الاحتياطات ما يقارب 71% ثم بدأت هذه النسبة تتناقص بعدما ظهرت العملة الأورو سنة 1999 حتى وصلت إلى 64.6%.

- بدأت **العملة الأورو** بداية موفقة عند ظهورها بحيث شكلت ما نسبته 17% ثم ارتفعت هذه النسبة إلى أن وصلت إلى ما يقارب 26% من إجمالي الاحتياطات الدولية وهي بذلك تأتي في المرتبة الثانية بعد الدولار ومن وجهة نظرنا فإن نسبة العملة الأورو ضمن الاحتياطات سوف تزداد نظرا لانخفاض قيمة الدولار وبالتالي سوف تلجأ معظم الدول إلى الرفع من نسبة العملة الأورو في تشكيلة احتياطاتها خوفا من تآكلها إذا بقيت بالدولار الأمريكي.
- قبل ظهور العملة الأورو (1995 ــ 1998) كان **المارك الألماني** يمثل نسبة هامة ضمن العملات المشكلة للاحتياطات الدولية خصوصاً الأوروبية . وهذه النسبة في نظرنا هي التي استمدت منها العملة الأورو قوتها، ففي سنة 1998 كان يمثل المارك الألماني ما يقارب 14% من إجمالي العملات الأجنبية التي تتكون منها الاحتياطات الدولية، وبعد ذلك بسنة فقط ظهرت العملة الأورو لتستولي على ما يقارب 18% من إجمالي العملات الأجنبية التي تتكون منها الاحتياطات العالمية أيضا.
- فيما يخص **الين الياباني** نلاحظ أن نسبة مشاركته ضمن العملات الأجنبية المكونة للاحتياطات بدأت تتناقص خصوصا في السنوات الأخيرة لتصل إلى 2.8% سنة 2007 بعدما كانت 6.3% سنة 2000.
- **للجنيه الإسترليني** نسبة قليلة ضمن تشكيلة العملات وتكاد تكون ثابتة والانحرافات بينها قليلة، ولكن ازدادت هذه النسبة في السنوات الأخيرة لتستقر في حدود 4.2% سنة 2007.
- يشكل **الفرنك السويسري** نسبة ضئيلة مقارنة بالعملات الأجنبية الأخرى ، وكادت هذه النسبة أن تنعدم سنة 2005 في نظرنا مع انخفاض قيمة الدولار في الفترة الأخيرة ارتفعت نسبة الجنيه في تشكيلة العملات الأجنبية نظراً لسياسة التنويع التي تنتهجها الدول لتشكيل احتياطاتها.

من الملاحظات السابقة يمكن ترتيب العملات الأجنبية التي تدخل ضمن الاحتياطات الدولية كما يلي:

- الدولار الأمريكي.
- الأورو الأوروبي.
- الجنيه الإسترليني.
- الين الياباني.
- الفرنك السويسري.

وقد أظهرت بيانات صندوق النقد الدولي من خلال تقرير الربع الأول من 2007 ارتفاع حيازة البنوك المركزية في العالم من الدولار بنسبة أربعة في المائة إلى مستوى قياسي يبلغ 2.24 تريليون دولار،

لكن حصة العملة الأميركية من مجمل الاحتياطيات نزلت إلى أدنى مستوياتها، خلال ما لا يقل عن عشر سنوات.

وتراجعت حصة الدولار من الاحتياطيات العالمية المعروف هيكلها والبالغة 3.5 تريليون دولار إلى 64.2 في المائة من 64.6 في المائة في الربع الأول من العام الماضي، بينما ارتفعت حصة اليورو إلى أعلى مستوياتها وبلغت 911.2 مليار دولار، مسجلة 26.1 في المائة من 25.9 في المائة. في حين بلغت قيمة الاحتياطات بالجنيه الاسترليني نحو 157 مليار دولار، وحوالي 109 مليارات دولار بالين الياباني. وصعد مجمل الاحتياطيات العالمية في الربع الأول من العام 2007 بنسبة 5.2 في المائة إلى 5.3 تريليون دولار، مع استمرار البنوك المركزية في الصين وغيرها من الاقتصادات الصاعدة في مراكمة العملات الأجنبية بفضل فوائض تجارية سخية وبغية التدخل لمنع عملاتها من الارتفاع ، واظهر التقرير[1] أن نحو 3.88 تريليون دولار من إجمالي الاحتياطات العالمية موجود في الدول النامية أو الاقتصادات الناشئة، بينما وصل حجمها في الدول الصناعية المتقدمة إلى 1.42 تريليون دولار.

و يشار هنا إلى أن الصين تملك اكبر احتياطيات من العملة الأجنبية والذهب في العالم بقيمة تتجاوز 1.2 تريليون دولار.

[1] تقرير صندوق النقد الدولي . الربع الاول من 2007.

المبحث الرابع: شريحة الاحتياطي وحقوق السحب الخاصة.

كان من ضمن الأهداف الأساسية للتعاون النقدي الدولي، المتمثل في إنشاء صندوق النقد الدولي عام 1944، التغلب على مشكلة السيولة الدولية من خلال توفير مالا دوليا مشتركا من الذهب والعملات المختلفة، يمكن من خلاله مد الدول الأعضاء في الصندوق بالسيولة اللازمة لمواجهة اي اختلال مؤقت قد يطرأ على موازين مدفوعاتها .

فالذهب لم يقم إلا بدور ثانوي في تعزيز السيولة الدولية، خاصة في السنوات الأخيرة، و ذلك بسبب البطء في إنتاجه، و زيادة ظاهرة الاكتناز، و تزايد الاستعمالات الصناعية و التجارية، الأمر الذي لم يبق منه إلا نسبة ضئيلة لأغراض السيولة النقدي .

أما بالنسبة للعملات الأجنبية القابلة للتحويل، أو ما يسمى بالعملات الارتكازية، فلا تدخل في مجالات الاحتياطيات الدولية، إلا إذا قامت الدولة صاحبة العملة بتغطية عجز في ميزان مدفوعاتها بعملتها، و منذ نهاية الحرب العالمية الثانية وحتى الآن، كان العجز في موازين مدفوعات بعض الدول، وأمريكا بصورة خاصة، هو المصدر الرئيس للسيولة الدولية، إلا أن لاضطراد في هذا المصدر، من مصادر السيولة الدولية، حدودا يؤدي تجاوزها إلى فقدان الثقة بهذه العملات، و يؤدي إلى إحجام الدول الأخرى عن قبولها، بالإضافة لذلك، فان خلق مثل هذه الاحتياطيات الدولية و إلغاءها يتم عادة تبعا لمصلحة الدول صاحبة العملة دون اعتبار للأوضاع الدولية

و للأسباب السابقة، فانه لا يمكن الاعتماد على الذهب كمصدر للسيولة الدولية، لعدم إمكانية السيطرة على إنتاجه و بيعه من قبل السلطات النقدية في الدول المختلفة . كما أن قبول عملات الدول الأخرى، كاحتياطيات، قد أصبح غير مرغوب فيه بسبب الاضطرابات السائدة في أسواق الصرف الدولية. لذا تعددت المقترحات الهادفة الى إصلاح نظام النقد الدولي بشكل يكفل تزويد الاقتصاد العالمي بالمستوى الملائم من السيولة، مع ضمان تزايدها بما يتناسب و تزايد الحاجة إليها، و ضمان توزيع عادل للزيادة التي ستتحقق فيها، فكان ثمرتها ان أنشأ صندوق النقد الدولي حقوق السحب الخاصة زيادة على الشريحة الاحتياطية لتوفير السيولة الدولية وتنويعها، وذلك بعد أزمة نقص السيولة التي عرفها الاقتصاد العالمي في سنوات الخمسينيات و الستينيات من القرن الماضي، حيث يعتبران هذان العنصران أحد وسائل الدفع الدولية المستحدثة. ومن هذا المنطلق سنحاول في هذا المبحث عرض عام لكل من شريحة الاحتياطي وحقوق السحب الخاصة، مع محاولة الإجابة على الإشكالية المتعلقة بالجدل القائم بين الاقتصاديين بخصوص هذه المدفوعات ما إذا كانت تدخل ضمن احتياطي الصرف الأجنبي للبلد أم لا ؟

المطلب الأول: شريحة الاحتياطي او الشريحة الذهبية

1. التعريف بشريحة الاحتياطي:

شريحة الاحتياط تعرف بأنها قيام الدولة العضو بشراء عملة من صندوق النقد الدولي دون أن يؤدي ذلك إلى زيادة ما في حوزة الصندوق من عملة الدولة العضو إلى ما يجاوز مستوى حصته في الصندوق، ويتم الاكتتاب في الشريحة الاحتياطية بعملات مقبولة من الصندوق أو بحقوق السحب الخاصة. ففي حدود الشريحة الذهبية (Gold Trache)، وهي الاقتراض الأول للعضو، يستطيع هذا العضو أن يطمئن الى إجابة طلبه.

وبموجب التعديل الثاني لاتفاقية الصندوق استبعدت حيازات الصندوق من عملة الدولة العضو والتي تتم في سياق المعاملات، أما الهدف من هذه الاستبعادات هو السماح للدولة العضو أن تجري عمليات الشراء في ظل هذه السياسات دون أن تستنفذ شريحتها الاحتياطية ، ولذلك فان كل من الصندوق والدول الأعضاء يعتبرون أن هذه الشريحة بمثابة أصل احتياطي قد ترغب الدولة في الحفاظ عليه إلى أن يحين الوقت الذي نحتاج فيه لتعبئة أصل احتياطي دون أي تأخير.

وواضح إذن أن حدود السحب تتوقف على حجم حصة الدولة العضو بالصندوق، كما أنه من المعلوم أيضا، أن استخدام موارد السحب في حالة يجب أن يستخدم فقط في تسوية عدم التوازن المؤقت في ميزان المدفوعات، إذ لا يجوز استخدام موارد الصندوق للسحب منها لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل أو لتمويل الحركات المستمرة الواسعة النطاق لرؤوس الأموال، أو لمواجهة الاختلالات الأساسية في ميزان المدفوعات، أو في دفع ديون البلد.

وعلى أية حال فإنه نظراً للانخفاض الواضح لحجم حصص الدول النامية في رأسمال الصندوق، فإن قيمة ما تستطيع أن تسحبه من موارد على شريحة الاحتياط، مازالت متواضعة جداً لو قورنت بأحجام العجز في موازين مدفوعاتها، صحيح هناك إمكانات أخرى للسحب من موارد الصندوق، وهي إمكانات متعددة، مثل تسهيلات التمويل التعويضي، والسحب من صندوق الائتمان، والتسهيلات الموسعة للصندوق، وتمويل التكييف الهيكلي... ، لكن هذه التسهيلات كما هو معلوم مشروطة بشروط قاسية، ولا يجوز من ثم اعتبارها ضمن مكونات الاحتياطات السائلة للبلد، فقد بلغ النصيب النسبي للموقف لدى صندوق النقد الدولي من جملة مكونات الاحتياطات الدولية لمجموعة البلاد النامية (بدون الذهب) حوالي 8.4% في عام 1985، وانخفض إلى 1.5% في مارس 1992، وتوضح لنا هذه النسب مدى ضآلة هذا المكون الاحتياطي في حالة البلاد النامية.

2. الجدل الاقتصادي حول اعتبار شريحة الاحتياط عنصر احتياطي.

2. 1. المعارضون: يعتبر بعض الاقتصاديين أن شريحة الاحتياط تعد قرضاً وليست ضمن عناصر الاحتياطيات الدولية نظراً للقيود المفروضة على استخدامها ومنها[1]:

- لا يجوز استخدامها لمواجهة اختلال أساسي في ميزان المدفوعات وقصور دورها على معالجتها الاختلال المؤقت.
- يتم السحب بناء على نسبة محددة من حجم حصة العضو (25%) وبما لا يتجاوز ما بحوزة الصندوق من متراكم عملة العضو وعن 200% من قيمة حصته.
- تسحب الدولة الشريحة الذهبية عن طريق شراءها من صندوق النقد الدولي وبعملاتها الوطنية ويدفع عنها فائدة أو عمولة تتراوح بين 0.5% و1.5%، بالإضافة إلى نسبة أخرى تتوقف على مقدار المبلغ وأجل رده وتتراوح بين 3% و5% سنوياً.

2. 2. المؤيدون: إلا أن هذا القول مردود عليه من حيث أن:

- تلك الشروط المحددة لاستخدام الشريحة الذهبية لا تعد قيوداً على استخدام العضو لحجم الشريحة المخصصة له بل تعد ضوابط تحكم عملية إنشاء السيولة وتنظيم السحب منها.
- أي عنصر من عناصر الاحتياطيات النقدية الدولية ينطوي على تكلفة عائد أيضاً، ونسبة الفائدة على شريحة الاحتياط تتراوح بين 0.5% و1.5% تعد تكلفة ضئيلة للاحتفاظ بأصل احتياطي لمواجهة الظروف الطارئة، مما يعني أن الضوابط الموضوعة لاستخدام شريحة الاحتياط لا تنفى عنها صفة الأصل الاحتياطي.

3. نسبة مساهمة شريحة الاحتياط في إجمالي الاحتياطات الدولية.

يوضح الجدول الموالي نسبة مساهمة شريحة الاحتياط في إجمالي الاحتياطات الدولية وذلك لعدد من السنوات خلال العقود الثلاثة الأخيرة للقرن الماضي

[1]- أمل عطاء زكي عبد الكريم، دور الاحتياطي الدولي بالبنك المركزي المصري، مرجع سابق ص 24.

جدول رقم (1 .6): نصيب شريحة الاحتياط في إجمالي الاحتياطات الدولية:

(نسبة مئوية)

السنة	1972	1981	1991	1992
إجمالي العالم	4.2	5.8	3.6	4.6
الدول الصناعية	4.6	6.3	5.4	6.9
الدول النامية	3	5.1	1.12	1.14

المصدر: أمل عطاء عبد الكريم، دور الاحتياطي الدولي بالبنك المركزي المصري، رسالة ماجستير، جامعة عين الشمس، 1997، ص31.

من خلال الجدول نلاحظ ضآلة مساهمة شريحة الاحتياط في حجم الاحتياطات الدولية، حيث لم تزد مساهمتها عن 5.8% عام 1981، ويرجع ذلك إلى سيطرة العملات الأجنبية على سلة الاحتياطات بصفة عامة. علاوة على أن حجم شريحة الاحتياط يتوقف على حصة العضو، وحصة العضو لا يتم زيادتها إلا كل خمس سنوات بموافقة 85% من الدول الأعضاء التي يعادل نصيبها 75% من الحجم الإجمالي لحصص الصندوق. مما يجعل حصة العضو تتسم بالضآلة خاصة بالنسبة للدول النامية التي هي في حاجة لمزيد من السيولة لصالح الدول المتقدمة مما ساعد على هامشية دور شريحة الاحتياط.

وقد تقدمت لجنة العشرين إلى صندوق النقد الدولي بطلب تغيير معادلة بريتن وودز التي تربط بين الدخل القومي باصطلاحهم وغيره من المتغيرات لكل قطر وحجم حصته، لكي تحصل الدول النامية على حجم أكبر من شريحة الاحتياط يتناسب مع حاجتها، إلا أن صندوق النقد الدولي رفض هذا الطلب.

وعلى الرغم من ضآلة مساهمة شريحة الاحتياط في إجمالي الاحتياطات إلا أن صافي مركز الدول الصناعية أعلى من الدول النامية نظراً لأنه يتناسب مع حجم حصة كل منهما حيث:

- نصيب الدول الصناعية في تذبذب فقد زاد من 4.6% عام 1972 إلى 6.3% عام 1981 ثم انخفض إلى 5.4% عام 1991 وعاود الارتفاع إلى 6.9 % عام 1992.
- نصيب الدول النامية في تناقص حيث انخفض من 5،1% عام 1981 إلى 1.12% عام 1991 ويرجع ذلك إلى تزايد عدد الدول النامية التي انضمت إلى صندوق النقد الدولي بجانب ضآلة حصتها.

مما سبق نصل إلى أن الخلل الجوهري في القواعد المحددة لإنشاء شريحة الاحتياط هو توقفها على حجم حصة العضو في صندوق النقد الدولي (الذي يأخذ عوامل مختلفة مثل مستوى الدخل الوطني وتنوع الصادرات ونسبة الصادرات إلى الدخل الوطني ومستوى وارداتها وحجم احتياطياتها الدولية).

المطلب الثاني: حقوق السحب الخاصة.

إن وحدة حقوق السحب الخاصة ظهرت لتحل مشكلة نقص السيولة الدولية سنة 1969، وهي في حقيقة الأمر تشبه وحدة بانكور (Bancor) التي اقترحها كينز قبل 25 سنة من ذلك التاريخ. وبهدف زيادة السيولة الدولية دون الاعتماد كلياً على عجز ميزان المدفوعات الأمريكية، تقدمت مجموعة دول السوق الأوروبية المشتركة بمقترح إلى مجلس المحافظين للصندوق والمنعقد في أكتوبر 1969، وتمت الموافقة عليه في نفس السنة لخلق سيولة جديدة أطلق عليها حقوق السحب الخاصة.

1. حقوق السحب الخاصة (المفهوم والخصائص).

1. 1. مفهوم حقوق السحب الخاصة:

هي قروض دفترية ينشئها صندوق النقد الدولي ويستخدمها لمساعدة أعضائه بصورة اختيارية، فحقوق السحب الخاصة ليست عملة معدنية أو ورقية بل وحدة حسابية، لها قاعدة قانونية تستند عليها، وهي التزام الأعضاء بتقديم ما يقابلها بالعملات النقدية الدولية إذا ما طلب منهم ذلك، وعليه فإن هذا الالتزام القانوني للدول الأعضاء يعتبر هو الأساس الذي يستند عليه صندوق النقد الدولي في إصدار حقوق السحب الخاصة، وبذلك فهي تشبه العملة المحلية من حيث قوة النقود القانونية، التي تتمتع بها داخل الدولة المصدرة لها.

وبالتالي فان حقوق السحب الخاصة هي عبارة عن وحدات نقدية حسابية تمنح الحائز عليها حق الحصول على عملات قابلة للتحويل، ليس من موارد صندوق النقد الدولي، وإنما من موارد الدول الأعضاء في هذا الصندوق ذات الاحتياطيات الجيدة .

ومن هذا يتضح أن حقوق السحب الخاصة هي مجرد إجراءات ائتمانية اكتسبت قيمتها من الالتزام بالاتفاقية الدولية التي أنشأتها، وحكمت استعمالها ، وتتوقف الثقة بها على الثقة بصندوق النقد الدولي، والمسؤولية المشتركة لأعضائه، هذا وتختلف حقوق السحب الخاصة عن عمليات صندوق النقد الدولي العادية في نقطتين هامتين[1]:

- عدم وجود مواعيد وفاء محددة لحقوق السحب الخاصة، بينما توجد مثل هذه المواعيد في تسهيلات صندوق النقد الدولي العادية، حيث يجب تسديدها خلال فترة تتراوح ما بين 3 – 5 سنوات.

[1]– ميثم عجام، التمويل الدولي، مرجع سابق، ص246.

- حرية العضو باستعمال 70 % من إجمالي حصته في حقوق السحب الخاصة بشكل مستمر، دون أن يكون قد قدم مقابلها أي شيء، و دون أي التزام بالتسديد في أي وقت من الأوقات .

(هناك قرار مبدئي من الصندوق باستعمال 100 % من إجمالي حصة العضو)

فإذا حصل لأحد أعضاء الصندوق (س) عجز في ميزان مدفوعاته، فإنه يطلب من الصندوق مساعدته، وبالتالي يتوسط الصندوق لدى عضو آخر (ص) بمن لديه فائض في ميزان المدفوعات، ويطلب منه تحويل حقوق السحب الخاصة للعضو الأول (س) إلى عملة حقيقية (دولار، ين...). وهكذا تعتبر حقوق السحب الخاصة عملية تحويل للقوة الشرائية (احتياط بيت دولية)، يحصل عليها العضو ليس بناءً على حجم صادراته بل لحصوله عل قروض دفترية من الصندوق تدفع له بالعملات القابلة للتحويل من قبل أعضاء آخرين بناءً على طلب الصندوق.

ففي التعديل الأول لاتفاقية الصندوق (1969) تم إصدار ما قيمته 9.5 مليار وحدة حقوق سحب خاصة، تضاف إلى موارد الصندوق على شكل أقساط سنوية، ولمدة ثلاث سنوات تبدأ من 1970/1/1 وتنتهي في 1972/12/31 وقد تقرر توزيع هذا النوع الجديد من الاحتياطيات (9.5 مليار وحدة) على الدول الأعضاء، على أساس النسبة المئوية لحصة كل عضو في رأس مال الصندوق. ولأهمية هذا النوع من الاحتياطات (السيولة) الدولية قام الصندوق بتأسيس قسم خاص أطلق عليه اسم قسم حقوق السحب الخاصة، مهمته إدارة العمليات المستخدمة لهذا النوع الجديد من الاحتياطي، كما أن الصندوق يفرض رسوماً عند استخدام حقوق السحب الخاصة ويدفع فوائد عليها إذا زاد رصيد العضو عن مخصصاته الصافية.

1. 2. خصائص حقوق السحب الخاصة.

بالنظر لتغير مراكز القوى الاقتصادية في العالم، فقد أجريت تعديلات متعددة على هذا النظام الجديد، مما أدى بالتالي إلى تغيير جذري في خصائص حقوق السحب الخاصة الأصلية، ويمكن تلخيص أهم السمات الأصلية والتعديلات التي أجريت فيما بعد، في الآتي[1]:

- تستخدم حقوق السحب الخاصة للحصول على عملات قابلة للتحويل، ولا يمكن استخدامها للحصول على الذهب.
- لا تستخدم حقوق السحب الخاصة في المعاملات بين الأطراف ذات الصفة الخاصة، ولا يجوز حيازتها إلا من قبل الحكومات، ومجموعة محدودة من المؤسسات الرسمية التي لها صلاحية

[1]- ميثم عجام، التمويل الدولي، مرجع سابق، ص249.

المصارف المركزية عند الضرورة، ولكن بعد عام 1987 وارتفاع أسعار النفط العالمية سمح باستخدامها في المعاملات والاتفاقيات الثنائية، وفي تسوية الالتزامات المالية ومنح القروض والمساعدات الخارجية، دون حاجة لأخذ موافقة مسبقة من الصندوق، كما سمح لبعض المؤسسات النقدية والإقليمية والدولية ومصارف التنمية بحيازتها والتعامل بها، ولكن مع ذلك ليس لها الحق في الحصول على عملات دولية مقابل التنازل عنها.

- حددت وحدة حقوق السحب الخاصة بوزن معين من الذهب (0.888671غ) بحيث تكون مساوية لقيمة الدولار الأمريكي المقوم بالذهب، ولكن نتيجة لتخفيض سعر صرف الدولار الأمريكي مرتين في عامي 1971 و 1973 وبسبب إلغاء ارتباط الدولار بالذهب، فقد استخدمت منذ عام 1974 سلة العملات، لتحديد قيمة وحدة السحب الخاصة بالنسبة للدولار في الأسواق المالية العالمية يومياً.
- الصفقات المالية بين الدول الأعضاء يجب أن تقتصر على تبادل حقوق السحب الخاصة مقابل العملة، ولا يجوز استعمال حقوق السحب في غير ذلك من الصفقات، التي تستخدم فيها على المستوى المحلي والاحتياطيات على المستوى الدولي ، هذه السمة ألغيت أيضا مع الزمن، بعد أن كسبت حقوق السحب الخاصة ثقة المؤسسات النقدية والمالية في العالم.
- يحق للصندوق الحصول على حقوق السحب الخاصة، من خلال الحساب العام وبإمكانه حيازة حقوق السحب مقابل حصوله على عملات معينة.
- تستخدم حقوق السحب الخاصة في تمويل العجز المؤقت في ميزان المدفوعات، وليس لتغير مكونات احتياطي الدولة، وهذه السمة ألغيت أيضا مع مرور الزمن، إذ أصبحت حقوق السحب الخاصة من أهم أصول العملة المصدرة (غطاء العملة) لكثير من دول العالم.
- العضو المستخدم لحقوق السحب الخاصة غير مقيد في استخدام الموارد الأخرى للصندوق طبقا للطرق المعتادة.
- لا يجوز استعمال حقوق السحب الخاصة في الأسواق المالية الدولية مباشرة، وذلك منعا للمضاربات، بل لا بد من تحويلها إلى عملات دولية أولا، فهي بهذا تشبه الذهب، إذ في الغالب يحول إلى عملات قابلة للتحويل قبل استخدامه كوسيلة في المدفوعات الدولية.
- لا يجوز لأي عضو أن يمنح مساعدات خارجية للغير باستخدام حقوق السحب الخاصة، أو أن يستعملها في ضمان قرض معين ولكن هذا الشرط تجاوزته الأيام أيضاً.

وعلى العموم كان إيجاد حقوق السحب الخاصة وتطور استعمالها نتيجة تعديلين مهمين على اتفاقية صندوق النقد الدولي:

الأول منها تم سنة 1969، وتناول صلاحية الصندوق في خلق هذه الحقوق واستعمالها في الاحتياطيات النقدية الدولية، **والثاني** منها تم في سنة 1978، وهدف إلى إجراء توسع ملموس في أعمال دائرة حقوق السحب الخاصة لتعزيز دورها في نظام النقد الدولي، وجعلها الفقرة الرئيسة بين مكونات الاحتياطيات النقدية الدولية، وذلك من خلال إجراء تعديلات هامة في خصائصها، والتوسع في استعمالاتها . فبدلا من قصر التعامل على الأعضاء بعد أخذ موافقة الصندوق المسبقة على كل واحدة منها، أعطى التعديل الثاني للأعضاء الحرية التامة في إجراء معاملات في ما بينها، تتناول حقوق السحب الخاصة على أساس اتفاق خاص بين الأطراف المعنية، شريطة أن يتم ذلك ضمن الاستعمال السليم لحقوق السحب الخاصة، وألا يضر بمبدأ إعادة التكوين، وخلال فترة قصيرة من إيجادها أصبحت حقوق السحب الخاصة ظاهرة مقبولة، وشاع استعمالها في أنواع عديدة من العمليات و المعاملات، حيث بلغ المقدار المحول من حقوق السحب الخاصة في ما بين الأطراف المساهمة حتى 1978/4/30 حوالي 14 مليون وحدة ، بالإضافة لذلك، فقد حققت مكاسب متزايدة لاحتلال مركز الاحتياطي الرئيس بين الاحتياطيات العالمية الأخرى، حيث أصبحت تكون حوالي 7,3 % من إجمالي هذه الاحتياطيات، باستثناء الذه ب، و بعد تبسيط سلة العملات، المكونة لقيمة وحدة حقوق السحب الخاصة من 16 عملة إلى خمسة عملات، فانه يتوقع أن يزيد استعمال هذه الحقوق على نطاق القطاع الخاص، مثل إصدار شهادات إيداع، و قبول ودائع ، و تنظيم قروض تحدد قيمتها بوحدات حقوق السحب الخاصة لتفادي الذبذبات الحادة في أسعار المصرف، كون التغيير في سعر صرف وحدة حقوق السحب الخاصة هو المحصلة النهائية للذبذبة في أسعار العملات الخمس المكونة منها.

2. تحديد قيمة وحدة حقوق السحب الخاصة.

لا بد أن نشير هنا أن حقوق السحب الخاصة هي نوع جديد من الأصول الدولية التي يمكن أن تستخدمها الدولة في تسوية المدفوعات الدولية بالإضافة إلى احتياطياتها من الذهب والعملات الأجنبية، وقد أنشئت حقوق السحب الخاصة سنة 1969 من أجل توفير المزيد من السيولة الدولية اللازمة لسداد الالتزامات الدولية.

وقد صدرت قيمة وحدة السحب الخاصة في فترة 1970- 1974 عند إصدارها ما يساوي محتوى الدولار الأمريكي من الذهب (0.888671 غ) ونتيجة لانخفاض سعر الدولار الأمريكي في ديسمبر 1971 وانهيار اتفاقية بريتون وودز ارتفعت قيمة وحدة حقوق السحب الخاصة إلى 1.08271 دولار ثم

ارتفعت قيمتها بعد التخفيض الثاني للدولار سنة 1973 إلى 1.20635 دولار ، لكن ابتداء من منتصف 1974تقرر تحديد قيمة وحدة حقوق السحب الخاص على أساس سلة من عملات 16دولة يتم تحديدها من بين الدول التي لا تقل صادراتها من الصادرات العالمية عن 1%، وقد حدد لكل عملة من تلك العملات وزن بنسبة مئوية تتوافق مع حصة الدولة صاحبة العملة من المبادلات التجارية العالمية، وبذلك احتلت عملات الدول الصناعية الكبرى في هذه السلة وزنا مميزا حيث كان الوزن النسبي عام 1978 للدولار 33%، وللمارك الألماني 12.5 % والجنيه الإسترليني 7.5%، والفرنك الفرنسي 7.5 %، والين الياباني 7.5 %، وابتداء من عام 1981 تحددت قيمة وحدة حقوق السحب الخاص على أساس سلة من عملات الدول الخمس الأعضاء في الصندوق ذات النصيب الأكبر من المبادلات التجارية العالمية وهي :الدولار الأمريكي، الين الياباني، المارك الألماني، الجنيه الإسترليني، الفرنك الفرنسي. وقد استند الصندوق في هذا الإجراء إلى اعتبارين أساسيين:

- **الأول**: تزايد الفجوة بين صادرات الدول الخمس وبين صادرات بقية الدول.
- **الثاني**: تحديد أسعار الفائدة في هذه الدول كان يتم من خلال أسواقها المالية منذ سنة 1974.

ويقوم صندوق النقد الدولي بتحديد قيمة وحدة السحب الخاصة يوميا، وعليه يختلف الوزن النسبي لكل عملة من هذه العملات الخمس داخل سلة العملات، ويتم تعديل هذا الوزن كل خمس سنوات وفقا للتغيرات التي تطرأ على حصة كل دولة في التجارة العالمية.

وفي عام 1995 بلغ مجموع إصدارات حقوق السحب الخاصة 21.4 مليار وحدة وهي تساوي 2.3 % من حجم الاحتياطي النقدي العالمي مقابل 8.4 % عام 1972، علما أنه من بين 181 عضو في الصندوق يوجد 38 عضوا لم يتلق أية مخصصات من حقوق السحب، وبعد أن كانت قيمة وحدة السحب تساوي دولارا أمريكيا في الفترة 1971-1974 تغيرت تغيرا كبيرا لتصبح قيمتها في عام 1995 تساوي 1.75 دولار[1].

[1] - هيثم عجام، التمويل الدولي، مرجع سابق، ص234

الجدول رقم (1. 7): توزيع :نسب العملات الصعبة في تشكيلة حقوق السحب الخاصة

الفترة	الدولار الأمريكي	المارك الألماني	الين الياباني	الجنيه الإسترليني	الفرنك الفرنسي	الأورو
1985 -1981	0.540 %42	0.460 %19	34.0 %13	0.0710 %13	0.740 %13	/
1990 -1986	0.452 %42	0.527 %195	33.4 %15	0.0893 %12	1.020 %12	/
1995 -1991	0.572 %40	0.453 %21	31.8 %17	0.0812 %11	0.800 %11	/
1998 -1996	0.582 %39	0.446 %21	27.2 %18	0.1050 %11	0.813 %11	/
2000 -1999	0.5820 %39	/	27.2 %18	0.1050 %11	/	0.3519 %32

Source: IMF Statistics Department COFER DATABASE.

ولكن بداية من فيفري 2001 أصبحت الأوزان النسبية لسلة من العملات المكونة لوحدة حقوق السحب الخاصة كما يلي:

الجدول رقم(1 .8) : الأوزان النسبية سلة من العملات المكونة لوحدة حقوق السحب الخاصة.

الوحدة: (نسبة مئوية)

العملة	النسبة%	القيمة
الدولار الأمريكي	45	0,57
الأورو	29	0,42
الين الياباني	15	21
الجنيه الإسترليني	11	0,098

Sources: FMI .EIU: 2003 hors commerce inta

و لا بد أن نشير إلى أن قيمة حقوق السحب الخاصة تحسب بالدولار . وأن وحدة واحدة من حقوق السحب الخاصة تساوي 1,51 دولار أمريكي و أن سعر الفائدة عليها يساوي 4,22% (حتى منتصف سنة 2007).

3. تطور أسعار الفائدة على حقوق السحب الخاصة.

عند إصدار حقوق السحب الخاصة لأول مرة عام 1970، تقرر أن تحصل الدول الأعضاء التي لديها حقوق سحب خاصة تزيد عما خصص لها أصلا على فوائد ايجابية من الصندوق، تحسب على أساس الفائض من حقوق السحب الخاصة لديها، بينما يتحمل الأعضاء الذين لديهم حقوق سحب خاصة تقل عن مخصصاتهم منها رسوما تدفع للصندوق بنفس النسبة المئوية للفوائد المدفوعة، وهكذا تتساوى قيمة الفوائد المدفوعة للأعضاء مع قيمة الرسوم المتحصل عليها من الأعضاء الآخرين والفوائد تضاف إلى حساب العضو الدائن، بينما تخصم الرسوم من حساب العضو المدين.

وحدد مبدئيا هذا المعدل الموحد للفوائد والرسوم بنسبة 1.5% سنويا، على أن يدفع بوحدات من حقوق السحب الخاصة، ويمكن للعضو أن يحصل عليها لهذا الغرض من الحساب العام وبالعملة الدولية التي يقبلها الصندوق، كما يمكن اللجوء إلى عضو آخر لشراء وحدات سحب خاصة منه على أن تدفع بالمقابل عملات قابلة للتحويل.

وفي عام 1974حين ازداد الطلب على السيولة الدولية بسبب أزمة النفط العالمية، وكذلك بسبب استحداث النظام الجديد لتقييم حقوق السحب الخاصة على أساس سلة العملات ارتفع المعدل الموحد للرسوم والفوائد على حقوق السحب الخاصة من 1.5% و5.0%، على أن يبقى هذا المعدل ساري المفعول لمدة ستة أشهر، وتقلصت هذه الفترة لتصبح ثلاثة أشهر فقط فيما بعد ، ويتحدد المعدل الموحد وفقا لصيغة معينة تعكس متوسط أوزان معدلات الفائدة في الأسواق المالية لخمس دول صناعية وهي (أمريكا، بريطانيا، فرنسا، ألمانيا واليابان) بشرط أن تأخذ نفس الأوزان النسبية المطبقة على عملات هذه الدول في تحديد قيمة حقوق السحب الخاصة في سلة العملات. وتشير هذه الصيغة إلى أن معدل الفائدة سيبقى ثابتا عند 5.0% سنويا طالما كانت معدلات الفائدة في الأسواق المالية قصيرة الأجل في البلدان الخمس تتأرجح ما بين الحدين 9.0% و11.0%. وفي شهر ماي 1981 أصبح سعر الفائدة على حقوق السحب الخاصة مساويا لمعدل موحد / مشترك لأسعار الفائدة في الأسواق المالية العالمية. ومنذ شهر أوت 1984 وبسبب ارتفاع أسعار الفائدة الحاد في العالم أصبح سعر الفائدة الموحد يتحدد أسبوعيا وليس كل ثلاثة أشهر كما كان سابقا، وذلك باعتماد أسعار الفائدة السائدة في الأسواق المالية المحلية قصيرة الأجل للدول الخمس في نهاية كل أسبوع ، وهكذا، أصبحت الفائدة على حقوق السحب الخاصة تحسب على أساس 100 % من المعدل المرجح لأسعار الفائدة للالتزامات قصيرة الأجل في

أسواق كل من الولايات المتحدة، وألمانيا الغربية، وبريطانيا، وفرنسا، واليابان، ويجري تحديد هذا المعدل كل ثلاثة أشهر، حيث أعطيت الأوزان التالية:

الجدول رقم (1. 9) : الأوزان الترجيحية لحقوق السحب الخاصة للعملات الخمس الداخلة في المعدل المرجح المشار إليه.

العملة	الوزن
الدولار الأمريكي	47%
المارك الألماني	18%
الجنيه الإسترليني	13%
الفرنك الفرنسي	11%
الين الياباني	11%

Sources: FMI .EIU: 2003 hors commerce inta

4. تداعيات إدراج حقوق السحب الخاصة ضمن مكونات الاحتياطيات الدولية.

إن خلق حقوق السحب الخاصة – السيولة الدولية الجديدة – وتوزيعها على الدول الأعضاء حسب نسبة مساهمة كلٍ منها في رأس مال الصندوق (الحصة Quota)، جاء مخيباً لآمال الدول النامية التي كانت الأحوج إلى السيولة الدولية من أجل التنمية، ولهذا السبب فقد عارضت بعض الدول في بداية الأمر الدخول في عضوية هذا النظام الجديد، وظل تأثيرها محدوداً، و لم تحصل هذه الوحدة الحسابية الجديدة على مكانتها كوسيلة للتبادل الدولي إلا بعد انهيار اتفاقية بريتون وودز، وفك ارتباط الدولار الأمريكي بالذهب، وتخفيض قيمة الدولار مرتين خلال عامي 1971 و1973، مما اضطر الصندوق إلى اختيار العملات الدولية لتحديد قيمة وحدات السحب الخاصة.

تعتبر حقوق السحب الخاصة وسيلة دفع دولية مكملة للاحتياطات الأخرى وهناك عدة عوامل ساعدت على إدراجها ضمن مكونات الاحتياطيات الدولية ، وهذه العوامل تتمثل فيما يلي [1]:

- قبول صندوق النقد الدولي بأن يتم دفع الشريحة الذهبية (25% من الحصة) بواسطة حقوق السحب الخاصة كبديل للذهب، لهذا فإن هناك من يطلق على حقوق السحب الخاصة بالأوراق الذهبية.
- أعطى الصندوق للمصارف المركزية للدول الأعضاء مطلق الحرية في صرف حقوق السحب الخاصة، مقابل عملات دولية قابلة للتحويل بدون تدخل الصندوق، حيث أصبح بالإمكان

[1]– هيثم عجام، التمويل الدولي، مرجع سابق، ص 250.

إقراض حقوق السحب الخاصة، أو الاحتفاظ بها كضمانات للقروض لدى المصارف المركزية أو الحكومات، إضافة إلى إمكانية استخدامها في عمليات المقايضة أو في العمليات المستقلة الأخرى، كل هذه العوامل جعلت من حقوق السحب الخاصة أكثر قبولا كبديل ومكمل للأصول والاحتياطات الدولية التقليدية الأخرى.

- إن الدول المصدرة للنفط والتي كانت تحتفظ باحتياطيات نقدية متكونة من عملات دولية مختلفة خاضعة للتقلبات باستمرار، يمكنها الاحتفاظ بحقوق السحب الخاصة التي لا تخضع للتقلبات أو المضاربات، لأنها تحت رقابة دولية، مما يقلل من المخاطر التي قد تتعرض لها الاستثمارات النقدية للبلد في الخارج، كما حدث بالنسبة لإيران وليبيا والعراق، عندما قامت أمريكا بتجميد أموال هذه الدول في الخارج، علما بأن الاحتفاظ بحقوق السحب الخاصة ستزيد من تأثير الدول النفطية على سياسات الصندوق، كما حدث بالفعل بالنسبة للسعودية باعتبارها ثاني أكبر دولة دائنة للصندوق والتي حصلت على كرسي دائم في المجلس التنفيذي للصندوق.
- سمح الصندوق لعدد من المنظمات الرسمية بحيازة حقوق السحب الخاصة، وبلغ عدد هذه المنظمات في نهاية أفريل 1989 أكثر من 17 منظمة، ويطلق على هذه المنظمات اسم أصحاب الحقوق المكتسبة . علما أن الصندوق لا يستطيع تكوين حقوق السحب الخاصة لنفسه أو لمنظمات أخرى.
- إضافة إلى ذلك فإن حقوق السحب الخاصة أصبحت وحدة حسابية بالنسبة لعديد من المنظمات الدولية والإقليمية، فصندوق النقد العربي يستخدم حقوق السحب الخاصة أساساً لحساب قيمة الدينار العربي الموحد الذي حددت قيمت ه بثلاث وحدات من حقوق السحب الخاصة.
- قامت العديد من الدول العربية بتثبيت سعر صرف عملاتها الوطنية بوحدة حقوق السحب الخاصة وهذه الدول هي الأردن، الإمارات، البحرين، السعودية، الصومال، قطر وليبيا.
- تنازل بعض الدول عن احتياطاتها من العملات النقدية الدولية لصالح الإصدارات الجديدة من حقوق السحب الخاصة قد زاد من أهميتها دولياً، وخاصة أنها أصبحت أكثر جاذبية بالنسبة للدائنين، بعدما ارتبطت أرصدة حقوق السحب الخاصة بأسعار الفوائد المعومة في أسواق المال قصيرة الأجل في الدول الخمس الكبرى، التي اختيرت عملاتها في سلة العملات.
- نظراً لخضوع الاحتياطيات الدولية وخاصة الدولار الأمريكي للمضاربات، ورغبة الدول الغربية في تقليص دور وأهمية الدولار الأمريكي بسبب تقلباته وانخفاض أسعار صرفه نتيجة تضخم

العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي، فقد اقترحت الدول الغربية ضرورة تغطية الدولار بالذهب أو بحقوق السحب الخاصة، وذلك بأن يقوم الصندوق بتحويل الدولارات الأمريكية لأي عضو إلى حقوق السحب الخاصة في حساب بديل أطلق عليه اسم (**Substitution Accouant**) وتقوم الدول الأعضاء بإيداع احتياطاتها من العملات الدولية في هذا الحساب وتحصل بالمقابل على حقوق السحب الخاصة، وهذا الإجراء بالذات سوف يزيد من أهمية حقوق السحب الخاصة كاحتياطي مقبول دوليا، حيث يمكن بواسطته مراقبة تكوين الاحتياطات بصورة جماعية غير خاضعة لرغبة دولة واحدة أو لمشيئة المضاربين، ولكن أمريكا رفضت هذا المقترح، لأنها تتخوف من منافسة حقوق السحب الخاصة للدولار الأمريكي ، وهذا يعني خسارة الدولار لأهميته كاحتياطي دولي.

- حساب قيمة بعض المبادلات التجارية الدولية خارج نطاق عمل الصندوق، باعتماد وحدة حقوق السحب الخاصة كوحدة حسابية، وذلك تجنبا لشدة تقلبات العملة الواحدة خلال فترة زمنية قصيرة.

و نتيجة للثقة الكبيرة بحقوق السحب الخاصة فقد بلغ مجموع ما خصصه الصندوق من وحدات السحب الخاصة في ستة إصدارات منذ إنشائها في عام 1970 وحتى عام 1989 (21.4) مليار وحدة سحب خاصة ووصلت حقوق السحب الخاصة المملوكة من الدول الأعضاء في مارس 1989 إلى نسبة 3.5 % من مجموع الاحتياط بمات غير الذهبية، علما بأن قرارات الصندوق الخاصة بتكوين حقوق السحب الخاصة لا تتخذ إلا بعد التأكد من الحاجة الماسة إلى سيولة (احتياط بمات) جديدة . وفي أفريل 1989 نوقشت قضية زيادة حجم حقوق السحب الخاصة مرة أخرى، ولكن هذا المقترح لم يحصل على القوة التصويتية الكافية في المجلس التنفيذي ، والتي حددت بنسبة 85% من إجمالي الأصوات في المجلس التنفيذي للصندوق[1].

5. الانتقادات الموجهة إلى حقوق السحب الخاصة:

توجه إلى حقوق السحب الخاصة عدة انتقادات أهمها:

- توزيع الحصص على الدول الأعضاء بنفس النسب المئوية لمساهمتهم في رأس مال الصندوق (الحصص) وهذا يعني استئثار الدول الصناعية الغنية بنصيب الأسد من الإصدارات الجديدة لحقوق السحب الخاصة.

[1] ــ انظر الملحق، الجدول رقم(1)

- إن القرارات التي تتخذ لإصدار حقوق سحب خاصة جديدة تستوجب الحصول على النسبة 85% من الأصوات في المجلس التنفيذي، ولا تحصل هذه النسبة إلا بموافقة الدول الصناعية مجتمعة، وبما أن أمريكا لديها أكثر من 20% من القوة التصويتية في المجلس التنفيذي فبقدورها الاعتراض على إصدار حقوق سحب خاصة جديدة إذا كان الأمر ليس من مصلحتها.
- إن زيادة حقوق السحب الخاصة يؤدي إلى حدوث زيادات في معدلات التضخم العالمية، وذلك لزيادة الطلب على صادرات الدول الصناعية.

و أخيرا ماذا عن الثقة في حقوق السحب الخاصة ؟

حتى الآن لم يثر هذا الموضوع الكثير من الجدل، خاصة و أن بعضهم يعتقد أن مجموع ما هو مصدر من حقوق السحب الخاصة يعتبر بصورة غير مباشرة مغطى بالذهب، إذا ما تم تقويمه بالأسعار السائدة عند الإصدار . لكن الأمر سيتغير عندما يتزايد إصدار هذه الحقوق، لهذا السبب يقول الاقتصادي الأمريكي ميلتون فريدمان Milton Friedman : إن حقوق السحب الخاصة هي في الواقع أداة نقدية أوجدت بصورة اصطناعية، وسيكون مصيرها مثل الكثير من اتفاقيات الدفع والاتفاقيات الدولية الخيالية، أي الزوال[1].

وفي نهاية هذا الفصل، سنورد جدول يظهر توزيع تشكيلة الاحتياطيات الدولية بداية من نهاية سنة 2002 إل غاية الفصل الأول من سنة 2008

[1] - توماس ماير وآخرون، النقود و البنوك والاقتصاد، مرجع سابق، ص473

الجدول رقم (1 .10): توزيع تشكيلة الاحتياطات الدولية. الوحدة: (مليون دولار أمريكي

	نهاية 2002	نهاية 2003	نهاية 2004	نهاية 2005	نهاية 2006	نهاية 2007	الفصل الأول 2008
إجمالي احتياطيات العالم	2408424	3025505	3748773	4174965	5036817	6396480	6873920
1- الاحتياطيات المخصصة	1795915	2223110	2655070	2843400	3315317	4070116	4322311
بالدولار	1204673	1465752	1751012	1902484	2170973	2605857	2723029
بالجنيه الإسترليني	50537	61655	89457	102243	145205	190315	203067
بالين الياباني	78145	87608	101787	101769	102051	117060	134242
بالفرنك السويسري	7314	5016	4419	4144	5685	6485	6552
بالأورو	427327	559246	65831	683731	831896	1073657	1158409
باقي العملات	27919	43833	49865	49029	59506	76742	97011
2- الاحتياطيات الغير مخصصة	612509	802395	1093703	1331565	1721500	2326364	2551608
احتياطيات الدول الصناعية	910641	1126849	1324798	1301675	1403734	1501304	1567604
- مخصصة	908308	1124188	1321538	1297841	1399364	1496188	1564069
- غير مخصصة	2334	2661	3260	3833	4370	5116	3535
احتياطيات الدول النامية	1497782	1898656	2423976	2873290	3633082	4895175	5306315
- مخصصة	887607	1098922	1333533	1545558	1915952	2573958	2758242
- غير مخصصة	600175	799734	1090443	1327732	1717130	2321248	2548073

Source. IMF Statistics Department COFER DATABASE

1- يظهر الجدول تقسيم إجمالي احتياطيات العالم إلى احتياطيات مخصصة و احتياطيات غير مخصصة . فالاحتياطيات المخصصة تتوزع تشكيلتها على العملات الخمسة الأساسية التي تم شرحها سابقا ، و الملاحظ أن هذه الاحتياطيات المخصصة للعالم قد فاقت الضعف خلال 6 سنوات فقط ، بحيث ارتفعت من 1795915 مليون سنة 2002 إلى 4322311 مليون دولار سنة 2008 ، مما يظهر ارتفاع نسبة السيولة الدولية ، و يبقى الدولار الأمريكي يسيطر على أكبر حصة ضمن الاحتياطيات الدولية كما هو موضح بالمبالغ ضمن السطر الخاص و الإطار الخاص بالدولار الأمريكي .

أما الاحتياطيات الغير مخصصة فهي تمثل الفرق بين إجمالي احتياطيات العالم و الاحتياطيات المخصصة وهي قليلة مقارنة بالاحتياطيات المخصصة، إلا أنها قد تضاعفت حوالي أربع مرات خلال ستة سنوات الأخيرة بحيث انتقلت من 612509 مليون دولار في السنة إلى 2551608 مليون دولار سنة 2008 .

2- يظهر الجدول (1 - 10) أيضا تقسيم إجمالي احتياطيات العالم إلى الاحتياطيات التي تحوزها الدول الصناعية و الاحتياطيات التي تمتلكها الدول النامية، ونلاحظ أن هذه الأخيرة أكبر من الاحتياطيات التي تمتلكها الدول الصناعية، ويعود ذلك إلى حاجة الدول النامية إلى تكوين الاحتياطيات من جهة و إلى ارتفاع الطلب عليها لتسوية الالتزامات الخارجية في حين أن الدول الصناعية لديها مصادر دائمة تدر عليها العملات الصعبة .

كذلك نلاحظ أن نسبة تخصيص الاحتياطيات في الدول الصناعية أكبر من نسبة تخصيص الاحتياطيات في الدول النامية، ويعود ذلك إلى تبني الأسلوب الذكي لإدارة الاحتياطيات من جهة و التي تبني معيار الإفصاح والشفافية من جهة أخرى .

خلاصة الفصل الأول.

بداية تم في هذا الفصل تقديم عرض لأهم المفاهيم المتعلقة باحتياطي الصرف الأجنبي مع الشرح المفصل والدقيق لكل تعريف، وخلصنا إلى أن احتياطي الصرف الأجنبي يشمل الأصول الأجنبية التي ترغب الحكومات في الاحتفاظ بها، لأن حكومات الدول الأخرى تقبلها في تسوية الديون والمعاملات الدولية ، بعد ذالك تم التطرق إلى شرح المكونات الرئيسية التي يتكون منها احتياطي الصرف الأجنبي، وقد تم ذلك من خلال التعرض إلى المحاور أو المباحث التالية:

- الذهب والاحتياطيات الدولية.
- العملات الإرتكازية في تشكيل الاحتياطيات الدولية.
- شريحة الاحتياطي وحقوق السحب الخاصة.

فبالنسبة للمبحث الخاص بالذهب كاحتياطي دولي، تناولنا فيه تاريخ ومكانة الذهب، بالإضافة إلى مكانة الذهب في أنظمة النقد، ثم تطرقنا إلى الأزمات التي عرفها الذهب حتى إلغاء دوره النقدي ، وحاولنا عرض الجدل الاقتصادي القائم حول اعتبار أو عدم اعتبار الذهب كعنصر احتياطي دولي.

وبخصوص المبحث الثالث المعنون بمكانة العملات الإرتكازية في تشكيل الاحتياطيات الدولية. فقد تناولنا فيه ماهية عملات الاحتياطي وأهمية التعامل بها في الأسواق ، ثم عرضنا أهم عملات الاحتياطي المتمثلة في كل من الدولار الأمريكي والعملة يورو، الجنيه الإسترليني، الين الياباني والفرنك السويسري.

أما المبحث الأخير فقد تطرقنا فيه إلى عرض كل من أدوات السيولة التي يصدرها صندوق النقد الدولي والمتمثلة في كل من شريحة الاحتياطي وحقوق السحب الخاصة.

وكنتيجة لهذا الفصل من الدراسة، يمكن القول أنه لا يمكن البحث في موضوع إدارة احتياطي الصرف الأجنبي دون التطرق إلى الأصول أو العناصر المكونة له، والمتمثلة في كل من، الذهب النقدي، حقوق السحب الخاصة، الشريحة الاحتياطية لدى صندوق النقد الدولي ، النقد الأجنبي والودائع لدى السلطات النقدية ولدى المصارف ، وأوراق مالية سواء كانت أسهما أو سندات أو أدوات سوق النقد والمشتقات المالية.

الفصل الثاني: إدارة احتياطي الصرف الأجنبي

الفصل الثاني: إدارة احتياطي الصرف الأجنبي.

تمهيد:

تكتسي إدارة الاحتياطيات الدولية أهمية بالغة في السياسات الاقتصادية الكلية والمالية الدولية خصوصا، باعتبارها تشمل على عنصر السيولة الدولية التي تستخدم بشكل واسع في التجارية الدولية من جهة، وفي معالجة الاختلال في ميزان المدفوعات من جهة أخرى.

ويتفق الكثير من المحللين الاقتصاديين على أن خاصية الانتفاع من الاحتياطيات لا تعتمد على حجمها المتراكم بقدر ما تتطلب الإدارة المحكمة والسليمة لهذه الاحتياطيات، وبدورها تشمل هذه الإدارة على اختيار وانتقاء التوليفة الملائمة للعناصر التي تتكون منها الاحتياطيات حسب حاجة ووضع كل بلد، ومن أجل مناقشة هذه الأبعاد والإحاطة بها، تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث أساسية:

المبحث الأول تناولتنا فيه ماهية إدارة احتياطي الصرف الأجنبي، ويشمل هذا المبحث على تعريف إدارة الاحتياطيات، أهمية وأهداف هذه الإدارة، بالإضافة إلى عرض المبادئ التوجيهية العامة لإدارة احتياطي الصرف الأجنبي.

أما المبحث الثاني فيتطرق لمتطلبات إدارة احتياطي الصرف الأجنبي، التي تقتضي توفير السيولة الاحتياطية الملائمة والسعي لتحقيق العوائد وتسيير المخاطر.

في حين أن المبحث الثالث يتناول استخدامات وتوظيفات احتياطي الصرف الأجنبي ، وهنا حاول الباحث أن يفرق بين استخدام احتياطي الصرف وتوظيفه، فالاستخدام يشمل على تسيير سعر الصرف وتسيير الدين الخارجي بالإضافة إلى تمويل برامج التنمية في حدود الطاقة الاستيعابية للاقتصاد، أما عملية توظيف احتياطي الصرف الأجنبي فهي تشمل على:

- إعادة تدوير الفوائض البترولية (البترودولار)
- التوظيف في السندات الحكومية الدولية
- إنشاء الصناديق السيادية

المبحث الأول: ماهية إدارة احتياطي الصرف الأجنبي.

تعد إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من أكبر التحديات التي تواجه الدول التي تراكمت لديها الأصول الأجنبية بفعل ارتفاع أسعار النفط في الفترة الأخيرة، إلا أن هذه العملية(إدارة احتياطي ات) تختلف مضامينها من بلد لأخر، وحتى يتضح مفهوم إدارة احتياطيات، حاولنا ضبط هذا المبحث من خلال ثلاثة مطالب أساسية:

المطلب الأول: تعريف إدارة الاحتياطيات

المطلب الثاني: أهمية وأهداف إدارة احتياطي الصرف الأجنبي

المطلب الثالث: المبادئ التوجيهية العامة لإدارة احتياطي الصرف الأجنبي.

المطلب الأول: تعريف إدارة الاحتياطي الصرف الأجنبي.

التعريف الأول: هي العملية التي تدار بها الأصول الأجنبية المملوكة للقطاع العام على نحو يكفل إتاحة هذه الأصول للاستخدام في أي وقت، وإدارة المخاطر بحكمة، وتوليد عائد معقول على الأرصدة المستثمرة[1].

التعريف الثاني: إدارة الاحتياطيات هي عملية تكفل إتاحة قدر كافي من الأصول الأجنبية الرسمية المملوكة للقطاع العام للسلطات المختصة بصفة دائمة، كما تكفل سيطرة السلطات عليها لتحقيق مجموعه محددة من الأهداف لبلد أو إتحاد ما، وفي هذا السياق يعهد إلى الجهاز المعنى بمسؤولية إدارة الاحتياطيات وتسيير جميع المخاطر المصاحبة، مما يترتب عنه حماية الأصول وضمان توفرها من خلال استثمارها واستخدامها لحمايتها من التآكل[2].

مناقشة التعاريف:

من خلال التعريفين السابقين نستنتج أن:

- إدارة احتياطي الصرف الأجنبي تقتضي تأسيس سياسات ملائمة تعتني بإدارة مكونات احتياطي الصرف الأجنبي، من خلال البحث عن التوليفة الملائمة للأصول الاحتياطية، بما يتماشى والأوضاع الاقتصادية السائدة.

---

[1]- المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبي، صندوق النقد الدولي، 2001، ص1.

[2]- Jacobo De León La gestion des réserves de change de la Banque du Canada. REVUE DE LA BANQUE DU CANADA • HIVER 2000-2001, p,2.

- تتطلب إدارة احتياطي الصرف الأجنبي المتابعة المستمرة (الدائمة) لرصد المعلومات وتبني نماذج التنبؤ الحديثة الخاصة بتغيرات أسعار الصرف (العملات الأجنبية) وأسعار الأصول المالية (السندات الحكومية) وأسعار الموارد الأولية (الذهب والمحروقات) بالإضافة إلى معدلات التضخم السائدة في كل فترة.

نظراً لتأثيراتها الكبيرة على زيادة أو نقصان حجم الاحتياطيات.

- اختيار أدوات الاستثمار والمدة المقبولة لحافظة الاحتياطيات ، والتي تعكس ترتيبات كل بلد وظروفه الخاصة لحماية أصول الاحتياطيات من التآكل وضمان توفرها في أي وقت.
- إدارة احتياطي الصرف الأجنبي تتطلب وجود جهة أو هيئة قائمه عليها. لكن السؤال الذي يطرح في هذا الصدد هو من الجهة التي تدير هذه الاحتياطيات؟

والجواب هو أن الجهة التي تدير هذه الاحتياطيات تختلف بين البلدان والاتحادات النقدية، ففي بعض البلدان نجد أن البنك المركزي هو المسؤول عن إدارة هذه الاحتياطيات بحيث يعمل باعتباره إما الطرف الأساسي، أو يكون وكيلا عن جهة أخرى تودع لديها الاحتياطيات [1]، وهنا لا بد أن نشير إلى أن هناك عددا من البلدان يحتفظ بصناديق تثبيت أو ادخار مستقلة ترتبط عادة بالموارد غير المتجددة، عموما، هذه الصناديق لا تدخل ضمن تعريف الأصول الاحتياطية وبالتالي إدارتها تعود لجهات أخرى غير الجهات الرسمية التي تدير احتياطي الصرف الأجنبي، ولكن لا مانع من أن يستفيد القائمون على هذه الصناديق من المبادئ التوجيهية التي تتعلق بإدارة احتياطي الصرف الأجنبي وسنتناول لاحقا مسألة هذه الصناديق أي الصناديق السيادية*.

المطلب الثاني: أهمية وأهداف إدارة احتياطي الصرف الأجنبي.

1. أهمية إدارة احتياطي الصرف الأجنبي:

تتسم الممارسات السليمة لإدارة الاحتياطيات بالأهمية البالغة نظراً لأنها:

- يمكن أن تزيد من القدرة الكلية للبلد أو المنطقة على تحمل الصدمات، ويحصل مديرو الاحتياطيات من خلال تعاملهم مع مختلف المسائل المتعلقة بإدارة الاحتياطيات على معلومات قيمة تجعل صانعي السياسات على علم بالتغيرات التي تحدث على مستوى الاقتصاد العالمي

[1]-« L'évolution de l'activité de la banque centrale » BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX, Chapitre VIII du *67e rapport annuel*, Bâle, juin.1997, p,5

*- الاختلاف الرئيسي بين الاحتياطيات الرسمية وصناديق الثروة السيادية هو أن الأول تحتفظ بأصول " خالية من المخاطر " ، في حين قد تحتوي الأخيرة على الأسهم وسندات الشركات وأصول أخرى في محافظتها، والتغير في تركيبة عملة وأصول محافظ الصناديق السيادية هو ما يجعلها مهمة للأسواق المالية.

والأسواق المالية الدولية مما يمكنهم (مديرو الاحتياطيات) من الحصول على رؤية واضحة وشاملة للتحديدات والمخاطر المحتملة والفرص المتوفرة ، وقد ظهرت أيضا أهمية الممارسات السليمة لإدارة الاحتياطيات في الدراسات والتجارب المتعلقة بالمخاطر التي تفيد قدرة السلطات المختصة على الاستجابة بصورة فعالة للأزمات المالية، الأمر الذي ربما تسبب في زيادة حدة هذه الأزمات، ولذلك فإن ممارسة إدارة الاحتياطيات التي تتسم بالضعف نتج عنها تكاليف باهظة، وقد تحملت العديد من الدول خسائر فادحة كانت لها تبعات مباشرة وغير مباشرة على فعاليتها العامة.

- تستطيع السياسات والممارسات السليمة لإدارة الاحتياطيات أن تدعم الإدارة السليمة للاقتصاد الكلي ولكنها ليست بديلا لها، وكذلك عدم سلامة السياسات الاقتصادية (السياسة المالية، السياسة النقدية، سياسة سعر الصرف) يمكن أن يؤثر سلبا على إدارة احتياطي الصرف الأجنبي[1].

2. أهداف إدارة احتياطي الصرف الأجنبي.

تسعى إدارة احتياطي الصرف الأجنبي إلى تحقيق مجموعة من الأهداف يمكن إجمالها فيما يلي:

- تعطى الأولوية القصوى في إدارة الاحتياطيات عادة إلى توفير السيولة، كما يجب أن يكون تحقيق مستوى معقول من العائدات هدفا ذي أولوية أيضا مع مراعاة عاملي السيولة ودرجة المخاطر.
- تحديد حجم أمثل من احتياطي الصرف الأجنبي (كفاية الاحتياطيات) لتلبية مجموعة محددة من الأهداف لاقتصاد البلد.
- تقسيم الأصول الاحتياطية والاحتفاظ بجزء سائل للوفاء بالالتزامات ، وتوظيف جزء آخر واستخدام الجزء الباقي.
- من خلال إدارة الاحتياطيات يمكن السيطرة على مخاطر السوق والائتمان بأسلوب حكيم.
- حماية الاحتياطيات من التآكل من خلال عملية التوظيف والاستخدام.
- دعم الثقة في سياسات إدارة النقد وسعر الصرف، بما في ذلك القدرة على التدخل لدعم العملة الوطنية أو عملة الإتحاد .

[1]- Jacobo De León La gestion des réserves de change de la Banque du Canada.REVUE DE LA BANQUE DU CANADA, HIVER 2000-2001, p5.

- الحد من التعرض للأزمات الاقتصادية والمالية خصوصا، وبالتالي امتصاص الصدمات في الأوقات الحرجة.
- مساعدة الحكومة على تلبية احتياجاتها من النقد الأجنبي والوفاء بالتزاماتها الخارجية.
- إشاعة درجة من الثقة لدى المتعاملين والأسواق في قدرة البلد المعنى على الوفاء بالتزاماته الخارجية، مما يزيد من درجة جذب الاستثمارات والحصول على مصادر تمويل خارجية[1].
- توليد عائدات معقولة على المدى المتوسط إلى الطويل على الأصول المستثمرة.

المطلب الثالث: المبادئ التوجيهية العامة لإدارة احتياطي الصرف الأجنبي.

هذه المبادئ كلها توجيهية وليست إلزامية، ولكن كل دولة لها سياساتها الخاصة لإدارة احتياطياتها[2].

- إن احتياطي الصرف الأجنبي يشمل الأصول الأجنبية الرسمية لدى القطاع العام التي تكون متاحة للسلطا ت– النقدية خصوصا – بصفة دائمة وخاضعة لسيطرتها، وبالتالي إدارة الاحتياطيات تشمل إدارة الأصول التي تتكون منها هذه الاحتياطيات – العملات الصعبة، الذهب، حقوق السحب الخاصة– كذلك قد يشمل نطاق إدارة الاحتياطيات إدارة الخصوم وغيرها من المراكز المكشوفة بالعملة الصعبة واستخدام الأدوات المالية المشتقة.
- إجراء تحاليل لمزايا وتكاليف حيازة الاحتياطيات بالشكل الذي يسهل عملية إعداد الإستراتيجيات البديلة والخاصة بإدارة الاحتياطيات.
- ينبغي أن تكون إستراتيجيات إدارة الاحتياطيات متوافقة مع بيئة السياسات المميزة لكل بلد أو إتحاد، فإدارة الاحتياطيات في الدول النامية تختلف عن أدارتها في الدول المتقدمة ، نظراً لاختلاف حجم وهيكل اقتصادياتها ، خصوصا في مجال "صادراتها وسلة وارداتها" التي تعد أهم بند في التأثير على مستوى وحجم احتياطي الصرف الأجنبي.
- الأخذ بعين الاعتبار إستراتيجيات تسيير الدين الخارجي للحد من الحساسية إزاء التقلبات الخارجية لرصد الديون ووضع الاستثمار الدولي، والأدوات المطروحة في أسواق المال العالمية ومستويات أسعار الفائدة...

---

[1]- Kenneth.G.jone.p. **Les systèmes d'information de gestion,** organisation de réseaux et Stratégique, 6éme édition, paris, 2001.p,128.

[2]– المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبي.صندوق النقد الدولي.2001.ص4.

- توزيع وتحديد مسؤوليات كل طرف في إدارة الاحتياطيات ، بما في ذلك الترتيبات التنظيمية بين الحكومة والهيئة المختصة بإدارة الاحتياطيات وغيرها من الهيئات ، حتى تكون من الأهداف العامة للإدارة واضحة المعالم.
- الإفصاح عن المعلومات ومحاولة إيجاد هيئة لإدارة البيانات المتعلقة باحتياطي الصرف الأجنبي وفق جداول زمنية معلن عنها سلفا ، والمتعلقة بحجم الاحتياطيات ونسب مكوناتها ومجالات توظيفها، ومن الواضح أن الكثير من البلدان لا زالت تعاني من عيوب خطيرة فيما يخص البيانات المتعلقة باحتياطي الصرف الأجنبي، ولتحسين هذا الوضع لا بد من تقديم الدعم على المستوى الوطني للعمل الإحصائي.
- وضع إطار تشريعي وقانوني لإدارة هذه الاحتياطيات يحدد بوضوح مسؤوليات وصلاحيات الهيئة القائمة على إدارة هذه الاحتياطيات، ففي بعض البلدان تكون مسؤولية إدارة الاحتياطيات ومسؤولية إدارة الدين الخارجي تحت سلطة واحدة، ويعد هذا أمرا غير لائق مما يؤدي إلى اختلاف الأهداف والسياسات.
- لا بد أن تكون الإطارات المسؤولة العاملة في هيئات إدارة الاحتياطيات مؤهلة، كما يجب تطوير قدراتها ببرامج التدريب الجيد ويتبعون ممارسات علمية وعملية سليمة.
- يجب أن يكون هناك إطار يحدد ويقدر مخاطر عمليات إدارة الاحتياطيات ، ويسمح بإدارة المخاطر على أساس محددات ومستويات مقبولة نظرا لأن الاستثمار ينطوي عموما على درجة ما من المخاطرة ، ولهذا السبب قد تفضل إدارة الاحتياطيات الدولية الاستثمار لدى بعض المؤسسات المالية المضمونة لتقليل درجة المخاطر مقابل أن ترضى بعوائد أقل (مثل وضع الودائع أو شهادات الإيداع لدى أكبر عشرة بنوك في العالم أو لدى بنك التسويات الدولية)
- إدارة سعر الصرف الأجنبي هام جدا في إدارة الاحتياطيات التي قد تمنى بخسائر نتيجة التغيرات في أسعار صرف العملات، تحديد المناطق أو الدول التي نتعامل معها في مجال الواردات ، ويستدعي ذلك التنسيق مع جهات أخرى – وزارة التجارة مثلا – فقد تكون الواردات من منطقة ما والصادرات من مناطق أخرى مما يزج بالسلطات النقدية إلى ضبط أسعار الصرف وأخذها بعين الاعتبار في توليفة العملات الصعبة المكونة للاحتياطيات.
- إذا ما استدعت الضرورة السحب من الاحتياطيات لأي سبب من الأسباب (الدورية أو العارضة) فإن الأمر يتطلب سرعة تعويض هذا السحب وأن ينظر إلى الوصول إلى نطاق الأمان للاحتياطيات كهدف جوهري يتعين تحقيقه ، فإذا لم يتوافر هذا الحرص فقد تستنزف

احتياطيات البلد Réserve Depletion الأمر الذي يعرض البلد لمخاطر الضغوط الداخلية والخارجية ، والتي قد تجبره على تعديل سياسته الاقتصادية وأهدافه الاجتماعية ، أو أن يضطر إلى تطبيق سياسات غير مرغوب فيها من الناحية السياسية والاجتماعية.

- أما من حيث تركيبة عملات الاحتياطي فيجب الحرص على أن تكون متناسبة مع التوزيع الهيكلي لمدفوعات البلد الخارجية وبالذات واردات الدولة ، وتوزيع دينها الخارجي فيما بين العملات، وأن تحرص السلطات النقدية على المحافظة على قيمة هذه العملات دون تدهور، وهو الأمر الذي يتطلب تجنب أشكال الاستثمار التي قد تعرض هذه القيمة للتدهور والخسارة.
- وأخيرا،، فإن الإدارة الذكية والحذرة للاحتياطيات والتي قد تدار على أساس يومي تتطلب استخدام أحدث التقنيات المالية (الاتصالات السريعة بالأسواق، التدفق الملائم والمستمر للمعلومات، الاختيار السليم لوكلاء الاستثمار، الإدارة العلمية، نظم الحسابات الالكترونية وسرعة ودقة اتخاذ القرار...الخ) وكل ذلك يرتبط بداهة بتوافر هؤلاء الأفراد المؤهلين علميا، وذوي الدراية الكافية والخبرة العالية، والذين لهم القدرة على التحليل المالي ومعرفة مؤشرات السوق واتجاهاته، ومن المعلوم أن يخدم هؤلاء أقسام البحوث الاقتصادية بالبنوك المركزية وأن تمدهم بالدراسات والتنبؤات والتحاليل المتعلقة باتجاهات الأسواق النقدية العالمية.

وعلى العموم فإن جهاز الاحتياطيات يجب أن يسعى إلى تعظيم قيمة الاحتياطات ضمن الحدود المعقولة للمخاطرة التي تمثل إطاراً لإدارة الاحتياطيات، حتى تكون الاحتياطيات متاحة دائما عند الحاجة إليها، ونتيجة لذلك تميل محافظ الأصول الاحتياطية إلى تجنب المخاطر بدرجة عالية، الأمر الذي يترتب عليه إعطاء أولوية لسيولة الاحتياطيات والمحافظة على عدم تآكلها قبل اعتبارات العائد أو الزيادة في حجمها، ويقتضي هذا بالضرورة إجراء مفاضلة بين السيولة والعائد والمخاطرة عند وضع أولويات إدارة الاحتياطيات، فبعض البلدان قد شهدت أزمات بالرغم من امتلاكها لاحتياطيات معتبرة نسبيا مثل ما حدث لكولومبيا، ماليزيا و فترويلا في التسعينات[1].

[1]- la gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés,Angelika Lagerblom,bulletin de la banque de France, n 148 avril 2006, p5.

المبحث الثاني: متطلبات إدارة احتياطي الصرف الأجنبي.

في البداية تتطلب إدارة احتياطي الصرف الأجنبي وجود جهة أو هيئة قائمه عليها، تقوم برصد المعلومات وتبني نماذج التنبؤ الحديثة الخاصة بتغيرات أسعار الصرف (العملات الأجنبية) [1] وأسعار الأصول المالية (السندات الحكومية) وأسعار الموارد الأولية (الذهب والمحروقات) بالإضافة إلى معدلات التضخم السائدة في كل فترة، نظرا لتأثيراتها الكبيرة على زيادة أو نقصان حجم الاحتياطيات، كما تتطلب إدارة احتياطي الصرف الأجنبي المتابعة المستمرة (الدائمة) لاختيار أدوات الاستثمار والمدة المقبولة لحافظة الاحتياطيات، والتي تعكس ترتيبات كل بلد وظروفه الخاصة لحماية أصول الاحتياطيات من التآكل وضمان توفرها في أي وقت ، بالإضافة إلى كل هذه المتطلبات فان إدارة احتياطي الصرف الأجنبي تقتضي تأسيس سياسات ملائمة تتعلق بإدارة مكونات احتياطي الصرف الأجنبي، من خلال البحث عن التوليفة الملائمة للأصول الاحتياطية، بما يتماشى والأوضاع الاقتصادية السائدة[2]، وقد حاولنا ضبط كل هذه المتطلبات من خلال التعرض إلى محورين أساسين هما، توفير السيولة الاحتياطية الملائمة، مع السعي لتحقيق العوائد وتسيير المخاطر. وذلك من خلال المطلبين التاليين:

المطلب الأول: توفير السيولة الاحتياطية الملائمة.

المطلب الثاني: السعي لتحقيق العوائد و تسيير المخاطر.

المطلب الأول: توفير السيولة الاحتياطية الملائمة (الكفاية أو الحجم الأمثل للاحتياطيات).

1. تعريف السيولة Liquidity:

طبقا لقاموس أكسفورد تعرف السيولة على أنها قوة سرعة التحول الأصول إلى نقود جاهزة، فكلما ارتفعت سرعة تحول أي أصل من الأصول إلى نقود جاهزة كلما زادت درجة سيولة هذا الأصل، ولذلك تمثل النقود بالمعنى الضيق أعلى درجات السيولة[3].

والذي يهمنا هنا هو أن الاحتياطيات لا بد أن تتميز بالسيولة، والاحتياطي السائل هو ذلك الأصل الذي يمكن استخدامه بسرعة في تسوية المدفوعات الدولية [4]، ويمكن اللجوء إليه عند الحاجة، وبناءً عليه فإن الاحتياطيات السائلة إنما تشمل كافة الأصول التي تتمتع بالقبول العام في الوفاء بالالتزامات الدولية،

---

[1]- Prudence et circonspection,Comment les banques centrales des pays en développement peuvent-elles intervenir au mieux sur des marchés de changes instables ? Jorge Iván Canales-Kriljenko, Roberto Guimarães, Shogo Ishii et Cem Karacadağ Finances et Développement Septembre 2003, p, 29.

[2]– Anney.y.kester، تحسين إطار الإبلاغ عن الاحتياطيات الدولية. مجلة التمويل والتنمية، جويلية 2000 المجلد 36 العدد 2 ص 89.

[3]– زايري بلقاسم، إدارة احتياطي الصرف وتمويل التنمية في الجزائر، بحوث اقتصادية عربية، العدد41، شتاء 2008، ص9.

[4]– توماس ماير وآخرون، النقود و البنوك والاقتصاد ، ترجمة السيد احمد عبد الخالق، دار المريخ، 1997، ص 87.

وهناك من يضيف صفة أخرى في الاحتياطيات السائلة وهي سرعة تحولها إلى نقد أجنبي بأقل قدر من الخسارة. و يرى البعض الآخر أن السيولة هي القدرة على الدفع في الحال ومعنى هذا أن الأصول تكون مرتفعة السيولة إذا كانت لها القدرة على مواجهة المدفوعات الطارئة أو الفورية.

فأونصة من الذهب مثلاً في اعتقادنا أقل سيولة من 1000 دولار كورق (بتاريخ ماي 2008) وحتى نزيل الإشكال المتعلق بالسيولة ، نقول بأن السيولة درجات والعملة أعلى درجاتها. والجدول الم والي ،يوضح عناصرها واحتمالات استخداماات السيولة:

الجدول (2. 1) :عناصر السيولة واحتمالات استخدامها لكيان اقتصادي

عناصر السيولة	احتمالات استخدامها
• الأرصدة النقدية الحاصرة فعلاً. • موارد مالية قريبة المنال والاستخدام. • موارد مالية يمكن الحصول عليها بمجرد الطلب. • موارد نقدية يمكن الحصول عليها في الحال من جراء بيع الأصول دون تحقيق خسارة محسوسة. • موارد يمكن اقتراضها بسرعة بشروط ميسرة.	• مبالغ تسوية الديون والالتزامات قصيرة الأجل. • التزامات واجبة الأداء بمجرد الطلب. • مبالغ لازمة لشراء مواد ضرورية. • مبالغ لازمة لتسوية مدفوعات لا يمكن تأجيلها. • شراء سلع وخدمات بالكميات المعتادة.
رصيد السيولة = الفرق بين مجموع الموارد ومجموع الالتزامات.	

المصدر: رمزي زكي، الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية، دار المستقبل العربي، مصر،1994.ص 83.

من خلال الجدول نلاحظ أن عناصر السيولة تضم تلك الموارد النقدية والمالية المتاحة فعلاً، مثل الأرصدة النقدية الحاضرة، أو تلك التي يمكن الحصول عليها بسرعة إذا نشأت الحاجة إليها، مثل الأصول المالية التي يمكن الحصول عليها بمجرد الطلب، أو تلك المبالغ التي يمكن تحصيلها من جراء بيع بعض الأصول دون تحقيق خسارة محسوسة، أو تلك التي يمكن اقتراضها بسرعة وبشروط معقولة وميسرة، أما الجانب الأيسر من الجدول فيوضح كافة الالتزامات المحتملة الواجبة الأداء في الأجل القصير، مثل مبالغ تسوية الديون والمشتريات الضرورية العادية من السلع والخدمات...الخ.

2. الجدل القائم حول اعتبار الاحتياطيات المقترضة ضمن احتياطي الصرف الأجنبي أم لا.

هناك في حقيقة الأمر خلاف بين الاقتصاديين في هذا الصدد، فمنهم من يرى الاكتفاء بحساب عناصر السيولة المملوكة، ومنهم من يضيف إلى ذلك عناصر السيولة الممكنة الاقتراض بشروط معقولة، ومنهم من يفضل أن نأخذ ببعض عناصر السيولة المشروطة، وعلى الأخص الأكثر احتمالا، بالإضافة إلى السيولة غير المشروطة، ومنهم من يرى أن السيولة الدولية للبلد يجب أن تأخذ بعين الاعتبار مدى مقدرة Ability الاقتصاد الوطني في الحصول على الائتمان الخارجي، بل إن البعض يرى أن السيولة الدولية لبلد ما لا تعدو أن تكون مجرد حالة تقديرية في الذهن البشري ولا معنى لها في الواقع لأنها مصطلح غامض ومبهم و لا يمكن تقديره.

وعلى أية حال فإنه من الواضح أن معايير تقدير موقف السيولة الدولية، سوف تتفاوت باختلاف الدول فيما يتعلق بمركزها في حركة التجارة الدولية و باختلاف طبيعة المشكلات الاقتصادية التي تواجه كل منها، فضلا عن أن معيار أو معايير التقدير يتوقف على الغرض من إجراء التقدير نفسه.

ومع ذلك فنحن نرى أنه بالنسبة لحالة البلاد النامية، فإن أفضل معايير السيولة هو ذلك المعيار الذي يقيس السيولة على أساس مدى تغطية عناصر الإحتياطيات المملوكة وغير المشروطة للالتزامات الخارجية الواجبة الأداء في فترة قصيرة مقبلة (سنة مثلا)، فكلما ارتفعت هذه النسبة فكلما دل ذلك على تعاظم القدرة الذاتية للدولة على مواجهة أخطار عدم التوازن في ميزان المدفوعات، بل إنه كلما ارتفعت هذه النسبة معبرا عنها في شكل معدل الفترة التي تغطيها السيولة المملوكة للدولة، دل على أن هناك مساحة زمنية لا بأس بها، تمكن الدولة صاحبة العجز من المناورة في مجال المفاوضات مع مصادر السيولة المشروطة و المقترضة، و يعتقد البعض أن هذه الفترة الزمنية لا يجب أن تقل عن ثلاثة شهور، فحينما تلوح في الأفق بوادر عجز طارئ في ميزان المدفوعات، وتصبح الشواهد مؤكدة على حدوث هذا العجز، فإن الدولة تستطيع خلال هذه المدة، التي ذكرناها، أن تجري اتصالاتها عل نحو أفضل وهادئ للحصول على أفضل وأحسن شروط السيولة المقترضة، وهو أمر هام في تدعيم الاستقلال الاقتصادي للدول النامية في مجال علاقاتها الاقتصادية الخارجية، ذلك أنه إذا كانت نسبة السيولة لا تغطي إلا شهرا أو أقل من ذلك، فإن ذلك يجعل الدولة عرضة للوقوع في براثن الشروط المجحفة التي يتسم بها سوق الاقتراض الدولي في عالم اليوم، لأن عدم كفاية الإحتياطيات المملوكة إلا لفترة قصيرة جدا يجعل الدولة مضطرة للبحث بسرعة عن أية مصادر للاقتراض، ومن هنا يمكن القول أن إرتفاع نسبة السيولة المملوكة (غير المشروطة) هي مؤشر هام على مدى ما تبتغيه الدولة لنفسها من أمان واحتياط.

3. قياس سيولة الاحتياطيات الدولية:

إن مؤشر السيولة للاحتياطيات الدولية لا بد أن يأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين مستوى احتياطي الصرف الأجنبي والغرض الذي من اجله تطلب هذه الاحتياطيات الدولية، وقياس الاحتياطيات الدولية يتم على مستويين[1]:

3. 1. المستوى الأول: قياس الاحتياطيات الدولية على المستوى العالمي

ويعني ذلك مدى كفاية وملاءمة وسائل الدفع الدولية (الاحتياطيات الدولية) في تسوية أغراض التعامل في العلاقات الاقتصادية الدولية دون حدوث اضطرابات في أسعار الصرف والأسعار العالمية، وبالتالي قياس الاحتياطيات الدولية على المستوى العالمي هو أمر يتعلق بالاقتصاد العالمي ونظام النقد الدولي ، وعليه فهذا المستوى يربط بين حجم الاحتياطيات الدولية في العالم وحجم أو قيمة التجارة العالمية ، وفي هذا الخصوص يتم استخدام رقم الواردات في السوق العالمي كمرادف لحجم التجارة العالمية، إذ لا يخفى أن قيمة ما تستورده مجموعة من الدول يمثل بالطبع قيمة ما تصدره مجموعة أخرى، ولهذا فإن حجم التجارة يتطابق مع حجم الواردات العالمية ، وهكذا توصلت الدراسات والبحوث إلى قياس السيولة (الإحتياطيات) الدولية على النطاق (المستوى) العالمي طبقا للصيغة التالية:

$$L = \frac{R}{M}$$

حيث: L: نسبة السيولة (الإحتياطيات) الدولية.

R: مستوى الاحتياطيات أو وسائل الدفع الدولية.

M: قيمة الواردات العالمية.

وهذه النسبة يتم حسابها على أساس سلاسل زمنية محددة ، فإذا اتجهت هذه النسبة نحو الانخفاض فإن ذلك يعني أن الاحتياطيات (السيولة) الدولية غير كافية للوفاء باحتياجات الدفع في التجارة الدولية وبالتالي يحدث هناك اضطرابات في أسواق الصرف وارتفاع الطلب على القروض وما شابه ذلك من التذبذبات الاقتصادية الدولية، ونفس الأمر يحدث في الحالة التي تتجه فيها هذه النسبة نحو الارتفاع، وتعتبر هذه الجزئية التي تمت الإشارة إليها بحث قائم بذاته يمكن التطرق إليه وتفصيله من خلال رسائل ودراسات أخرى.

[1]- رمزي زكي، الاحتياطيات الدولية، مرجع سابق، ص 84.

والسؤال الوجيه والجوهري الذي يطرح في هذا المقام هو لماذا تهتم دول العالم بتكوين الاحتياطات الدولية؟

والإجابة بالقطع: لغرض مواجهة أحوال الطوارئ، وهي هنا على وجه التحديد العجز في ميزان المدفوعات، حتى لا تضطر إلى تنفيذ إجراءات المواءمة *، التي عادة ما تكون غير مرغوبة لإعادة التوازن لميزان المدفوعات، وبناء عليه لوكان مستوى الاحتياطيات كافيا للوفاء بهذا الغرض، فإن هذا يعني أنه مؤشر إيجابي لمدى كفاية السيولة الدولية و العكس صحيح في حالة عدم كفاية هذه الاحتياطيات ، ولذلك استحدثت صيغة أخرى لقياس مدى كفاية السيولة الدولية على المستوى العالمي، تشمل كل بنود ميزان المدفوعات بدلا من الاقتصار على الواردات كما سبق الإشارة إليه وهذه الصيغة هي:

$$L = \frac{R}{Dn}$$

بحيث: Dn: هي مجموع العجوزات الصافية لموازين مدفوعات دول العالم في فترة n.

والرموز الأخرى معرفة سابقا.

فإذا كانت هذه النسبة تساوي الواحد الصحيح فهذا يعني أن احتياطيات الصرف الأجنبي على المستوى العالمي كافية تماما لمواجهة أحوال العجز الطارئ في موازين المدفوعات لكل دول العالم، دون أن تضطر تلك الدول إلى إجراءات المواءمة [1] غير المرغوبة، ويعتبر العدد واحد صحيح نسبة مثلى لا يشترط في نظام النقد الدولي أن نصل إليه.

2.3. المستوى الثاني– قياس الاحتياطيات الدولية على المستوى المحلي:

عندما نتحدث عن هذا المستوى فإن الأمر يتعلق ببلد ما و خصوصا البلد النامي *، إذ أن المقصود بهذا المستوى ينصرف إلى مدى كفاية وسائل الدفع الدولية المتاحة للدولة لمواجهة العجز الطارئ في ميزان مدفوعاتها والمقاييس الأكثر شيوعا بالنسبة لاقتصاد البلد الواحد هو ذلك المقياس الذي يشير إلى عدد شهور الواردات التي تغطيها احتياطيات الدولة وهو مقياس هام يؤخذ به في الإحصائيات الدولية نظرا لبساطته وقوة دلالته وسهولة حسابه، كما أنه يربط بين الاحتياطيات وبين أهم إنفاق بالعملات الأجنبية (الواردات).

---

* - نقصد بإجراءات المواءمة: برنامج التعديل الهيكلي الذي يشمل سياسة التثبيت أو التكييف.

– في إطار **توفير السيولة على المستوى الإقليمي قررت 13 دولة من الدول الآسيوية في اجتماع البنك الآسيوي للتنمية في مدريد يوم 2008/5/4 إنشاء صندوق مشترك للاحتياطيات بالعملات الأجنبية بقيمة 80 مليار دولار، وذلك لاستخدامه في حالة وقوع أزمة مالية إقليمية بغرض حماية عملاتها ضد أية اضطرابات يمكن أن تحدث في المستقبل، ولضمان عدم تكرار أحداث الأزمة الآسيوية في النصف الثاني من التسعينيات في القرن الماضي، والتي كان لها آثارا مدمرة على اقتصاديات تلك الدول وعملاتها. ووفقا للمقترح فان المجمع سيعد بمثابة منظمة نقدية إقليمية للدول الآسيوية، لمواجهة الحاجة نحو الاقتراض من الخارج، وليمارس نفس الدور الذي يؤديه صندوق النقد الدولي ولكن على المستوى الإقليمي

و لقياس مدى تغطية الاحتياطيات لحاجيات البلد نطبق الصيغة التالية:

$$L = \frac{R0}{M} = \frac{R-D}{M}$$

حيث: L: نسبة الاحتياطيات الدولية الصافية.

R: مستوى الاحتياطيات الدولية التي بحوزة البلد.

D: مدفوعات خدمة الدول الخارجية و التزاماتها الأخرى.

M: قيمة الواردات.

R0: الاحتياطيات الصافية.

وهذه النسبة كما هو ملاحظ تراعي ظروف الدول النامية باعتبارها تميز بين إجمالي الاحتياطيات الدولية واحتياطي الصرف الأجنبي الصافي*، ويصبح الغرض من هذه الصيغة هو محاولة الإلمام بكل عناصر ميزان المدفوعات بدلا من الاقتصار على حجم الواردات فقط، ولتطبيق هذه الصيغة يتطلب الأمر أخذ فترة على الأقل 5 سنوات حتى يتم استبعاد التغيرات العارضة، ولو تذكر القارئ لبحثنا هذا، أننا تطرقنا سابقا في أقسام الاحتياطيات إلى ذكر الاحتياطيات المملوكة والمقترضة لأدرك أن:

$$L = L_1 + L_2$$

حيث: L_1: نسبة الاحتياطيات (السيولة) الدولية المملوكة.

L_2: نسبة الاحتياطيات (السيولة) الدولية المقترضة.

وبالتالي يمكن إدراج خدمات الدين والالتزامات الأخرى المشار إليها سابقا بالرمز D إلى النوع الثاني من السيولة الدولية المقترضة L_2.

ومن الواضح أنه إذا كانت نسبة السيولة (الاحتياطيات) الدولية أكبر من نسبة الاحتياطيات المقترضة فإن ذلك يشكل بالتأكيد وضعا أفضل للدولة في الوفاء بالتزاماتها، وإدارة احتياطي الصرف الأجنبي بكيفية تخدم النمو وتلبي حاجيات البلد.

4. كفاية الاحتياطات (البحث عن المستوى الملائم للاحتياطات):

يتعين على السلطة النقدية بادئ ذي بدء أن تحدد ذلك الحجم الملائم لاحتياطات البلد الذي يمكنها من مواجهة الاحتياجات الدورية وامتصاص الصدمات الخارجية الغير متوقعة (ارتفاع أسعار الواردات، نقص حصيلة الصادرات، صعوبات الاقتراض الخارجي، ارتفاع أسعار الفائدة .... الخ)، ولقد رأينا فيما تقدم أن هذا الحجم تحكمه عدة اعتبارات تتفاوت من بلد لآخر ، من هنا تبين لنا انه لا يوجد حجم أو

* – الاحتياطيات الصافية وهي التي تستثني الالتزامات الخارجية ويعد هذا النوع من أفضل الاحتياطيات لأنه يقيس مركز السيولة الحقيقي للبلد.

مستوى أمثل عام أو مقياس كمي مطلق يصلح لكافة البلدان، فالحجم المناسب والآمن للاحتياطات يجب البحث عنه وتحديده كميا في ضوء واقع كل بلد وما يحيط به من ظروف ومشكلات ، بيد أنه في جميع الأحوال يجب ألا يكون هذا الحجم مغالى فيه أو أقل من المستوى الآمن.

ومع ذلك يمكن تقسيم هذا الحجم الملائم والآمن للاحتياط يمكن إلى جزئين أساسيين، الأول يمثل الحد الأدنى والضروري للاحتياطيات التي يتعين توافرها في جميع الأحوال لمواجهة الاحتياجات الدورية المتوقعة، والجزء الثاني يمكن أن نطلق عليه الأرصدة (أو الاحتياطات) التحوطية، وهو يتمثل في تلك الأصول التي يمكن اللجوء إليها عند الضرورة لمواجهة أية صدمات غير متوقعة في ميزان المدفوعات ويمكن أن يكون أقل سيولة من الجزء الأول.

ومعرفة المستوى الملائم من شأنه أن يكون مفيدا إذا كان يتناسب أو يتطابق مع التنبؤات التي تم رصدها بشأن الأزمات الممكنة الحدوث، فقد يتعرض الاقتصاد إلى أزمة مفاجئة ليستترف هذا الحجم من الاحتياطي الذي تم رصده كمستوى كافي[1].

4. 1. نماذج أو قواعد تحديد كفاية الاحتياطات:

تبلورت البحوث في مجال السيولة الدولية في ربط العلاقة القائمة بين مستوى الاحتياطيات وبين الغرض الذي من اجله تطلب هذه الاحتياطيات ، وللحكم على مدى كفاية أو ملائمة الاحتياطيات ، وفي هذا المجال وجدنا عدة الدراسات و مقاييس مقترحة من الأدب الاقتصادي كمؤشر على كفاية الاحتياطيات ،يمكن تلخيصها فيما يلي:

4. 1. 1. نسبة الاحتياطيات إلى الواردات (R/IM) كمؤشر على كفاية الاحتياطيات.

تم اقتراح هذا المؤشر من طرف Triffin عام 1964 وهذه النسبة تتعلق بالحساب الجاري خصوصا ، ولها علاقة أيضا مع درجة انفتاح اقتصاد البلد، وتمثل الواردات إنفاقا لحصيلة الصادرات ومن ثم تؤثر على الإحتياطيات سلبا ، و هذا التأثير للواردات على الإحتياطيات يسمى " احتياطيات المبادلات" ويتم تصنيف الواردات عادة إلى ثلاثة مجموعات سلعية هي:

- **الواردات الضرورية**: وهي تشمل السلع الغذائية و الاستهلاكية الهامة (القمح، الزيوت، الأدوية،...) التي لا ينتجها الاقتصاد الوطني أو ينتجها بكميات تقل عن حجم الطلب الاستهلاكي الداخلي، ويضاف إليها الخدمات التي تحصل عليها الدولة من السوق العالمي، ولا يتوقع أن تستغني عنها في المستقبل، مثل خدمات النقل الجوي والبحري و التأمين وغيرها.

[1]- تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، الفصل الأول، أفريل 2008، ص 19 – 20.

- **الواردات الإنمائية**: وهي تضم مجموعة من السلع والخدمات التي تحتاج إليها الدولة في مجال الاستثمار والإنتاج، مثل الوقود وقطع الغيار والمواد الخام الوسيطية المختلفة والآلات وغيرها من التجهيزات المتعلقة بالإنتاج والاستثمار.
- **الواردات القابلة للضغط**: يمكن أن تصنف أنها شبه كمالية ويمكن الاستغناء عنها مثل السيارات و أجهزة التلفزيون المستحدثة وهواتف الجيل الأخير و المكيفات والرحلات السياحية (عدا العلمية منها) والمؤتمرات الغير ضرورية وغيرها من الخدمات المشابهة.

ويختلف هيكل هذه الواردات (كمجموعات ثلاثة) من بلد إلى آخر بنسب متفاوتة وبالتالي استتراف الاحتياطيات سيختلف طبعا حسب هيكل واردات كل دولة.

وقد تقوم الدولة أحيانا بزيادة احتياطياتها إذا زاد حجم وارداتها ، ومن ثم تؤثر الواردات على الإحتياطيات إيجابيا، ويسمى هذا التأثير الإيجابي للواردات على الإحتياطيات " احتياطيات الأمان " ولذلك غالبا ما نجد أن الدول تعلن عن غطاء الواردات لفترة زمنية اعتمادا على ما تملكه من احتياطي الصرف الأجنبي، وإذا أعقب الواردات الأثران معا فإن الأثر النهائي للواردات على الإحتياطيات يكون محصلة الأثر الأكبر وهنا نسجل حالتين:

- **الحالة الأولى**: إذا كان أثر المبادلات للواردات على الإحتياطيات أكبر من أثر الأمان للواردات على الإحتياطيات فإن محصلة الأثر النهائي للواردات على الإحتياطيات ستكون سالبة.
- **الحالة الثانية**: إذا كان أثر المبادلات على الإحتياطيات أقل من أثر الأمان للواردات على الإحتياطيات ، فإن محصلة الأثر النهائي للواردات على الإحتياطيات ستكون موجبة.

وعلى ضوء هذه التقديرات يرى الباحث، أنه هنا يأتي دور إدارة الإحتياطيات لتحديد سلة الواردات والضغط على المجموعة الثالثة (الواردات القابلة للضغط) التي ذكرناه سابقا في تحليل سلسلة الواردات بالإضافة إلى إتباع سياسة إحلال الواردات خصوصا في المجموعة الأولى (السلع الضرورية) إن أمكن.

وتجدر الإشارة هنا إلى أنه إذا كان ينظر في الماضي إلى أن 3 شهور تغطية للواردات تعد قدرا ملائما ومعقولا للمستوى الآمن للاحتياطيات، فإن الظروف الحالية التي تواجهها البلدان النامية المدينة ربما تتطلب زيادة هذا الرقم إلى 4 أو 5 أشهر .ومهما يكن من أمر فإنه يتعين على السلطة النقدية أن تجرى دراسات قياسية من واقع التجارب والخبرة التاريخية لتحديد ما يعد نسبة ملائمة وآمنة للاحتياطيات الدولية حسب وضعها الاقتصادي و المالي[1].

[1]- la gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés,Angelika Lagerblom,bulletin de la banque de France, n 148 avril 2006, p3.

ولا يمكن تحديده المستوى المناسب للاحتياطات دون الرجوع إلى حساب رأس المال إذ أن نسبة الاحتياطيات إلى الواردات (R/IM) : غير كافية لأنها لا تتعلق بكافة عناصر ميزان المدفوعات ، ولذلك اقترح Brown عام 1965 نسبة الاحتياطيات إلى القيمة المطلقة لاختلال ميزان المدفوعات كمؤشر على كفاية الاحتياطيات.ثم جاء بعده Robert H. Heller عام 1966 واقترح نسبة المستوى المتحقق فعلا من الاحتياطيات إلى المستوى الأمثل في سنة معينة ، وبشأن المؤشر الأفضل لتحديد كفاية الاحتياطات، فإن أكثر المقاييس استخداما، خاصة بالنسبة للبلدان النامية، هو المقياس الذي يشير إلى عدد شهور الواردات التي تغطيها الاحتياطيات، حيث يرى أنصار هذا المؤشر ومنهم صندوق النقد الدولي، أن الواردات هي أهم بنود ميزان المدفوعات نظرا لصلتها الوثيقة بمستويات الاستهلاك المحلي والناتج الجاري والنمو الاقتصادي ومن ثم فإن هذا المقياس يربط بين الاحتياطيات وأهم إنفاق بالعملات الأجنبية ،والجدول الموالي يظهر عدد شهور الواردات التي تغطيها الاحتياطيات في بعض اقتصاديات الدول الكبرى سنة 2004ر

الجدول رقم (2 .2): عدد شهور الواردات التي تغطيها الاحتياطيات في بعض اقتصاديات الدول الكبرى

الوحدة: (مليار دولار،%)

الدول	رصيد احتياطي الصرف	تغطية أشهر الواردات	النسبة المئوية للناتج المحلي En % de PIB
اليابان	817.7	22.35	19.0
منطقة اليورو	179.5	1.90	2.2
المملكة المتحدة	36.7	0.87	2.0
الولايات المتحدة	40.6	0.32	0.4
استراليا	30.4	3.42	6.0
الصين	514.5	13.75	35.6
كوريا الجنوبية	177.5	9.88	29.3

Source : FMI .EIU. oct. sept: 2004 hors commerce inta

4. 1. 2. نسبة الاحتياطيات إلى عرض النقود بالمعنى الواسع (R/M_2)

من المؤشرات الأخرى التي تم رصدها كدلالة على كفاية الاحتياطيات،خاصة في الفترة الأخيرة في البلدان ذات الأسواق الناشئة هي ما أطلق عليها أنظمة التحذير المبكر لوقوع أزمة مالية Emerly Warning Systems (EWS) وتشمل نسبة الاحتياطيات إلى عرض النقود بالمعنى الواسع (R/M_2)، هذه النسبة يمكن من خلالها معرفة درجة هروب رأس الأموال التي من شأنها هي الأخرى أن تضغط على

الإحتياطيات أو قياس درجة الثقة في العملة ، ومدى كفاءة النظام المصرفي، ويرى الباحث أن هذه النسبة تكون مفيدة أكثر إذا تم قياس الاحتياطات إلى القاعدة النقدية لأنها تظهر نسبة الأصول الأجنبية (الذهب والعملات الصعبة) التي تم رصدها في عملية الإصدار النقدي وكذلك إذا كان البلد يتبع نظام سعر صرف ثابت، فإن هذا المؤشر مهم لمواكبة التغيرات من أجل إضفاء نوع من الثقة والمصادقة للعملة.

على العموم إذا كانت دالة الطلب على النقود مستقرة نسبيا كما هو في بعض البلدان والثقة في العملة البلد متوفرة فإن الحاجة إلى هذه النسبة (الاحتياطات إلى النقود لمعناها الواسع) غير مهمة، والعكس تماما بخصوص البلدان التي تفتقد إلى عنصر الاستقرار والثقة، ولذلك إذا كان رصيد النقود بمعناها الواسع كبير مقارنة بالاحتياطيات فإن هذا يوحي بوجود كم هائل وكبير لهروب رؤوس الأموال والعكس في حالة كون الإحتياطيات أكبر من النقود بمعناها الواسع مع مراعاة جوانب أخرى مثل الالتزامات الخارجية، وهذه النسبة مهمة خصوصا بالنسبة للبلدان التي يتميز فيها النظام المصرفي بالضعف، لكن هذا يحتاج إلى أن نكمل تحليلنا للمصادر الأخرى الممكنة لهروب رؤوس الأموال.

4. 1. 3.نسبة الاحتياطيات إلى الديون الخارجية قصيرة الأجل (R/STED):

يتم بهذه النسبة مقارنة الإحتياطيات بحجم الديون الخارجية خصوصا على المدى القصير، هذه المقارنة مفيدة لقياس المخاطر المرتبطة بالتطورات السلبية التي تحدث على مستوى الأسواق المالية الدولية ، لأنه عادة سياسات التمويل بالنقد الأجنبي قصيرة الأجل لا تعتمد على الإحتياطيات و إنما باللجوء إلى الاقتراض من الأسواق المالية الدولية، فإذا كانت الديون الخارجية قصيرة الأجل أكبر من الإحتياطيات فهذا ينبئ بوجود خطر فعلي وأكيد على الاقتصاد المعني، لأنه عادة ما تتعلق الديون الخارجية قصيرة الأجل بالتعاملات التي يحتاج إليها الاقتصاد ولا يمكن إيقافها أو الحد منها إلا نادرا ، مثل تلك المتصلة بالائتمان التجاري الخاص بالواردات من السلع و الخدمات.

وكذالك نسبة الاحتياطيات إلى الديون الخارجية قصيرة الأجل تقيس قدرة البلد على الوفاء بالتزاماته الخارجية، وعدم الوفاء بهذه الالتزامات يعني أن البلد يعاني من نقص في السيولة الدولية مما يؤدي إلى هروب رأس المال أيضا.

يرى الباحث أنه في تحليل الالتزامات الخارجية ينبغي التميز بين القطاع العام والخاص، و أيهما الأكثر التزاما بتسديد المستحقات، فقد يقع التشكيك في الحكومة مثلا ويتجنب القطاع الخاص الوقوع في هذا التشكيك، إذ قد تكون له (القطاع الخاص) قدرة للوصول إلى الأسواق المالية كما هو الحال في البلدان المتقدمة.

لمحة عامة على بعض المؤشرات التي لها ارتباط مباشر أو غير مباشر بالاحتياطيات:

عناصر هذه المؤشرات عادة ما تكون مدة استحقاقها أقل من سنة و لذلك يقتضي الوفاء بها من سيولة الإحتياطيات .

الشكل (2 .1) : عرض بعض المؤشرات التي لها ارتباط مباشر أو غير مباشر بالاحتياطيات:

مؤشرات الاحتياطيات الدولية:	الاستعمال:
1. نسبة الاحتياطيات إلى الواردات	مقياس مفيد لتغطية احتياجات البلد من السلع والخدمات الأجنبية. أهم مؤشر لمدى كفاية الاحتياطي خلال عدد معين من الأشهر القادمة بدلا من الماضية .و هنا نركز على الأسعار المستقبلية للواردات.
2. نسبة الاحتياطيات إلى الديون الخارجية قصيرة الأجل	تقيس قدرة البلد على الوفاء بالتزاماته الخارجية
3. نسبة الاحتياطيات إلى النقود بمعناها الواسع	قياس التأثير المحتمل لفقدان الثقة في العملة المحلية وتحديد مخاطر هروب رؤوس الأموال وقياس مدى كفاءة الجهاز المصرفي.
4. نسبة الدين الخارجي إلى الصادرات	تحديد قدرة البلد على سداد الدين الخارجي وبالتالي الحصول على الاحتياطيات المقرضة.
5. نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي	لقياس مدى تحويل الناتج إلى صادرات من أجل تعزيز القدرة على تراكم الاحتياطيات.
6. متوسط سعر الفائدة على الدين الخارجي	لقياس عبء الدين ومن ثم ضبط نسبة استتراف الديون للاحتياطات.
7. حصة الديون الخارجية من العملات الأجنبية لإجمالي الدين الخارجي	مؤشر يفيد لقياس أثر تغيرات أسعار الصرف على الدين وبالتالي تؤثر هذه النسبة على الاحتياطيات .

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على عدة مصادر.

ونشير إلى أن نسبة الدين الخارجي إلى الصادرات مهمة جدا لأنها أقل تقلبا من نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي أو الدخل في وجود التغيرات في سعر الصرف الحقيقي ،كذلك ميزة الدين إلى الصادرات باعتبار هذه الأخيرة توفر الإطار العام لتسديد الديون، ويمكن اعتماد مؤشر آخر لدعم إدارة

الإحتياطيات وهو مؤشر خدمة الدين إلى الصادرات، لان ارتفاع خدمات الدين يؤثر سلبا على الاحتياطيات.

5. الاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية و تكلفة الفرصة البديلة:

5. 1. المفهوم الاقتصادي العام لتكلفة الفرصة البديلة:

تكلفة فرصة القيام بعمل من الأعمال تعني قيمة أحسن اختيار متروك.

ونعني بها أيضا أعلى قيمة متوقعة مضحى بها أي القيمة المتوقعة لأول خيار بديل، ومن المهم أن نعرف أن تحديد أهم خيار بديل و قيمته المتوقعة ترجع فقط إلى الجهة التي بيدها القرار ، ولهذا فإن تكلفة الفرصة تقديرية و ليست موضوعية قابلة للقياس من الآخرين ، فمثلا عندما تخصص الجزائر جزءا من الإحتياطيات لشراء الأسلحة يعني أنها تضحي بالاختيارات الأخرى،أما محاسبيا فلا يعد الاختيار المتروك تكلفة، ومن ثم فإن التكاليف وفق التسجيل المحاسبي لا تظهر قيمة الفرص المضحى به [1]، ولا بد أن نشير هنا إلى أن تكلفة الفرصة في استخدام الاحتياطيات هي تكلفة عامة وتعني الأجيال اللاحقة، حيث ينظر إلى منافع المجتمع المضحى بها وليست تكلفة خاصة ولذلك تظهر فكرة تكلفة الفرصة حينما تكون الأموال أو الموارد المدفوعة (نسب الإحتياطيات المستخدمة) لا تعكس هذه المنافع على المجتمع والاقتصاد، ويمكن معاينة ذلك على نتائج مخصصات برنامج الإنعاش و الدفع المسبق للمديونية في الجزائر مثلا .

كما ينطوي الاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية على تكلفة فهي في التحليل النهائي أصول مالية أي نقد أجنبي فضلا عن الذهب ، ومن الممكن استخدامها في أغراض أخرى ، هناك إذن نفقة الاحتياطيات، ولكن في مقابل تلك النفقة هناك منافع كثيرة تعود على البلد من جراء احتفاظه بهذه الاحتياطيات، وهي منافع متعددة (الدفاع عن سعر الصرف، تجنب تطبيق سياسات اقتصادية واجتماعية غير مرغوبة، الحفاظ على الثقة في الإدارة المالية للبلد، ومن ثم تسهيل الحصول على قروض جديدة ... الخ) وواضح أن الإدارة المالية الذكية لتلك الاحتياطيات يجب أن تستهدف تعظيم تلك المنافع بالمقارنة مع تكلفة الفرصة البديلة، بيد أن المشكلة التي تواجه الإدارة المالية لتلك الأصول الاحتياطية هي صعوبة قياس تلك التكلفة، ولتجاوز هذه الصعوبة قام سابستيان إدواردز لوضع تعريف لتلك التكلفة فحواه أن التكلفة البديلة الصحيحة هي صافي معدل اقتراض البلد(أي المعدل الذي تستطيع به الاقتراض من الأسواق الدولية مطروحا منه معدل ما تدره عليه الأصول التي تستثمر فيها احتياطياتها ، فلو افترضنا على سبيل المثال أن

[1]- رمزي زكي، فكر الأزمة، دراسة في أزمة علم الاقتصاد الرأسمالي والفكر التنموي العربي، مطبوعات مكتبة مدبولي، القاهرة 1987، ص 145.

جزء من احتياطيات البلد يقدر بحوالي 100 مليون دولار، وهو يستثمر في أصول مالية ذات درجة عالية من السيولة (مثل سندات البنوك وسندات الخزانة لمدة لا تتجاوز 3 شهور) وكان معدل العائد 3% (سنويا في المتوسط)، فمعنى ذلك أن استثمار تلك الاحتياطيات يدر في السنة مبلغ 3 مليون دولار، وإذا افترضنا أن معدل العائد في بورصة لندن لمدة ستة أشهر يساوي 6% مثلا – وهو المعدل الذي يمكن أن يستثمر فيه البلد احتياطياته أو أن يقترض به – فمعنى ذلك أن تلك الاحتياطيات كان من الممكن أن تدر مبلغا يساوي 6مليون دولار ، وعليه وحسب التعريف السابق لسابستيان إدواردز فإن نفقة الفرصة البديلة للاحتفاظ بتلك الاحتياطيات هو: 6 - 3 = 3 مليون دولار، وواضح من هذا المثال إنه كلما زادت نفقة الفرصة البديلة قل الطلب على تكوين الاحتياطيات الدولية والعكس صحيح .

ومهما يكن من أمر فلابد أن يكون ضمن الأهداف الرئيسية للسلطة النقدية تعويض تكلفة الفرصة البديلة، أو على الأقل جزء محسوس منها، وذلك "بإدارة حافظة الاحتياطيات إدارة مربحة و حذرة، والحذر هنا يقصد به تجنب تعريض الاحتياطيات للخطر، فلا يجب المغامرة باستثمارها في تقلبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة والمضاربات وعموما فإنه نظرا لعظم هذه المخاطر فربما يكون التقسيم الذي أجريناه للاحتياطات الدولية فيما بين (الحد الأدنى والضروري) الذي يجب توافره دوما عند درجات عالية من السيولة وللجوء إليه فورا دون تحقيق خسارة لمواجهة الاحتياجات الدورية المتوقعة، وبين تلك (الاحتياطيات التحوطية) التي يمكن اللجوء إليها لمواجهة أية صدمات خارجية غير متوقعة ، يعد تقسيما مهما في هذا الخصوص فالجزء الأول من الاحتياطيات يفترض أن يستثمر في أصول مالية شبه حاضرة أو قصيرة الأجل جدا مما يسهل تسييلها دون خسارة محسوسة، ولهذا ربما تكون ذات عائد منخفض أما الجزء الثاني والمتبقي من الاحتياطيات فيمكن استثماره في أصول طويلة الأجل نسبيا بهدف تحقيق عوائد مجزية و بأقل خطر ممكن.

المطلب الثاني: السعي لتحقيق العوائد و تسيير المخاطر

1. السعي لتحقيق العوائد:

ويتم ذلك من خلال إنشاء الصناديق السيادية أو تكوين المحافظ المالية أو شراء السندات الحكومية الدولية، وسيتم تفصيل هذه الجوانب في المبحث القادم. وبشكل موجز، يمكن فيما يلي رصد أهم المبادئ التي تنبغي مراعاتها عند إدارة للاحتياطيات بهدف تحقيق عوائد مجزية:

- عند اختيار الأوراق أو الصكوك أو الأصول الاستثمارية من كل عملة ينبغي بعد مراعاة معدل العائد، الحرص تماما على تقليل درجة المخاطر المحيطة بهذا الاختيار ، والتحوط من عدم الوفاء فالحرص على ذلك يتطلب تجنب كافة أشكال الاستثمار التي يمكن أن تسيء إلى المال العام،

ومن ثم إلى الأهداف المبتغاة من تكوين هذه الاحتياطيات. ولهذا ينبغي أن يقتصر الاستثمار على السندات الحكومية التي تصدرها الوكالات الدولية متعددة الأطراف (مثل سندات البنوك أو الصكوك الآجلة) والتي قد يكون الاستثمار فيها مطلوبا لتغطية مخاطر السوق، بيد أنه يجب النظر إلى هذا النوع الأخير من الاستثمارات على أنه (مجالات خطرة) ويتطلب الاستثمار فيها خبرة راقية وعالية وحذرة في نفس الوقت.

- يجب الحرص على توفير سيولة الحافظة ، ويكون ذلك عن طريق (تحديد نسبة مئوية دنيا يمكن تحويلها إلى الموازين النقدية دون خسارة كبيرة في رأس المال) وهذه النسبة يجب أن تساوي على الأقل ذلك الجزء من الاحتياطيات الذي يطلق عليه مصطلح (الحد الأدنى من الاحتياطيات) . ويرتبط بهذه النقطة ضرورة تحديد متوسط عمر الحافظة أو ما يعبر عن ذلك كنطاق أو مدى (حد أدنى 3 شهور وحد أقصى 15 شهرا) وهذا يفرض بالتالي قيودا على حرية الاختيار في إدارة هذه الحوافظ فلا يجوز اختيار سندات ذات عمر أطول وبكميات تقلل من نسبة السيولة المبتغاة.
- تحتاج الإدارة العليا إلى تحديد حافظة إستراتيجية طويلة الأجل تمثل أفضل موازنة متاحة بين مختلف المخاطر التي يواجهها جهاز إدارة الإحتياطيات، و تكون هذه الحافظة هي حافظة الاستثمار المعيارية للجهاز، وتدخل حيز التنفيذ من خلال إنشاء عدد من الحوافظ المعيارية الفعلية التي تتضمن العملات المختارة بالأوزان الترجيحية المفضلة، وأدوات الاستثمار المقرونة بخصائص ائتمانية ملائمة، والمدة التي تعكس المستوى المرغوب من مخاطر أسعار الفائدة، ويجب ألا تتضمن القواعد المعيارية عوامل عارضة أو تعكس حركات متوقعة قصيرة الأجل في الأسواق، وإن كان يتعين مدى ملاءمتها بصفة منتظمة، ويجري إدخال التغيرات على القواعد المعيارية نتيجة لما تشهده هياكل الأسواق أو خصائصها من تغيرات تمس بيئة الاستثمار، ويمثل اعتماد القواعد المعيارية للاستثمار ممارسة تحقق الانضباط في العملية الاستثمارية.

وثمة مناهج مختلفة في قياس المخاطر و السيطرة على حالات الإنكشاف الناجمة عن الانحراف عن القاعدة المعيارية، والقاعدة أن تحجيم هذا الإنكشاف يتم من خلال وضع حدود كمية على حجم أي انحراف عن القاعدة المعيارية من حيث العملة أو المدة أو الائتمان الذي يمكن أن يسمح به المسؤولون عن استثمار الإحتياطيات، وتدار مخاطر العملة عادة من خلال وضع حدود كمية على المدى المسموح به لانحراف أية عملة بمفردها، أو جميع العملات التي تتألف منها الحافظة المعيارية منظورا إليها ككل عن

هيكل الحافظة المعيارية ، ويمكن إدارة مخاطر أسعار الفائدة ومخاطر الائتمان عن طريق وضع قواعد معيارية مقرونة بمدة محددة وتقييد الانحراف الفعلي للحافظة من حيث تباين المدة ومنحني العائد .
وتعتبر القواعد المعيارية للاستثمار أداة هامة في تقييم أداء مديري الحوافظ ومساءلتهم، فأينما يسمح للمديرين بتجاوز حدود الحافظة المعيارية سوف يقيم الأداء وتحدث المساءلة من خلال مقارنة أداء الحافظة الفعلية بالأداء الذي يمكن أن تولده حيازة الحوافظ المعيارية، وإذا كان مديرو الحافظة يسعون للتوافق مع القاعدة المعيارية فإن تقييم الأداء سوف يستند أيضا إلى مقارنة الأداء الفعلي مقابل القاعدة المعيارية، و في كلتا الحالتين فإن القاعدة المعيارية تنشئ النقطة المرجعية لمساءلة جهاز إدارة الإحتياطيات من حيث اختياره للمخاطرة التي يمكن تحملها .

2. تسيير المخاطر:

سبق وأن قلنا أنه يتعين على السلطة النقدية بادئ ذي بد ء أن تحدد ذلك الحجم الملائم لاحتياطات البلد الذي يمكنها من مواجهة الاحتياجات الدورية وامتصاص الصدمات الخارجية الغير متوقعة، وبعد ذالك تحاول أن تحدد تكلفة الفرصة البديلة والسعي لتحقيق العوائد وتسيير المخاطر.
و لذلك يجب أن يكون هناك إطار يحدد ويقدر مخاطر عمليات إدارة الاحتياطيات ، ويسمح بإدارة المخاطر على أساس محددات ومستويات مقبولة، فإدارة الاحتياطيات تنطوي على عدد من المخاطر التشغيلية و المالية وعلى الرغم من عدم وجود صيغة (تسيير المخاطر) محددة تناسب كل الأوضاع، فان العديد من هيئات إدارة الاحتياطيات التي تستفيد عمليا من مبادئ إدارة الحوافظ المقبولة عموما في تحديد إستراتيجية اختيار الأصول و توزيعها للسيطرة على حجم الانكشاف للمخاطر الخارجية، وهذا ينطوي عادة على تعيين محددات كما يلي[1]:

ـــ حيازة العملة وتكوينها اللازمان للحفاظ على توتر العملات القابلة للتحويل في أي وقت.

ـــ مجموعة أدوات الاستثمار المسموح بها والتي تفي بمتطلبات السيولة و الأمان.

ـــ اشتراطات آجال الاستحقاق أو المدد التي تسمح بالحد من الانكشاف لمخاطر أسعار الفائدة أو مخاطر أسعار السوق.

ـــ يجب أن تشمل محددات المخاطر الحدود الدنيا المقبولة لمراتب الجدارة الائتمانية المعطاة للجهات التي تصدر الأدوات المالية التي تتعامل فيها الاحتياطيات الدولية

[1]- المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبي، صندوق النقد الدولي،2001، ص6.

وعلى العموم يواجه البنك المركزي قبل وإثناء وبعد عملية إدارته للاحتياطيات مجموعة من المخاطر نورد أهمها فيما يلي[1]:

2. 1. المخاطر الخارجية المرتبطة بالأسواق:

2. 1.مخاطر السيولة: نتيجة لرهن احتياطيات كضمان إضافي لدى مؤسسات مالية أجنبية لمساندة القروض المقدمة إما إلى لأجهزة محلية أو لفروع خارجية تابعة لجهاز إدارة الإحتياطيات، أصبحت الإحتياطيات غير سائلة إلى أن تم سداد القروض، وكذلك نشأت مخاطر السيولة من إقراض الإحتياطيات مباشرة إلى مثل هذه المؤسسات في وقت أدت فيه الصدمات التي واجهت الاقتصاد المحلي إلى عجز المقترضين عن سداد التزاماتهم ومن ثم تعطيل إمكانية تسييل الأصول الاحتياطية.

2. 1. 1. مخاطر الائتمان: نجمت خسائر عن استثمار الأرصدة الاحتياطية في أصول مرتفعة العائد دون إيلاء الاعتبار الواجب لمخاطر الائتمان المرتبطة بجهة إصدار هذه الأصول، كذلك أدى إقراض الأصول احتياطيات لبنوك محلية، وفروع خارجية تابعة لجهاز إدارة الاحتياطيات إلى تعرض بعض أجهزة إدارة الاحتياطيات لمخاطر الائتمان.

2. 1. 2. مخاطر العملة: قد يتعذر اجتناب بعض عناصر مخاطر العملة في حوافظ الأصول الاحتياطية ، إلا أنه قد حدثت حالات تم فيها اتخاذ مراكز كبيرة بعملات بلدان أخرى توقعا لحدوث تغيرات مواتية في أسعار الصرف المشتقة الرئيسية مستقبلا ، ولكن ما حدث هو تحرك أسعار الصرف في اتجاه معاكس مما تسبب في وقوع خسائر كبيرة في حجم الاحتياطيات.

2. 1. 3. مخاطر أسعار الفائدة: تعرضت الأصول الاحتياطية في بعض الحالات لخسائر ناجمة عن زيادات في عائدات السوق أدت إلى انخفاض قيمة الاستثمارات المتداولة إلى مستوى دون تكلفة الحصول عليها، كذلك وقعت خسائر في بعض الحالات نتيجة لعمليات شملت أدوات مالية مشتقة بما في ذلك اتخاذ مراكز كبيرة فيها ، فتأثرت الحافظة بالحركات المعاكسة الكبيرة والحادة التي شهدتها عائدات السوق، وفي بعض الحالات ربما افتقر مديرو الاحتياطيات إلى الفهم الكافي لجميع خصائص الأدوات المستخدمة ومخاطرها وربما أيضا إلى المهارات الفنية اللازمة لإدارة حالات الانكشاف للمخاطر.

[1] - Benaroya c Dissaux (1998) comment détecter les pays à risque le MOCI repris in problème économique N° 2548, PP 27.

2. 2. المخاطر التشغيلية:

2. **2. 1. مخاطر انهيار نظم المراقبة:** ظهرت بضع حالات سافرة من الاحتيال، وغسيل الأموال، وسرقة الأصول الاحتياطية، نتيجة ضعف إجراءات المراقبة أو عدم وجودها، وعدم كفاية المهارات المتوفرة، وضعف الفصل بين الوظائف والتواطؤ بين موظفي جهاز إدارة الاحتياطيات.

2. 2. 2. مخاطر الأخطار المالية: أدى الخطأ في قياس صافي مركز العملات الأجنبية إلى تعرض أجهزة إدارة الاحتياطيات وأسعار الصرف بصورة كبيرة وغير مقصودة، لخسائر ضخمة عندما تغيرت أسعار الصرف في اتجاه معاكس، وقد حدث ذلك أيضا في حالات اعتمد فيها قياس المخاطرة على مجرد الإشارة إلى تركيبة عملات الاحتياطيات التي تديرها مباشرة وحدة إدارة الاحتياطيات ، دون أن يشمل القياس الأصول والخصوم الأخرى المقومة بالعملة الأجنبية سواء المسجلة في الميزانية العمومية لجهاز إدارة الاحتياطيات أو غير مسجلة فيها.

2. 2. 3. مخاطر أخطار القيد المالي: عند قياس الاحتياطيات الرسمية المحررة بالنقد الأجنبي وإبلاغ بياناتها، أخطأت بعض السلطات بأن أدرجت في الاحتياطيات أرصدة تم إقراضها إلى بنوك محلية أو إلى فروع خارجية لبنوك محلية وفي حالات أخرى، أخطأ جهاز إدارة الاحتياطيات بأن أدرج في الأصول الاحتياطية أموالا قام بتحويلها إلى مؤسسة فرعية خارجية لتوظيفها.

2. 2. 4. خسارة الدخل المحتمل: في بعض الحالات، أدى عدم القيام في حينه بإعادة استثمار الأرصدة المتراكمة في حسابات مقاصة مفتوحة لدى بنوك أجنبية إلى خسارة إيرادات كبيرة كان يمكن أن تتحقق وتنشأ هذه المشكلة نتيجة لعدم كفاية الإجراءات المتعلقة بمراقبة وإدارة التسويات والتدفقات النقدية الأخرى، وكذا عدم كفاية الإجراءات المتعلقة بمطابقة الكشوف الواردة من الأطراف المقابلة مع السجلات الداخلية.

المبحث الثالث: استخدامات وتوظيفات احتياطي الصرف الأجنبي.

إن أهم الاستخدامات للاحتياطيات التي تستهدفها الاقتصاديات المقدمة هي توظيف احتياطياتها في تكوين الموارد البشرية، خصوصا بعدما انتهت من مسألة الاستثمار في البنى التحتية، إذ تسعى حاليا في هذا المجال إلى تحسين نوعية هذه البنى التحتية التي تم انجازها، لكن الأمر يختلف بخصوص البلدان النامية، وانطلاقا من هذه الاعتبارات حاولنا في هذا المبحث التفرقة بين استخدامات احتياطي الصرف الأجنبي، وتوظيفاته التي تسعى إلى تحقيق العوائد مع مراعاة مستويات المخاطر، وقد تم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين أساسيين :

المطلب الأول: توظيفات احتياطي الصرف الأجنبي ويشمل هذا المطلب، على عنصر إعادة تدوير الفوائض البترولية (البترودولار) مع التطرق إلى موضوع الصناديق السيادية، بالإضافة إلى التوظيف في السندات الحكومية الدولية.

المطلب الثاني: استخدامات احتياطي الصرف الأجنبي ويشمل هذا المطلب، على أهمية استخدام احتياطي الصرف الأجنبي في تسيير سعر الصرف ، بالإضافة إلى جعله(احتياطي الصرف الأجنبي) كأداة لتمويل برامج التنمية في إطار الطاقة الاستيعابية المحدودة للاقتصاد.

المطلب الأول: توظيفات احتياطي الصرف الأجنبي.

1. إعادة تدوير رؤوس الأموال البترولية – البترودولار–

على اثر ارتفاع أسعار النفط في العامين 1973-1974 و 1979 على التوالي بقرار من منظمة الأوبك (OPEC)، تحققت لدى الأقطار الأعضاء فوائض مالية ضخمة لم تستطع طاقتها الاستيعابية من امتصاصها، حيث ارتفعت هذه الفوائض من 5مليار دولار في نهاية عام 1973 إلى60 مليار دولار في عام 1974، وبعدها انخفضت ثم عاودت الارتفاع في عام 1979، حيث وصلت حسب تقديرات بنك إنجلترا إلى 106مليار دولار عام 1980 لتبلغ نسبة الارتفاع في الأسعار 150 % وقد تم توظيف هذه الفوائض المالية فيما بعد، في البلدان الصناعية[1].

[1]- رمزي زكي، العولمة المالية، دار المستقبل العربي، القاهرة، مصر، 1999. ص152.

الجدول رقم (2 . 3) : حجم ومواطن توظيف الفوائض النفطية(مليار دولار) سنة1978

البلد	مواطن التوظيف	القيمة
المملكة المتحدة:	سندات الدولة	1.9
	أوراق على الخزانة	0.4
	ودائع	4.1
	ودائع مصرفية	45.7
	استثمارات مباشرة	2.4
	استثمارات مالية	0.2
	متنوع	0.1
الإجمالي (1)		**56.9**
الولايات المتحدة:	سندات على الخزانة	8.3
	أوراق مالية	6.6
	ودائع مصرفية	14.3
	استثمارات مباشرة	0.3
	استثمارات مالية	13.5
	متنوعات	12.4
الإجمالي (2)		**55.4**
دول أخرى وهيئات دولية (3)		**123.7**
المجموع (1)+ (2)+ (3)		**236**

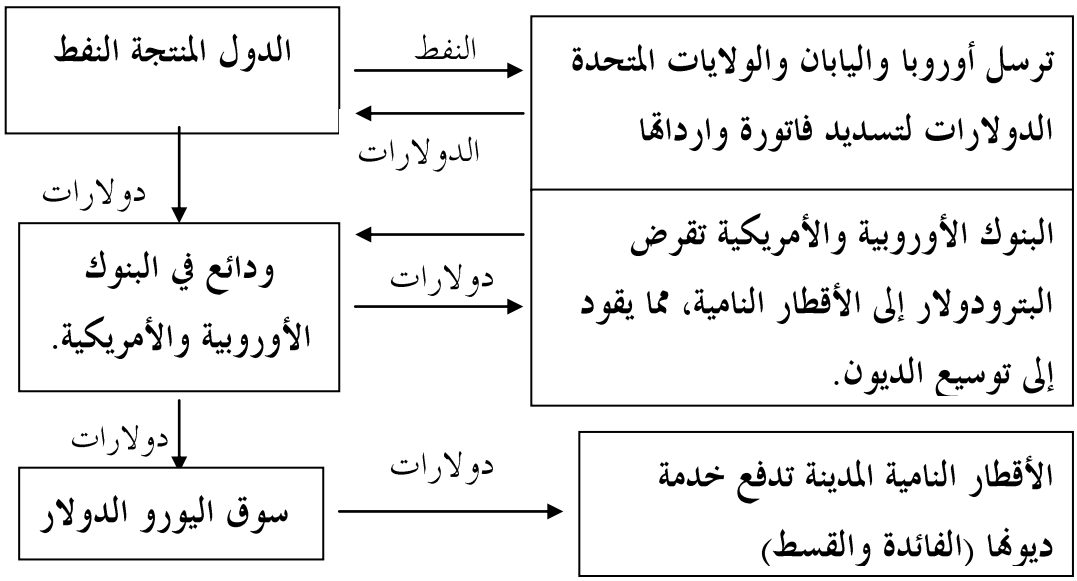
Source: Bank of England Quanerly Bulltin, Juin 1989.

طبيعة توظيفات الاحتياطيات (التي عرفت غالبا بالبترودولار) شهدت تطورات عدة ، ففي البدء خصصت هذه الفوائض لتوظيفات سائلة، ومن ثم وجهت نحو توظيفات أطول أجلا ونحو شراء أصول مالية وحقيقية ، والشكل الأكثر انتشارا لتوظيف الفوائض تركز في الودائع في البنوك الأوروبية والأمريكية، أما وجه التوظيف الثاني من حيث الأهمية فقد تركز في شراء سندات الخزينة، وقد كانت الولايات المتحدة الأمريكية المستفيد الأكبر من هذا التوظيف [1]، و البنوك الأوروبية والأمريكية قامت

[1]- وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، الطبعة الثانية 2006، لبنان، ص:450.

بدورها بإقراض الودائع التي تجمعت لديها، وقد أعطيت بغالبيتها إلى بلدان نامية صناعية، أو إلى بلدان مصدرة للبترول ذات قدرة امتصاص مرتفعة ومداخيل غير كافية لتغطية حاجاتها (المكسيك، فنزويلا...)، ممكنة بذلك حلقة تدوير البترودولار على الشكل التالي:

الشكل (2 .2) : آلية إعادة البترودولار.



المصدر: عرفان تقي الحسيني" التمويل الدولي" مرجع سبق ذكره، ص:195.

2 .إنشاء الصناديق السيادية*:

من المنظور العام الأكثر شمولا، يمكن القول أن تزايد الاستثمارات العالمية من جانب الحكومات في مجال إدارة احتياطياتها من النقد الأجنبي وغيرها من الأصول الاستثمارية العالمية هو أمر يعكس في حد ذاته توجهات ايجابية نوعاً ما نحو العولمة والتنويع الاستثماري. وعموماً تدير حكومات الدول استثماراتها السيادية الخارجية عن طريق سلسلة متنوعة من الآليات المؤسساتية والتي من بينها:

- **الآليات التقليدية** : التي تعتمد على قيام البنوك المركزية أو وزارات المالية بتولي مهمة إدارة الاستثمارات السيادية الخارجية ، وعادة ما تكون الأولوية في مثل هذا النوع من الآليات لاعتبارات السيولة النقدية وانخفاض المخاطر
- **صناديق الاستقرار**: وهي الصناديق التي تتراكم فيها الأموال الناجمة عن فوائض عوائد صادرات السلع بشكل خاص ، وتهدف تلك الصناديق أساسا إلى تحقيق أهداف تتعلق بالاستقرار الاقتصادي على المدى المتوسط، بما في ذلك درء التأثيرات الاقتصادية والمالية المحلية التي قد تنجم عن ارتفاع الإيرادات التصديرية.

* – المحافظ السيادية، صناديق الاستثمار الحكومية أو صناديق الثروة السيادية.

- **صناديق الثروات السيادية**، وهي الصناديق التي تتميز عموما بأهدافها الاستثمارية طويلة الأمد، ولذلك فإنها قد تشتمل بطبيعة الحال على تشكيلة متنوعة وعريضة من الأصول الاستثمارية. وعلاوة على ذلك فان حكومات كثيرة تمتلك أو تدير أو ترعى كيانات محلية (كالبنوك أو المؤسسات أو مجموعات الشركات) من خلال شراء شركات لها استثمارات في دول أخرى (خارجية)، وهي الاستثمارات التي تشتمل في كثير من الأحيان على مصالح شراكة مباشرة ذات تأثير اقتصادي ملموس.

ومن الناحية العملية، كل واحدة من الآليات المشار إليها آنفا قد تتألف من عدة عناصر مشتركة تجمع بين الآليات الثلاث ، والواقع أن هذه «الخلطة» تساهم في تعزيز وتأكيد ضرورة إخضاع صناديق الثروات السيادية إلى مزيد من الدراسة في إطار أوسع ألا وهو إطار الأنشطة الاستثمارية الخارجية التي تمارسها حكومات الدول، وتفضل الكثير من الدول استثمار احتياطياتها في أصول ذات عوائد مناسبة ودرجة من مخاطر منخفضة ،خاصة وأن الأمر يتعلق باستثمارات موارد فيها شركاء وهم الأجيال القادمة، وغالبا ما تكون هذه الاحتياطيات تصل إلى مستويات تزيد عن الاحتياطيات التمويلية لأغراض آنية، وبالتالي يستطيع القائمون على هذا الاقتصاد إنشاء صندوق للثروة السيادية بغرض إدارة تلك الأرصدة الإضافية من الاحتياطيات الدولية.

2. 1 . الدول المنتجة للنفط وإنشاء الصناديق السيادية:

هناك من ينادي بتحديد مستوى الإنتاج البترولي بما يغطي احتياجات التنمية في الدول المنتجة وإبقاء ما يزيد على ذلك في باطن الأرض وذلك عوضاً عن تعريض هذه الاستثمارات للملاحقة (وربما المساءلة) من قبل الدول المضيفة ، إلاّ أنّ الموضوع ليس بهذه البساطة ، فلدى الدول المنتجة مسؤولية دولية تجاه المحافظة على نمو الاقتصاد العالمي وازدهاره، كما أن المفاضلة بين إنتاج المزيد من البترول واستثمار العائد في الأسواق الدولية وبين بقائه في باطن الأرض يعتمد على السعر المتوقع له مستقبلا مقارنة بالعائد على الاستثمار في الأسواق المالية الدولية ، وليس بالضرورة أن هذه المفاضلة ستكون في صالح بقاء النفط في باطن الأرض، وحين تكون الثروات الطبيعية لبلد ما كبيرة بالقياس إلى حجم السكان فإنه ينبغي أن ينظر إلى إنشاء صندوق سيادي على أنه وسيلة مختلفة للاحتفاظ بتلك الثروة بهدف تحقيق عوائد أعلى من العوائد الضئيلة التي تتحقق من الاحتياطي الرسمي للدولة، ويتميز مورد النفط من زاوية النظر الاقتصادي **بخصيصتين:**

- التقلبات الحادة في أسعاره وإيراداته، والتي يصعب التنبؤ بها.
- كونه موردا غير متجدد.

الخاصية الأولى تتطلب من الدول النفطية تبني سياسات تهدف إلى تخفيف حدة تقلبات الإيرادات النفطية، واستقرار الإنفاق العام، أما الخاصية الثانية فتتطلب مراعاة حقوق الأجيال القادمة.

في ضوء هاتين الخاصيتين سارعت دول نفطية إلى إنشاء صناديق نفطية أو سيادية، وهناك دول تفكر بذلك. وتحمل هذه الصناديق مسميات مختلفة، ولكن العمل واحد، وهو إدارة الفوائض النفطية.

ويفترض أن تكون صناديق النفط أوعية للاستقرار والتثبيت، لتخفيف حدة تقلبات إيرادات النفط، و/أو أوعية للادخار لمراعاة حقوق الأجيال القادمة، فقد تنخفض الأسعار كثيرا دون توقعات الميزانية، ويتكون عجز، وعلاجه في الغالب مزيج من التقشف والاقتراض، ونعرف أن لجوء أي حكومة إلى خفض الإنفاق صعب، ولا يرغبه عموم الناس، وقد ترتفع الأسعار ويتحقق فائض كبير في الميزانية، كما هو حاصل في الدول الخليجية فإنفاق الفائض سهل، لكن التعامل معه بقدر عال من الفعالية والحكمة والرشاد صعب جدا، و لكن الأخطاء في توقعات أسعار النفط كثيرة، وانحرافها المعياري كبير، وظروف الدول النفطية متفاوتة، سكانا ومساحة ومعدل دخل للفرد، وكل هذه العوامل تقلل من فاعلية وظيفة الاستقرار، فقد تتزايد وتتراكم الفوائض مع مرور السنين، وقد تستنفد كلها أو معظمها خلال سنوات قليلة، ومن هذا المنطلق ظهرت حاجة الدول النفطية إلى إنشاء صناديق نفطية أو سيادية لتعمل على تعزيز جانب الإيرادات، ولا علاقة مباشرة لها بجانب النفقات، ولذا يرى بعض المحللين أن ضبط الإنفاق يأتي عن طريق قيود السيولة وبدون هذا القيد فإن الحكومة قد تلجأ للاقتراض حتى مع وجود الفائض، وهذا يمكن قبوله إذا كان الصندوق يحقق دخلا صافيا، بعد استبعاد ما يعادل خدمة الدين العام.

وقد أنشأت معظم الدول المصدرة للنفط صناديق استثمارية مملوكة للدولة يطلق عليها غالبا صناديق الثروات السيادية ،للاستثمار في الأصول المالية العالمية، على عكس احتياطيات البنوك المركزية ... فإن هذه الصناديق تمتلك محافظ مالية متنوعة تتكون من الأسهم و أدوات الدخل الثابت والعقار وودائع البنوك و الاستثمارات البديلة كالتي توفرها صناديق التحوط وشركات الملكية الخاصة، ومعظم الصناديق السيادية تخصص محافظها المالية بطرق تقليدية نسبيا من خلال فئات الأصول المتنوعة ، والبلدان المصدرة للنفط تريد استخدام أصول صناديقها للثروة السيادية للتحوط من تقلبات سعر النفط*.

وقد أصبح موضوع استثمار صناديق الثروات السيادية يحظى باهتمام كبير من قبل المختصين واللاعبين الرئيسيين الدوليين. وفي اعتقادي أن ما يشهده هذا الموضوع هو بداية لموجة من الدراسات والتعليقات

*- وفي هذا المجال يرى الباحث أنه على الصناديق الثروة السيادية أن تخفف من الأصول ذات الارتباط القوي بأسعار النفط، لان ذلك سيعزز من فك ارتباط الاقتصاد بالنفط، لا فائدة في اعتقادنا من إنشاء صناديق سيادية من فوائض النفط للاستثمار في أصول ذات ارتباط قوي بأسعار النفط ،في الوقت الذي تتعالى فيه الأصوات بالعمل على تنويع الدخل.

التي سيتلوها اتخاذ المزيد من الإجراءات لمتابعة وتقنين هذا النوع من الاستثمارات لجزء هام من الاحتياطيات الدولية، وفي هذا الصدد سنتعرض إلى أهم المحاور المتعلقة بهذا الموضوع مع إبداء بعض الملاحظات فيما يخص الجدل الحاصل حول هذه الصناديق عموما.

2. 2. تعريف صناديق الثروة السيادية:

هي عبارة عن صناديق مُكلِّفة بإدارة الاحتياطيات الدولية لحكومات الدول التي لديها مدخرات تفوق استثماراتها بشكل متواصل (فوائض متتالية في الحساب الجاري) ، مما وفر ثروات تطلبت سياسة استثمارية مدروسة نتج عنها حيازة هذه الحكومات لأصول مالية أجنبية (مقومة بعملة بلد آخر)[1].

وغالبا ما تتكون هذه الاحتياطيات لدولة ما عندما يتوفر لديها فائض متواصل في الحساب الجاري من ميزان مدفوعاتها مع العالم الخارجي إلى الدرجة التي تتراكم عندها هذه الفوائض المتتالية على شكل احتياطيات دولية تصل إلى مستويات تزيد عن الاحتياجات التمويلية لأغراض آنية، وبالتالي يستطيع القائمون على إدارة هذا الاقتصاد إنشاء صندوق للثروة السيادية بغرض إدارة تلك الأرصدة الإضافية من الاحتياطيات الدولية، وقد عرفت وزارة الخزانة الأمريكية صناديق الاستثمار السيادية بأنها صناديق استثمار حكومية تمول من احتياطيات العملات الأجنبية للدول المالكة، ولكنها تدار بصورة منفصلة عن احتياطيات العملات الأجنبية وتهدف إلى الربح من خلال الاستحواذ على حصص في أسهم الشركات الأجنبية.

والاختلاف الرئيسي بين الاحتياطيات الرسمية وصناديق الثروة السيادية هو أن الأول تحتفظ بأصول" خالية من المخاطر " مثل السندات السيادية، في حين قد تحتوي الأخيرة على الأسهم وسندات الشركات وأصول أخرى في محافظها، والتغير في تركيبة عملة وأصول محافظ الصناديق السيادية هو ما يجعلها مهمة للأسواق المالية.

2. 3. أنواع الصناديق السيادية:

تنشئ الحكومات صناديق الثروة السيادية لأسباب عديدة، وتشير التحليلات إلى وجود خمس أنواع من هذه الصناديق [2] يمكن التمييز بينها عموما وفقا لهدفها الأساسي:

- **صناديق الاستقرار**: ويتمثل هدفها الأساسي في حماية الميزانية و الاقتصاد ككل من تذبذبا ت أسعار السلع (النفط عادة).

[1] – الصناديق السيادية.. فقاعة اقتصادية أم فرصة استثمارية استثنائية ؟ مجلة عالم الاقتصاد، العدد 197. 01. 06. 2008، المصدر: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات الكويت.

[2] -**P**roblèmes économiques ;N° 2.95102, juillet 2008 , Les fonds souverains.

- **صناديق الادخار للأجيال القادمة:** وهي تهدف إلى تحويل الأصول غير المتجددة إلى حافظة أصول أكثر تنوعا.
- **شركات استثمار الإحتياطيات:** التي لا تزال أصولها تدرج في الغالب ضمن فئة الأصول الاحتياطية، و يتم إنشاؤها لزيادة العائد على الإحتياطيات.
- **صناديق التنمية:** التي تساعد عادة في تمويل المشاريع الاجتماعية والاقتصادية أو تشجيع السياسات المتبعة في قطاعات النشاط والتي يمكن أن تعزز نمو الناتج المحتمل في البلد المعني.
- **صناديق إحتياطيات طوارئ التقاعد:** التي تغطي (من مصادر بخلاف اشتراكات الأفراد في معاشات التقاعد) التزامات التقاعد الطارئة غير المحددة في الميزانية العمومية للحكومة .

2. 4. أهمية الصناديق السيادية

تنطوي صناديق الثروة السيادية على مجموعة من المنافع الاقتصادية و المالية المختلفة ، يمكن تلخيصها فيما يلي:

- الحد من تكاليف الفرصة البديلة لحيازة الإحتياطيات.
- تفيد في اجتناب دورات الرواج و الكساد في بلدانها المنشئة.
- تسهل ادخار عائدات الفوائض التي تحققها المالية العامة من صادرات السلع، و عملية الخصخصة ثم تحويلها للأجيال القادمة.
- تسمح صناديق الثروة السيادية أيضا بمزيد من التنويع في أصول الحافظة .
- زيادة التركيز على العائدات ، مقارنة بما يحدث عادة في حالة الأصول الاحتياطية التي يديرها البنك المركزي.
- مصدر دائم وقوي لتمويل الميزانية العامة من خلال عوائد الاستثمار الذكي.

ومن جانبها يجب أن تهدف السياسة الاستثمارية للصناديق السيادية ليس فقط إلى تحقيق العوائد المجزية على استثماراتها الخارجية ، ولكن أيضاً إلى تقديم صورة واضحة للعالم عن الدور الإيجابي الذي تقوم به هذه الصناديق سواء في دعم رؤوس أموال الشركات التي تستثمر فيها ، حيث إن بعضها مهدد بالإغلاق، أو في الحفاظ على الوظائف التي توفرها هذه الشركات، وعليها أيضا أن تظهر للعالم على أنها عامل استقرار للأسواق العالمية، لأنها مستثمر طويل الأجل مستعد لتحمل المخاطر، وليس لها أهداف سياسية تسعى لتحقيقها ، كذلك يتوجب على هذه الصناديق الامتثال وبشكل طوعي لأفضل معايير الأداء العالمي، والابتعاد عن الاستثمار في القطاعات الحساسة مثل تكنولوجيا الدفاع وفي الشركات التي

تمثل رموزا وطنية ، وكل هذا سيغير من نظرة العالم إلى الصناديق السيادية على أنها عامل استقرار مما سيعزز من المناخ الاستثماري ويساعد على تشجيع تدفق رؤوس الأموال حول العالم .

2. 5. مصادر أموال الصناديق السيادية

- البلدان التي تمتلكها لديها مدخرات فوق الاستثمارات تصب في نهاية المطاف في أيدي الحكومات.
- ملكية ثروة السلع (خصوصا النفط والغاز) ، إذ تعتبر عائدات النفط المصدر الأساسي للأموال أكبر الصناديق الاستثمارية السيادية في العالم، وبالتزامن مع ارتفاع أسعار النفط وازدياد واردات الدول المنتجة للخامات ازدادت ثروات هذه الصناديق.
- مدخرات بسبب الاقتصاد التصنيعي الذي يركز على التصدير، كما هي الحال في الصين وسنغافورة .
- نمو احتياطيات الكثير من البنوك المركزية . ويرجع الزخم الأساسي عموما وراء تزايد موارد صناديق الثروة السيادية إلى ارتفاع أسعار النفط وشيوع العولمة المالية واستمرار الاختلالات في النظام المالي العالمي حتى أسفرت عن تراكم سريع في الأصول الأجنبية لدى الكثير من بلدان العالم[1].

2. 6. اللاعبون الرئيسيون في الصناديق السيادية حسب أحجامهم [2]:

- مستثمرو أموال النفط؛
- البنوك المركزية الآسيوية خصوصا التي تستثمر في الأصول الأجنبية للمساعدة في تحقيق الاستقرار لعملاتها مقابل تقلبات ميزان المدفوعات، وهي تميل للبحث عن الاستقرار، وليس تضخم العوائد، وبالتالي فإنها تحتفظ بالاحتياطيات على شكل نقد وقروض حكومية طويلة الأجل؛
- صناديق التحوط؛
- الأسهم الخاصة؛

[1]- ملخص تقرير مؤسسة " ميريل لينش " حول الصناديق السيادية 2007 التقرير منشور في جريدة الجريدة 12 جويلية 2008.

[2]- نشرة صندوق النقد الدولي الإلكترونية، خطاب السيد يون ليبسكي، النائب الأول لمدير عامFMI ، 4 مارس 2008، ص 2 على الموقع الإلكتروني www.Inf.org/infsurvey تاريخ الاطلاع :12 أوت 2008.

- مؤسسات الاستثمار الحكومية، وصناديق استثمار أصغر و أكثر استهدافا، تستثمر بشكل مباشر في أصول الشركات المحلية والأجنبية، مت جنبة منهج المحافظ الاستثمارية التي تتبعه الصناديق السيادية؛
- الأثرياء الذين يضعون مبالغ ضخمة من ثرواتهم في الخارج، وغالبا ما يستخدمون الوسطاء في لندن و سويسرا؛
- الشركات التي تمولها و تسيطر عليها الدولة التي تستثمر في الخارج؛
- الشركات الخاصة التي تستخدم الأرباح المحتجزة، و الزيادات الرأسمالية لتمويل الاستثمارات في الخارج.

2. 7. حجم وعدد الصناديق السيادية.

ترجع نشأة الصناديق السيادية إلى عقد الخمسينيات من القرن الماضي و أقدم هذه الصناديق على الإطلاق أنشئ من قبل المستعمر البريطاني لإحدى الجزر الصغيرة في المحيط الهادئ (جزيرة جلبرت) بغرض استثمار الفوائض من تصدير سماد الطيور، وذلك بهدف المحافظة على دخل مستقر يمكن الصرف منه لإدارة شؤون الجزيرة، ولا يزال هذا الصندوق قائما حيث نمت موارده إلى أن وصلت إلى 9 أمثال الدخل السنوي للجزيرة.

إلا أن الصناديق السيادية شهدت نموا مزدهرا على المستوى العالمي خلال السنوات الخمس عشرة الماضية، وتشير الإحصاءات المتوفرة عن تلك الصناديق إلى أن حجم رؤوس أموالها الإجمالي كان يبلغ – على أقصى تقدير– نحو 500 مليار دولار في عام 1990 وأصبح 3تريليونات دولار في عام 2007 ومن المتوقع أن يصل إلى نحو 12تريليون دولار بحلول عام 2015 وذلك في ضوء الاتجاه العام الأكثر احتمالاً لنتائج الحساب الجاري العالمي ، ومن ثم أرصدة الاحتياطي الرسمي العالمي المتوقعة خلال هذه الفترة المستقبلية .

وتعد الكرة الأرضية ما يقارب أربعين صندوقا سيادي ا. هذه الصناديق في مجموعها تسيطر على نحو 2200 مليار دولار، توجد منها 2100 مليار دولار في أكبر 20 صندوقاً. وتعود ملكية أكبر سبعة منها (مرتبة حسب حجمها التقديري) إلى الحكومات التالية: أبو ظبي (625 مليار دولار)، النرويج (322 مليار دولار)، سنغافورة – الشركة الاستثمارية لحكومة سنغافورة (215 مليار دولار)، الكويت (213 مليار دولار)، الصين (200 مليار دولار)، روسيا (128 مليار دولار)، سنغافورة – تيماسك (108 مليارات دولار)[1].

[1]- إبراهيم سيف .الصناديق السيادية، حل للأزمات المالية...مجلة المجلة. 25. 6 . 2008

2. 8. طبيعة عمل الصناديق السيادية.

أنشئت هذه الصناديق من قبل الحكومات ذات الفوائض المالية بغرض استثمار هذه الفوائض داخليا وخارجيا، وكان الهدف في البداية قيام هذه الصناديق باستثمار عوائد بيع الثروات الناضبة بغرض توفير دخل سنوي مستقر لأطول مدة ممكنة وتخفيف التذبذب الحاصل في عوائد بيع هذه الثروات نتيجةً لعوامل السوق، إلاّ أنّ المفهوم تطور وأصبحت هذه الصناديق تستخدم لإدارة الرصيد الفائض من العملات الأجنبية كما في حالات كل من الصين واليابان وكوريا الجنوبية وسنغافورة وغيرها من الدول. والتركيز الحالي حول الأنشطة الاستثمارية لهذه الصناديق يتناول فقط أنشطتها الاستثمارية خارج حدودها ، لكنه قد يتناول مستقبلا أنشطتها في الداخل إذا ما قامت بتقديم حوافز للاستثمار تخالف تلك المتفق عليها في منظمة التجارة العالمية.

وحتى الوقت الحاضر كانت الدول تستثمر في منتجات من دون مخاطر مثل شراء الأسهم الممتازة والسندات الحكومية، غير أن الجيل الجديد تكيف مع التقنيات المالية المعقدة جدا، وطورت الصناديق السيادية إستراتيجية أكثر هجومية، إذ يكمن هدفها في استثمار فوائضها المالية، وتنويع استثماراتها، والتحول جذريا إلى التملك في مؤسسات وشركات كبرى ذات جدارة عالمية وعائد مالي مرتفع ، وبالتالي هناك عامل مشترك يوحد بين مستثمري أموال الصناديق السيادية وهو الرغبة المتزايدة لتحمل المزيد من الخطر لتحقيق عوائد أعلى، مما يتطلب إنشاء جهاز يكون مستقل ومنفصل عن وزارة المالية و مؤسسة النقد(البنك المركزي)، بحيث يركز (الجهاز) على تنمية الاستثمار * مع وضع آليات لإدارة هذا الجهاز ويتم نشر نتائج الاستثمار و العوائد بشكل دوري وشفاف.

وما يمكننا استنتاجه حول طبيعة عمل الصناديق السيادية من تجارب الدول التي تملكه، نلخصه فيمايلي[1]:

- لا يقوم البنك المركزي عادة بالعمل كذراع استثماري للدولة ولا تقوم الإدارات أو المنظمات التي تدار بالأسلوب الحكومي بإدارة هذه الاستثمارات ، ولذلك فالنموذج الأكثر تطبيقا هو تأسيس صناديق سيادية أو شركات وفقا للنظام السائد في البلد ، على أن تعمل مثل باقي الشركات الأخرى باستثناء تملك الدولة لكامل الأسهم، لتقوم بدور الجهاز الاستثماري للدولة

*– نرى أن يدير هذا الجهاز أو الصندوق مسؤول برتبة وزير يتبع مجلس الوزراء ، ويشرف على هذا المسؤول مجلس إدارة من القطاع العام والخاص، ويتم نشر نتائج الاستثمار و العوائد بشكل دوري أو يتم رفع تقرير لمجلس الوزراء و مجلس الشورى ، ويكون كل المنتسبين فيه من ذوي الخبرات المتناهية، ويتسموا بمرونة عالية، ولهم حوافز مغرية، وحتى مقر عملهم يجب أن يكون مفصولا عن المباني الحكومية الباقية و لا يوقفهم روتين أو نظام عقيم عن تفادي الأخطار وتحقيق أفضل استخدام لثروات البلاد.

[1]– Problèmes économiques ; No 2.95102, juillet 2008, Les fonds souverains

والقوة الموجهة للاستثمار، على أن تخضع للعلنية والشفافية وحوكمة الشركات وتدقيق الحسابات الخارجية وإدارة الاستثمار وفق قواعد الاستثمار التجاري البحت .

- لا يقوم صندوق أو شركة واحدة فقط بمسؤولية إدارة موارد الدولة ، بل يتم تأسيس شركة استثمارات في الوسائل والمنتجات المالية وشركة استثمارات في إدارة الأصول وتملكها، بالإضافة إلى تأسيس الشركات الجديدة.
- ليس هناك من تناقض بين ملكية الدولة لكامل رأسمال الصندوق أو الشركة الاستثمارية الحكومية، إضافة إلى تعيين مجلس إدارتها (شريطة أن يكونوا من الخبراء والمتفرغين) وبين انطلاق هذه الشركة في السوق المحلي والسوق العالمي باحثة عن الفرص الاستثمارية.
- تتم معاملة مسؤولي ومديري ومجلس إدارة هذه الصناديق أو الشركات باعتبارهم موظفي قطاع خاص ، وأن يحصلوا على مكافأة مجزية لأعمالهم حتى ولو كانت نسبة بسيطة من الأرباح كما تعمل الشركة وفقا لآليات القطاع الخاص.
- تشكل هذه الصناديق السيادية مصدر دائم وقوي لتمويل الميزانية العامة من خلال عوائد الاستثمار الذكي.
- تعتبر هذه الصناديق أداة قادرة على إنشاء شراكات اقتصادية مع شركات اقتصادية عملاقة ورائدة في مجالها على المستوى العالمي.
- تدل عوائد هذه الصناديق بوضوح على أن الاستثمار في سندات الخزينة ليس هو الطريق الأفضل بل ربما كان هو الطريق الأقل جدوى استثماريا.

2. 9. إدارة الصناديق السيادية:

القوانين المتعامل بها في قطاع إدارة الاحتياطيات في أي دولة، هي قوانين منبثقة عن البنك المركزي للبلد الذي يملك هذه الاحتياطيات. فالبنك المركزي هو الذي يدير الاحتياطيات، لكن من ناحية البرامج و النشاطات التي تعمل فيها الصناديق السيادية، فهي تخضع إلى قوانين البلد الذي تعمل فيه هذه الصناديق. وبصفة عامة المجال مفتوح للبنوك والحكومات في قطاع إدارة الثروات ، ويسعى قسم إدارة الثروات في بنك التسويات الدولي باعتباره بنك البنوك المركزية إلى لعب دور المرشد للمحافظة على هذه الاحتياطيات والثروات كاستثمار مستقبلي، وذلك باستثمارها في مجالات ذات عوائد مربحة وأكثر أمانا وتنويعا، وعند سعي الصندوق السيادي للحصول على حصة مسيطرة من أسهم الشركات الإستراتيجية في بلد آخر تثار قضيتان هما:

- فيما إذا كان الصندوق سيكون الطرف المناسب للسيطرة على الشركة.
- فيما إذا كانت الملكية ربما تهدد إحدى المصالح العامة ، و على هذا الأساس تسعى معظم الدول الكبرى إلى ضبط الإطار القانوني الذي تمارس فيه هذه الصناديق نشاطاتها[1].

والواقع انه يمكن القول أن الأنشطة الاستثمارية السيادية التي تمارسها الحكومات خارجيا وصلت حاليا إلى مستويات واسعة ومرتفعة، بحيث انه بات هناك مبرر قوي للمطالبة والدعوة إلى إيجاد جهد جماعي يهدف إلى وضع معيار مقبول عالميا ليكون بمثابة دليل يرشد الحكومات في أثناء قيامها بإدارة استثماراتها السيادية الخارجية، ويجب أن ينطبق ذلك المعيار على جميع تلك الأنشطة الاستثمارية بدءا بالأنشطة التقليدية المتمثلة في استثمارات احتياط بيت النقد الأجنبي، ومرورا بصناديق الاستقرار وصناديق الموارد غير المتجددة ووصولا إلى صناديق الثروات السيادية ، بما في ذلك الكيانات المملوكة للحكومة أو الخاضعة لسيطرتها كصناديق المعاشات التقاعدية (التأمينات الاجتماعية) والشركات الاستثمارية القابضة وغير ذلك من الأصول الخارجية المتنوعة ، وعلاوة على ذلك فان ذلك المعيار العالمي المتعلق بالاستثمارات الحكومية وإدارة جزء من الاحتياطيات من خلال صناديق الثروات السيادية يجب أن يغطي ويعالج على الأقل الجوانب التالية:

- **الأهداف والإستراتيجية الاستثمارية:** بمعنى انه ينبغي أن يساهم ذلك المعيار في إرساء قاعدة مفادها أن الأنشطة الاستثمارية التي تمارسها الحكومات عبر الصناديق السيادية ينبغي أن تكون قائمة على أساس أهداف واضحة ومحددة المعالم وان تعمل تلك الصناديق انطلاقا من إستراتيجية تحدد المسؤوليات والكيفية التي ينبغي أن تتم بها الدارة هذه الصناديق.
- **الحوكمة:** بمعنى أن يحدد المعيار بوضوح طبيعة الدور الذي من المفترض أن تلعبه الحكومات ومديرو آليات الاستثمار، مع تحديد الكيانات أو الجهات التي يحق لها أن تضع السياسات والكيفية التي يمكن من خلالها تطبيق تلك السياسات بالإضافة إلى ما يرتبط بذلك من ترتيبات تتعلق بالمساءلة والشفافية.
- **الشفافية:** ويشير هذا الجانب المهم إلى انه ينبغي أن يتوافر أكبر قدر من الشفافية في العمليات ذات الصلة بآليات الاستثمار الخارجي الحكومي عموما. وينبغي في هذا الصدد على أن الشفافية تساهم في تشجيع مبدأ المساءلة الأفقية بين الإطراف المعنية وبين المساهمين (سواء كانوا محليين أو دوليين) كما أنها تساهم في تشجيع مبدأ المساءلة الرأسية في داخل إطار العملية السياسية ذاتها. ومن الناحية العملية، يجب أن تشتمل الشفافية في حدها الأدنى على تقارير سنوية شاملة ومن

[1]- Problèmes économiques ;N° 2.95102, juillet 2008 , Les fonds souverains.

الأفضل أن تكون تلك التقارير فصلية (كل 3 أشهر). ومن المستحسن أن تشتمل مثل تلك التقارير على إفصاحات كمية كاملة حول استراتيجيات الاستثمار والعوائد والأرباح وطبيعة الاستثمارات، بالإضافة إلى مواقعها الفعلية ، ومن الأفضل أيضا أن يتم إخضاع كل تلك الأنشطة الاستثمارية إلى تدقيقات مالية ، وان يتم نشر نتائج تلك التدقيقات دوريا [1]، ويشمل **مؤشر الشفافية** "لينابيرج – مادويل" عشرة معايير أساسية تحدد مدى شفافية صندوق الاستثمار السيادي، على أساس أن كل معيار يضيف درجة إلى تصنيف مؤشر الشفافية المكون من 10 درجات، تلك المعايير هي:

- بيان الصندوق لتاريخه، وأسباب إنشاؤه، ومصادر الثروة فيه، وهيكل ملكية الحكومة.
- التزام الصندوق السيادي بإصدار تقارير سنوية مدققة من خلال مكتب محاسبة خارجي.
- بيان الصندوق لنسب ملكيته في الشركات والعوائد المالية والتوزيع الجغرافي للملكية.
- بيان حجم و مكونات والعائد على احتياطي الصرف الأجنبي، إن وجد.
- توفير الصندوق لقواعد إرشادية بشأن المعايير الأخلاقية، وسياسات الاستثمار، والالتزامات المالية ومدى تفعيل تلك القواعد.
- بيان صندوق الاستراتجيات وأهداف واضحة.
- التحديد الواضح من قبل الصندوق السيادي لمعلومات الاتصال وأي فروع له إن وجدت.
- تحديد الصندوق للمديرين الخارجيين. إن وجد.
- قيام الصندوق بإدارة موقع الكتروني خاص به.
- بيان الصندوق بعنوان مقره الرئيسي، ومعلومات الاتصال مثل الهاتف والفاكس.

- **القواعد السلوكية:** استنادا إلى نمط الآلية الاستثمارية وحجمها ونطاق أنشطتها، يجب أن يتم تحديد قواعد سلوكية أساسية تتعلق بكيفية إدارة تلك الآلية، وعلى سبيل المثال، من الممكن أن تغطي تلك القواعد النطاق والسرعة اللتين ينبغي للكيان الحكومي أن ينتهي من تعديل أوضاع محفظته الاستثمارية، كما قد تنص أيضا على ضرورة إجراء مشاورات رسمية مسبقة مع الدول المعنية حول فئات الاستثمارات وطبيعة كل فئة وما إلى ذلك من أمور تنظيمية

[1] - Simon johnson, la montée en puissance des fonds souverains, finances et développement, septembre 2007,pp,86

- **المساءلة:** وهذا الجانب يتعلق بمواطني الدولة مالكة الصندوق السيادي ومواطني الدولة المستضيفة لاستثمارات ذلك الصندوق ، فعلى سبيل المثال من الممكن أن يكون لدى مواطني الدولة المستضيفة تحفظات أو شكوك قوية إزاء دوافع ونوايا حكومة الدولة المالكة للصندوق السيادي، وبالتالي فانه ينبغي أن يكون لأولئك المواطنين الحق في مساءلة حكومة دولتهم المستضيفة لذلك الصندوق، بالإضافة إلى ذلك فان جانب المساءلة يتعلق بالمجتمع المالي العالمي عموما، بما في ذلك الإطراف الأخرى المشاركة في الأسواق المالية العالمية.
- **الحماية:** وهو الجانب الذي يخص مديري الكيان الاستثماري السيادي ، فكلما اتسع نطاق الإستراتيجية الاستثمارية الخاصة بمثل ذلك الكيان، كلما ازدادت احتمالية حدوث خسائر كبيرة بين الحين والآخر تماما كما هي الحال بالنسبة إلى احتمالية تحقيق مكاسب كبيرة. والهدف الأساسي من وراء توفير عنصر الحماية هو الحول دون حدوث سوء فهم أو ربما ما هو أسوأ من ذلك، كما أن مبدأ الحماية سيكون مفيدا للإطراف المشاركة الأخرى التي تخشى من أن يتم استبعادها من جانب الحكومات المستثمرة في أي لحظة. وعلاقة كل ذلك فان مبدأ الحماية يعتبر مهما جدا بالنسبة إلى الحكومات المالكة للصناديق السيادية، إذ أن تلك الحماية ستوفر لها الحد الأقصى من الحرية اللازمة للسعي وراء الفرص الاستثمارية التي تراها مربحة دون أن تواجه خطر الاعتراضات أو العراقيل من جانب حكومة الدولة المستضيفة أو من جانب القوى السياسية والبرلمانية الخاصة بتلك الدولة.

2. 10. جهود صندوق النقد الدولي في وضع آلية عمل الصناديق السيادية:

إدراكا للأهمية المتنامية التي تكتسبها صناديق الثروة السيادية و لدور صندوق النقد الدولي في مراقبة سلامة اقتصاديات البلدان الأعضاء و النظام المالي العالمي، قامت اللجنة الوزارية المفوضة – وهي اللجنة الدولية للشؤون النقدية و المالية – في أكتوبر 2007 بدعوة الصندوق إلى إقامة حوار مع البلدان الأعضاء للتوصل إلى مجموعة من الممارسات الفضلى الطوعية في مجال إدارة صناديق الثروة السيادية، واستجابة لهذه المبادرة من اللجنة، حقق صندوق النقد الدولي تقدما في العمل المعني بهذه الصناديق على عدد من الأصعدة:

- **تعميق التحليلات:** سعيا لتعميق الفهم الحالي لعمل صناديق الثروة السيادية، ينظم صندوق النقد الدولي مسحا حولها يساعد في تحديد أهدافها الاستثمارية وممارساتها المتعلقة بإدارة المخاطر، فضلا عن أطرها المؤسسية مثل هياكل الحكومة وترتيبات المساءلة.

- **تيسير التواصل:** نظم صندوق النقد الدولي في نوفمبر 2007 اجتماع المائدة المستديرة لمديري الأصول و الاحتياطيات السيادية والذي يتضمن جلسة تمهيدية مع القائمين على أهم صناديق الثروة السيادية، وحضر الاجتماع مندوبين رفيعي المستوى من البنوك المركزية، ووزارات المالية، وصناديق الثروة السيادية في 28 بلدا عضوا، وساعد عقد هذا الاجتماع على إعطاء دفعة للمناقشات المعنية بقضايا السياسات والقضايا المؤسسية والتشغيلية التي تواجه صناديق الثروة السيادية كما ساعدت الأطراف المعنية على التعلم من تجاربهم وتبادل الآراء فيما بينهم وتم الاتفاق في الاجتماع على مواصلة الحوار مع صناديق الثروة السيادية.
- **متابعة الحوار:** يتابع صندوق النقد الدولي الحوار عن طريق مزيد من الاتصالات مع صناديق الثروة السيادية في إطار عملية تعاونية تستهدف التوصل إلى رؤية متفق عليها بشأن أفضل الممارسات*.
- **التنسيق مع المؤسسات الدولية:** ينسق صندوق النقد الدولي ما يبذله من جهود بشأن صناديق الثروة السيادية مع "منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي "الواقع مقرها في باريس، كما يجري اتصالات وثيقة مع المفوضية الأوروبية، والبنك الدولي وغيرهما، وتقود منظمة " التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي "الجهود المتعلقة بالسياسات والقواعد التنظيمية للاستثمار في البلدان المتلقية.
- **وضع صياغة مسودة ميثاق شرف صناديق الاستثمار السيادية** : قام صندوق النقد الدولي بوضع وصياغة مسودة ميثاق شرف حول الإطار الذي تمارس فيه صناديق الاستثمار السيادية عملها، وتشمل هذه المسودة على المحاور التالية:

➢ ضرورة الالتزام بالاستثمار لأغراض تجارية بحته والبعد عن السعي لتحقيق أهداف سيادية.
➢ التنافس مع القطاع الخاص بصورة شريفة وعادلة.
➢ الالتزام بالحفاظ على استقرار أسواق المال العالمية.
➢ احترام تشريعات وقواعد الدول المضيفة التي تعمل الصناديق السيادية على أراضيها.
➢ الكشف عن حجم الأصول التي تديرها ونوعية الأنشطة التي تستثمر فيها وبأي عملات.

*- و حول هذه المسألة يقول عدنان مزارعي، المدير المساعد في إدارة تطوير و مراجعة السياسات و الذي شارك في المناقشات عن كثب: " لقد بدأنا حوارا مبدئيا مع صناديق الثروة السيادية بهدف تحديد ممارساتها الحالية في أمور كهياكل الحوكمة و المساءلة، حتى يتسنى التوصل إلى توافق في الآراء بشأن أفضل الممارسات .

- إتاحة المعلومات الاقتصادية الحساسة بحوزة الصناديق للمسؤولين السياسيين في الدول المالكة للصناديق.

ومن المسائل التي أثيرت أيضا كيفية إدخال صناديق الثروة السيادية ضمن صياغة السياسة المحلية القطرية، وفي نفس الوقت تشعر عدم البلدان التي لديها صناديق من هذا النوع بالقلق من القيود الحمائية المفروضة على استثماراتها و هو ما يمكن أن يعيق تدفق رؤوس الأموال الدولية.

ويعكف الصندوق علي وضع الآليات المناسبة لقياس أداء هذه الاستثمارات ولإعلان هذا الأداء على مواطني الدولة، وفي هذا الصدد هناك عدة طرق منها:

مقارنة أدائها بأداء البنوك الاستثمارية، غير أن نظرة هذه الصناديق هي في العادة طويلة الأجل وبالتالي لا يمكن محاسبتها على أساس أداء سنة واحدة.

مقارنة أدائها بأداء الوقفيات مثل الجامعات الأمريكية حيث أشار أحد المختصين إلى أنّ عوائدها السنوية تصل في المتوسط إلى 10 في المائة ويتوقع صندوق النقد الدولي أن تؤدي جهوده المعنية بصناديق الثروة السيادية إلى توفير سلعة عامة يتاح استخدامها للصناديق القائمة والجديدة بما يكفل حسن تنظيمها، وسلامة هياكلها الحكومية، وقوة أطرها الموضوعة لإدارة المخاطر، وكفاية مستوى الشفافية المرجى في أعمالها، ومن المتوقع أيضا أن تساعد هذه الممارسات على تهدئة بعض المخاوف المحيطة بصناديق الثروة السيادية، والحد من الضغوط الحمائية، والسماح للنظام المالي الدولي بأن يظل مفتوحا.

وإضافة إلى ذلك، سوف تهدف جهود الصندوق إلى تعميق الفهم الراهن لدور صناديق الثروة السيادية ومدى أهميتها في إطار السياسة الاقتصادية الكلية للبلدان المقامة فيها، إلى جانب مساعدة المجتمع الدولي على وضع تقدير أفضل لتأثير أنشطة هذه الصناديق على الاستقرار المالي وتدفقات رؤوس الأموال عالميا.

وقد سبق للصندوق أن وضع مبادئ توجيهية مشابهة، لاسيما في مجالات شفافية مالية العامة، وإدارة إحتياطيات النقد الأجنبي.

كما رحب خبراء صندوق النقد الدولي بعمليات ضخ السيولة التي قامت بها هذه الصناديق نظراً لما حققته من أثر إيجابي على استقرار الأسواق العالمية ، ويشير خبراء الصندوق إلى أنه من منظور الأسواق المالية الدولية يمكن لهذه الصناديق أن تساعد في رفع الكفاءة التوزيعية للإيرادات المتحققة من فوائض الموازين التجارية السلعية في الدول المختلفة مع العالم الخارجي ، وأن تعزز سيولة أسواق المال بشكل عام، وخاصة خلال فترات الضغوط المالية العالمية حيث يغلب على نشاط هذه الصناديق طابع الاستثمارات طويلة الأجل مع ندرة اللجوء إلى السحب من الموارد المستثمرة بما يسمح لها بالصمود أمام ضغوط السوق خلال فترات وقوع الأزمات ، وكذلك التخفيف من حدة التقلب، ومن الجدير بالذكر

يشجع الصندوق الدول المصدرة للموارد غير المتجددة على إنشاء مثل هذه الصناديق تحسبا لأيام عصيبة قد تتعرض لها اقتصادياتها في المستقبل.

وأعربت المفوضية الأوروبية عن رغبتها في تطبيق النموذج النرويجي كمعيار لنظام طوعي للاتحاد الأوروبي بشأن صناديق الثروة السيادية المملوكة للحكومات ، واقترحت المفوضية اضطلاع صندوق النقد الدولي بدور تصميم ميثاق شرف عالمي ينظم معاملات صناديق الثروة السيادية ويحقق الشفافية ولكنها احتفظت لنفسها بالحق في اقتراح تشريع للتعامل مع مثل هذه الصناديق في حالة فشل الوسائل الاختيارية في تحقيق الشفافية المنشودة.

ونادت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بضرورة التزام صناديق الثروة السيادية بمبادئ الشفافية وفقاً لقواعد السوق ، وعدم مبالغة الدول المستضيفة في التشكيك بها والشروع في سن تشريعات من شأنها أن تمنع تدفق استثماراتها بدعوى حماية الأمن القومي خاصة وأن هذه الصناديق تدعم الاستقرار المالي العالمي حيث أنقذت أسواق (وول ستريت) و(سيتي جروب) مما ساهم في نجاح إعادة الهيكلة المالية للمؤسسات العاملة في كل من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة، واقترح وزراء المالية الأوروبيون (ديسمبر 2007) إمكانية فرض قواعد جديدة تحمي الشركات المحلية في تنامي نفوذ هذه الصناديق السيادية.

ومن غير المحتمل أن تختفي ظاهرة صناديق الثروة السيادية على المدى المنظور، حيث تقوم أساساً على فائض الحساب الجاري، ومن ثم فلن تصبح أقل أهمية إلا إذا تعرضت الدول التي تملك فوائض كبيرة إلى عجز متواصل في الحساب الجاري. وقد التزمت الدول الكبرى بخطط من شأنها الحد من اختلال التوازن في حساباتها الجارية مما يحد من نمو الصناديق السيادية. ولكن التطورات المتسارعة التي يشهدها الاقتصاد العالمي يصعب معها الجزم بتراجع الاختلال في توازن الحساب الجاري على المدى المنظور، فقد يتسارع النمو العالمي أو يتباطأ، والمرجح أن يؤثر ذلك على أسعار السلع الأساسية والمواد الخام ، وفي حالة بقاء أسعار تلك السلع مرتفعة، فإن الدول المصدرة لها ستحقق فائضا كبيرا على المدى المنظور، وإذا ما هبطت أسعارها، فإن الفائض الذي تحققه الدول الآسيوية المصدرة للمنتجات المصنعة قد يزداد، من جهة أخرى.

ويتمثل الخطر الحقيقي في أن صناديق الثروة السيادية وأشكالا أخرى من وسائل الاستثمار التي تساندها الحكومة قد تدفع الدول المستضيفة لهذه الاستثمارات إلى فرض قيود على معاملات الحساب المالي والرأسمالي من موازين المدفوعات مع العالم الخارجي.

2. 11. الصندوق النرويجي كمعيار امثل للصناديق السيادية.

حيث يعد الصندوق مثالياً من حيث تطبيقه لمبادئ الشفافية والإدارة الرشيدة والقواعد المحاسبية المتفق عليها دولياً وفقاً لتقارير مالية فصلية منتظمة ، ويهدف إنشاء الصندوق النرويجي عام 1996 بشكل أساسي إلى استثمار العائدات المرتفعة من النفط والغاز في أصول مالية أجنبية من أسهم وسندات أجنبية، وتحتل النرويج حالياً المركز الخامس من حيث الصادرات النفطية على المستوى العالمي

ويعتبر صندوق الثروة السيادية النرويجي في الغالب المعيار الذهبي لصناديق الثروة السيادية ،وتنتهج النرويج إستراتيجية جيدة وشفافة لإدارة أصول الصندوق الحكومي للإيرادات النفطية ، وتتحمل وزارة المالية المسؤولية الكلية لإدارة أصول الصندوق ووضع إستراتيجية للاستثمار، ولكنها فوضت للبنك المركزي مهمة الإدارة التشغيلية للأصول لضمان الاستقلالية عن السياسة النقدية للبنك، وقد أنشا البنك المركزي بدوره وحدة مستقلة لإدارة الاستثمار، وتعتمد وحدة إدارة الاستثمار على شركات الاستثمار المهنية في إدارة حافظة أسهم الصندوق بينما تدير الوحدة نفسها حافظة السندات، وتنشر تقارير سنوية وربع سنوية في حينه، وتنشر أيضا على موقع البنك المركزي بشبكة الإنترنت وتشتمل هذه التقارير على معلومات مفصلة تتضمن التغيرات الأخيرة في إدارة الصندوق، والتحويلات من الموازنة وإليها، والاتجاهات العامة في السوق، وعائدات الاستثمارات والدخل، والاتجاهات العامة بشأن التعرض للمخاطر، والتكاليف الإدارية، وعلاوة على ذلك، يصدر البنك المركزي بانتظام بيانا صحفيا يلخص الأداء المالي ربع السنوي للصندوق ، وتراجع حسابات الصندوق بواسطة محاسب عام مفوض من الحكومة، ووفقا للمبادئ التوجيهية الاستثمارية للصندوق، تستثمر جميع الأصول في الخارج في أوراق أجنبية وأدوات ثابتة الدخل[1].

وتعامل أصول الصندوق بصورة مستقلة عن احتياطيات النقد الأجنبي الرسمية ، وكانت الاستثمارات، أصلا، قاصرة على أدوات مالية منخفضة المخاطرة بفوائد مثل السندات والأذون التي تصدرها حكومات أخرى أو مؤسسات دولية عالية المرتبة مع تحديد تكوين عملات الحافظة على أساس أوزان واردات النرويج. وقد تنوعت في السنوات الأخيرة حوافظ السندات والأسهم للسماح بتوزيع إقليمي (أوروبا 50 %، وأمريكا الشمالية 30% وآسيا 20 %) مع تخصيصات محددة لواحد وعشرين بلدا توجد بها أسواق مالية متطورة، وروجعت أيضا المبادئ التوجيهية للاستثمار لتعكس الاعتبارات البيئية.

[1]- Simon johnson, la montée en puissance des fonds souverains, finances et développement, septembre 2007,pp,87

3.التوظيف في السندات الحكومية:

3. 1. استراتجيات الاستثمار في السندات:

من الأمور المفيدة حقا أن يلم مديرو البنوك والشركات بمخاوف مستثمري السندات الحكومية ، ويحاولوا استيعاب بعض الاستراتيجيات التي قد يتبعها المستثمرون للتعامل مع تلك المخاوف ، باعتبار هذه السندات ملجأ امن لتوظيف الاحتياطيات الدولية، ويمكن إجمال استراتجيات التوظيف أو الاستثمار في السندات الحكومية في النقاط التالية:

- عادة ما تكون مخاطرة المركز الائتماني للسندات ضئيلة إذا ما قورنت بالأسهم ولاسيما بالنسبة لدين حكومي وتتسم السندات الحكومية المحلية بأنها خالية من المخاطرة.
- عندما تكون مخاطرة المركز الائتماني ضئيلة تقدم السندات دخلا أكيدا من الممكن توقعه في المستقبل للمستثمرين ممن يرغبون في الاحتفاظ بالسندات حتى حلول تاريخ استحقاقها.
- يتميز تحديد سعر السند بأنه أكثر ثباتا وتأكيدا من تحديد سعر السهم ، وعلى الرغم من أن أسعار السندات تختلف باختلاف العائدات فإنه يمكن التوقع بأي تغير للسعر يصاحبه تغير في العائد.
- إذا كانت هناك هيئة استثمارية تسعى لتحقيق دخل استثمار مقبول خال من المخاطرة فيبدو معقولا أن تضع تلك الهيئة السندات – ولاسيما السندات الحكومية – في محفظتها الاستثمارية على الرغم من أن المستثمرين قد تنتابهم بعض المخاوف إزاء العواقب المترتبة على التغيرات في معدلات الفائدة وعائدات السندات.
- قد تقلق الهيئات الاستثمارية الباحثة عن ضمان دخل في المستقبل بشأن مخاطرة إعادة الاستثمار، والمقصود بها الأمور المترتبة على الدخل المكتسب من إعادة الاستثمار نتيجة تغير معدلات الفائدة وعائدات السندات في السوق.
- قد يقلق المستثمرون، ممن يفاضلون بين السندات الحكومية وسندات الشركات ذات العائد الأعلى لكنها تنطوي أيضا على المخاطرة الأعلى بشأن التغييرات التي قد تطرأ على الفارق بين عائدات السندات الحكومية وسندات الشركات.
- على نحو أكثر أهمية لابد أن ينشغل المستثمرون بعواقب الاستثمار التي قد تؤثر على الدخل الذي يحصلون عليه وكذلك قيمة محفظتهم الاستثمارية في ظل تغيرات معدلات الفائدة وعائدة السندات في السوق وقد يحاول المستثمرون الحد من المخاطر باختيار سندات ذات تقلب طفيف في الأسعار أو قد يختارون المضاربة على تحركات إيجابية في معدلات الفائدة.

وعلى العموم تتم معظم عمليات الاقتراض طويلة الأجل التي تقوم بها الحكومة في السوق المحلية الرأسمالية للدولة المعنية، فعلى سبيل المثال تقوم حكومة الولايات المتحدة الأمريكية بالاقتراض بشكل أساسي عن طريق إصدار السندات الحكومية وبيعها، وتعرف هذه السندات في السوق المحلية الأمريكية باسم سندات الخزانة وبالمثل تقترض حكومة المملكة المتحدة بشكل أساسي عن طريق إصدار أوراق مالية من الدرجة الأولى أو سندات في سوق السندات المحلية البريطانية ، ويمكن كذلك أن تقترض الحكومات عن طريق إصدار ما يعرف بالسندات الأوربية في أسواق رأس المال الدولية ، و في الواقع إن معظم إصدارات السندات في سوق السندات الأوربية يتم عن طريق الحكومات الوطنية (السيادية) أو المنظمات الدولية مثل البنك الدولي وبنك الاستثمار الأوربي وذلك أكثر مما تفعل الشركات[1].

وتزايد الحديث مؤخرا عن سعي البنوك المركزية إلى تنويع احتياطياتها مع هبوط الدولار إلى مستويات قياسية متدنية في وقت سابق من هذا العام مقابل اليورو وعملات أخرى، لكن المحللين قالوا أن الطلب على سندات الخزانة الأميركية التي تتميز منذ وقت طويل بأمانها وسيولتها من غير المحتمل أن يتراجع. ومن المعروف أن البنوك المركزية تكره المخاطرة وجعلت الفوضى الدائرة في أسواق المال العائد على سند الخزانة الأميركية لمدة عشرة أعوام يحوم حول أربعة في المئة بعد أن هوى إلى أدنى مستوى له في خمسة أعوام 3.3 في المئة في وقت سابق من هذا العام 2008، وتعتبر البنوك المركزية مستثمرون كبار جدا يتعين عليهم أن يتعاملوا في أدوات ذات سيولة عالية وبالغة الجودة. ويلقى هذ ا التقييم دعما من بيانات تظهر أن البنوك المركزية حافظت على موقفها المتحفظ بشأن إدارة الاحتياطات الرسمية ، وفي الوقت نفسه فان بيانات مجلس الاحتياطي الاتحادي تظهر أن حيازات البنوك المركزية الأجنبية من الأوراق المالية الأميركية تزداد في الواقع ، فقد بلغت نهاية سنة 2007 حوالي 2.376 تريليون دولار وحوالي 1.4 تريليون دولار من هذه المبالغ يتألف من سندات خزانة، ولذلك يعتبر سوق سندات الخزانة الأميركية أكثر الأسواق عمقا وشفافية في العالم.

3. 2. مفهوم السندات الحكومية.

3. 2. 1. تعريف السندات الحكومية.

السندات الحكومية هي مستندات دين طويلة الأجل تأخذ شكل أوراق مالية *، ويتم إصدار السندات الحكومية من أجل جمع الأموال من المستثمرين، وتمثل هذه السندات ما تدين به الحكومة لمالكي

[1]- غازي عبد الرزاق النقاش، التمويل الدولي، مرجع سابق، ص119.

*- الأوراق المالية، هي مستندات مالية يتم إصدارها إما في شكل شهادات ورقية أو في صورة غير مادية.

السندات ووفقا لشروط محددة، ستتحمل الحكومة سداد هذه السندات وعادة ما تقترن بها فوائد يتم دفعها [1].

يمكن أن يتم تداول السندات الحكومية فور صدورها، كما أن هناك سوقا ثانوية نشطة لسندات بعض الحكومات، لاسيما ذوي الاقتصاد المتقدم، وهذه السوق السائلة تتمتع بزيادة حركة البيع والشراء.

وتشبه الأذون السندات، غير أنها تمثل اقتراضا قصير الأجل. فعندما ترغب الحكومة في الاقتراض لفترة قصيرة الأجل تستطيع أن تصدر أذونات خزانة مستحقة السداد بعد ثلاثة أو أحيانا بعد ستة أشهر، أما في حالة الاقتراض من أسواق رأس المال تصدر الحكومة سندات .

3. 2. 2. سيولة أسواق السندات الحكومية:

تتحقق السيولة في سوق السندات عندما يكون هناك عدد كبير من المستثمرين الراغبين في شراء السندات وكذلك عندما يكون هناك إمداد جاهز من السندات إلى السوق ، ففي السوق السائلة التي تتمتع بزيادة حركة البيع والشراء، يمكن لمحرري السندات أن يجمعوا الأموال دون صعوبة بالغة عن طريق بيع السندات بأسعار غير مبالغ فيها، كما يستطيع المستثمرون أن يجدوا مشترين يرغبون في شراء هذه السندات في السوق الثانوية إذا أرادوا البيع.

وعادة ما تتميز أسواق السندات الحكومية المقامة على أساس سليم بوجود النقد السائل بها، ومن مصلحة الحكومة في هذه الحالة أن تظل هذه السوق على هذا النحو، وتشمل مثل هذه الأسواق كل من سوق سندات الولايات المتحدة الأمريكية واليابان وألمانيا وفرنسا والمملكة المتحدة، في حين أن أسواق السندات السيادية[2] للدول ذات الاقتصاد النامي أصغر من ذلك بكثير وأقل منها بالنسبة لحركة البيع والشراء.

3. 2. 3. مخاطر السندات الحكومية:

تعد السندات الحكومية خالية من المخاطر في سوق السندات المحلية وذلك لأن السداد الفوري للفائدة ولرأس المال أمر حتمي، لاسيما وأن الحكومة لن تتخلف أبدا عن سداد دين صادر بالعملة الوطنية، وإذا تطلب الأمر منها ذلك، فإنه يمكنها ببساطة أن تقوم بطبع مزيد من الأموال لسداد ديونها.

---

[1]– السندات الحكومية، بريان كويل، قسم الترجمة بدار الفاروق 2006، ص8

[2]– مجدي محمود شهاب، الاتجاهات الدولية لمواجهة أزمة الديون الخارجية بالتطبيق على بعض البلدان العربية، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة للنشر، 1998، ص158.

أما السندات السيادية التي تقوم بإصدارها الحكومات، فهي ليست خالية من المخاطر في سوق السندات الأوربية، فحينما تقترض الحكومة بالعملة الأجنبية، تصبح إمكانية طبع مزيد من الأموال أمرا لا يمكن تنفيذه، وفي هذه الحالة، يتوقف ائتمان السند السيادي على الحالة الائتمانية للدولة المقترضة[1].

مثالا على ذلك، فإن الاستثمار في السندات التي تصدرها حكومة المملكة المتحدة بالجنيه الإسترليني في السوق البريطانية تكون خالية من المخاطرة، في حين أن الاستثمار في سندات حكومة المملكة المتحدة التي تصدرها باليورو في سوق السندات الأوربية لا يخلو من المخاطرة. على الرغم من ذلك، تتمتع الدول ذات الاقتصاد المتقدم بشكل عام بائتمان عال، كما عادة ما تقترب السندات التي تصدرها في أسواق السندات الدولية إلى كونها خالية من أية مخاطرة.

3. 2. 4. عائدات السندات الحكومية مقياس لتحديد المعدلات:

لن يحتاج المستثمر إلى أن يطلب زيادة للعائد مقابل المخاطرة ، بعبارة أخرى لن تشتمل عائدات الفوائد التي يطلبها مستثمر السند على أية زيادة مالية مقابل احتمال فشل المقترض عن الدفع. فعلى العكس من ذلك، يجب على المستثمر في سندات الشركات قبول بعض المخاطرة المرتبطة بمنح الائتمان، وهي المخاطرة بفشل الشركة في الحصول بالكامل على الفائدة أو مدفوعات رأس المال المتمثلة في أصل الدين، أو حتى الحصول عليها في الوقت المحدد لذلك، ولتعويض مثل تلك المخاطر الائتمانية، يتوقع المستثمرون عائدا عاليا، ويعد الفارق بين عائد سند شركة أو السند الحكومي الخالي من المخاطرة – في حالة أن يكون تاريخ الاستحقاق السداد واحدا – هو الزيادة مقابل المخاطرة.

قد تشكل عائدات السندات الحكومية مقياسا لمعدل الفائدة الأخرى ، قد يتم على سبيل المثال تحديد وتسعيرة عائدات سندات الشركات بفارق سعر يزيد عن عائدات سند الحكومة ، وتعتبر عائدات السندات الحكومية هي معدلات الفائدة الرئيسية الموجودة بالأسواق والتي تؤثر بدورها على تكاليف الاقتراض في باقي أسواق السندات الدولية والمحلية.

ويتألف العائد (الربح) الذي يحصل عليه مستثمر السند من مدفوعات الفائدة وما يتم إعادة سداده من أصل الدين عند حلول تاريخ استحقاقه، وذلك عند استرداد السندات.

3. 2. 5. أهمية أسواق السندات الحكومية:

تعد سوق السندات الحكومية سوقا مهمة للغاية، لا للمشاركين فيها فحسب وإنما كذلك للشركات ولتمويل الشركات تمثل السندات ما يلي:

[1]– السندات الحكومية، بريان كويل، مرجع سابق، ص 120.

- مجال آمن لتوظيف الاحتياطيات .
- المصدر الرئيسي للأموال طويلة الأجل للحكومة.
- جزءا بالغ الأهمية من محفظة الأوراق المالية للاستثمار للكثير من المستثمرين وأصحاب الاحتياطيات الفائضة.

وثمة العديد من هيئات الاستثمار الكبرى مثل الصناديق السيادية وصناديق المعاشات وشركات التأمين التي تمثل المستثمرون البارزين في السندات الحكومية عالية الجودة ، وذلك، لأن السندات الحكومية يمكن أن توفر استثمارا طويل الأجل خاليا من المخاطرة وتدفقا مستقبليا للدخل يمكن التنبؤ به.

علاوة على ذلك، تضع عائدات السند الحكومي بشكل تقليدي مقياسا يمكن إتباعه في تحديد ومضاهاة معدلات الفائدة الأخرى في الأسواق المالية ، مثل معدلات الفائدة على اقتراض الشركات ، وتعد العائدات التي يتم الحصول عليها من الأوراق المالية للحكومة الأمريكية مرجعا مهما يستفاد منه في حساب عائدات سندات وأذون الشركات في السوق المحلية الأمريكية، وكذلك لحساب العائدات على إصدار الدولار في أسواق الدين الدولية، إذ أن الكثير من إصدارات السندات الأوربية يصدر بالدولار ، ويقوم المستثمرون الأجانب بشراء كمية كبيرة من الأوراق المالية المتعلقة بالدين الصادرة من الحكومة الأمريكية.

3. 3. أنواع السندات الحكومية التي توظف فيها الاحتياطيات الدولية

3. 3. 1. سندات الخزانة الأمريكية:

أ. التعريف: هي سندات دين تستخدمها الحكومة الأمريكية لجذب التدفقات النقدية.

ويشار إلى الأوراق المالية للحكومية الأمريكية باسم "سندات خزانة" وتتسم بأعلى مركز ائتماني.

وتسمى سندات أو أذونات خزانة وفقا لتواريخ استحقاق كل منها عند إصداره[1].

- مدة استحقاق أذونات الخزانة تقل عن سنة واحدة من تاريخ الإصدار.
- مدة استحقاق سندات الخزانة قصيرة الأجل تتراوح من سنتين إلى عشر سنوات من تاريخ الإصدار، وهي غير قابلة للاسترداد، أي أن الخزانة لا يحق لها استرداد هذه السندات قبل حلول تاريخ استحقاقها، وقد تقل مدة الاستحقاق في هذا النوع من السندات عن ذلك، حيث قد تقل مدة استحقاق سندات الخزانة عن أربع سنوات.
- سندات خزانة طويلة الأجل تمتد مدة استحقاقها لأكثر من عشر سنوات من تاريخ الإصدار. وقد تكون تلك السندات قابلة للاسترداد، أي أنه يحق للخزانة الأمريكية استرداد هذه السندات

[1] -السندات الحكومية، بريان كويل، مرجع سابق، ص107.

قبل حلول تاريخ استحقاقها بخمس سنوات ، غير أن السندات من فئة الثلاثين عاما، قد أصبحت في السنوات الأخيرة غير قابلة للاسترداد.

ليست هناك فائدة على أذونات الخزانة، وإنما يتم إصدارها بعد إجراء خصم عليها أقل من القيمة الاسمية. أما سندات الخزانة قصيرة الأجل وطويلة الأجل فعليها فائدة. والفارق الوحيد بينهما هو مدة الاستحقاق من تاريخ الإصدار.

هناك العديد من الهيئات الفيدرالية التي تصدر أيضا سندات مديونية تتسم بأنها نشطة التداول، على الرغم من أنه لا يتم تصنيفها كسندات خزانة ويتم إصدارها بطرق مختلفة. ومن بين هذه السندات الخاصة بالمديونية ما يلي:

- الأوراق المالية الصادرة عن الهيئة الوطنية الحكومية للرهونات.
- الأوراق المالية الصادرة عن الهيئة الفيدرالية الوطنية للرهونات.
- الأوراق المالية الصادرة عن الهيئة الفيدرالية للرهن العقاري والقروض الإسكانية.

وتتميز سوق الأوراق المالية للحكومة الأمريكية بأنها سوق ضخمة وسوق سائلة، أي تتسم بازدياد حركتي البيع والشراء، بالنسبة للدين ذي فائدة ثابتة ، وتتميز أيضا سوق سندات الخزانة الأمريكية بأهميتها الدولية التي ينبغي لجميع المستثمرين وإدارات الشركات استيعابها.

ب. المشاركون في السوق : من أهم المشاركين في سوق سندات الخزانة الأمريكية هيئات الاحتياطي الفيدرالي وكذلك المتعاملين الرئيسيين، أما الدور الذي تلعبه هيئة الاحتياطي الفيدرالي في سوق السندات الحكومية الأمريكية يتمثل فيما يلي:

- تعمل كممثل للحكومة عند الإصدار، والاسترداد لسندات الخزانة.
- تنظم مجموع النقد المتداول في الولايات المتحدة الأمريكية.

تدير الهيئات الفيدرالية مزادات سندات الخزانة الدورية، ومن خلال تأديتها لدور منظم لمجموع النقد المتداول في الولايات المتحدة الأمريكية، تقوم كذلك بتنفيذ عمليات السوق المفتوحة من شراء وبيع لسندات الخزانة، بل وأكثر من ذلك في أغلب الأحوال، إنها تقوم بإعداد اتفاقيات إعادة الشراء ، واتفاقيات إعادة الشراء العكسية لسندات الخزانة ، ويؤثر ذلك كله على زيادة أو انخفاض مجموع النقد المتداول في الولايات المتحدة الأمريكية.

لزيادة مجموع النقد المتداول، يمكن للهيئات الفيدرالية عمل الآتي:

- شراء سندات الخزانة في السوق الثانوية نظير مقابل نقدي، وبذلك تمد الأسواق بمزيد من الأموال.

- أو الإعداد لاتفاقيات إعادة الشراء أو اتفاقيات البيع وإعادة الشراء للسندات ، فمثل هذه الاتفاقيات من بيع وإعادة شراء وغيرها يتم إتباعها أكثر من عمليات الشراء الكاملة لسندات الخزانة، على الرغم من أن هناك متعاملين آخرين في أسواق سندات الخزانة، فإن أهم هؤلاء المتعاملين هم " المتعاملون الرئيسيون "، ويسمح لهم بتداول سندات الخزانة وإجراء اتفاقيات بيع وإعادة شراء مع اللجنة الفيدرالية مع السوق المفتوحة، حيث إن مكانة المتعامل الرئيسي ومركزه يتيحان له التمتع بعدة ميزات:
  - اتصالات واسعة النطاق بالمتعاملين.
  - اتصال يومي باللجنة الفيدرالية.
  - جذب قاعدة عريضة من العملاء.

ج. شبكة التوزيع: ينبغي أن تكون شبكة التوزيع في السوق فعالة حتى يتسنى لها استيعاب أكبر قدر من سندات الخزانة التي يتم إصدارها، وتعتمد فعالية شبكة التوزيع على ما يلي:

- التداول المباشر بين متعامل و آخر.
- إقامة المتعاملين لقاعدة عريضة من العملاء.

يمكن للمتعاملين إجراء العمليات التجارية مع بعضهم البعض، عن طريق سماسرة السندات الحكومية الذين يمثلون الوسطاء بين المتعاملين.

د. عملية المزايدة: تقوم الخزانة الأمريكية بالإعلان عن كل قيمة الأذون أو السندات وكذا تاريخ استحقاقها، كما تحدد العائد المتوقع الحصول عليه، وذلك قبل إقامة المزاد بفترة تتراوح من يوم إلى عشرة أيام. تتم دعوة المزايدين من المتعاملين الرئيسيين وغيرهم من المتعاملين والهيئات لتقديم عروضهم. ويمكن لأي دولة أو هيئة أو متعامل التقدم بالعرض الخاص به ، إلا أن هناك شروطا للحد الأدنى الذي يقدم به العرض.

أما العروض التي يجب أن يتم تسليمها للجنة الفيدرالية بصفتها ممثلا للخزانة، فقد تكون تلك العروض تنافسية أو غير تنافسية*.

يتم تسعير العرض على أساس العائد السنوي وليس سعر الشراء ، وينبغي أن تسلم العروض النهائية في الواحدة مساءا بتوقيت مدينة نيويورك يوم إقامة المزاد ، ويتم الإعلان عن نتائج المزاد بعد ذلك بساعة واحدة.

* – العروض التنافسية إما أن يتم قبولها بالعائد الذي يتم عرضه بها أو أن يتم رفضها اما العروض غير التنافسية لا تحدد سعر العرض، بل يتم الحكم عليها بصورة كاملة وفقا لمتوسط العائد المعروض، وهو متوسط العائد لجميع العروض لمقبولة في المزاد.

وتدفع فائدة سندات وأذون الخزانة الأمريكية كل ستة أشهر أي " فائدة نصف سنوية " ويتم حسابها على أساس سعر الفائدة بالقسمة على 365 يوما في السنة، ويختلف ذلك مع سندات الشركات الأمريكية، حيث تتحدد الفائدة المستحقة على أساس أن الشهر به 30 يوما أي 360 يوما في السنة.

إن قيمة السندات أي الدولارات المتداولة خارج أمريكا ، قد وصلت إلى ما يزيد على 2500 مليار دولار ، وهذه الأموال في حقيقتها هي دين لحاملها دون فوائد للخزانة الأمريكية. وإذا قرر العالم إعادة هذه الأموال إلى أمريكا أو تغييرها بعملات أخرى فعندئذ ستكون الكارثة ، ويقول المراقبون إن أمريكا كانت دولة دائنة حتى عام 1989 وبعده تحولت إلى أكبر دولة مدينة عرفها التاريخ للدول والمؤسسات الأجنبية، ويقدر حجم ما تدين به واشنطن للعالم بأكثر من سبعة تريليونات دولار، 42% منها أي حوالي 5.1 تريليون دولار[1]، للبنوك المركزية العالمية، وبخاصة الصين واليابان. وإجمالا فهناك من يرى أن أمريكا تعتمد وبصورة كبيرة على سخاء الدائنين الأجانب بصورة لم يسبقها إليها أحد في التاريخ، وكل ما يحتاجه الإضرار بهذه الدولة هو قرار بنكين أو ثلاثة بنوك مركزية بالتوقف عن شراء السندات الأمريكية، وعندها قد تحل الكارثة بالاقتصاد الأمريكي.

وصفوة القول انه بعد سنة 1971 وعلى اثر إعلان الرئيس الأمريكي نيكسون على رفض استبدال الذهب بالدولار و بحلول 1974 كانت الحكومة الأمريكية تتحمل 62 بالمئة من مجمل الديون في أمريكا، فكانت الحاجة ملحة إلى الحفاظ على هيمنة الدولار من خلال:

- إيجاد غطاء حقيقي للدولار بدلا من الذهب.
- البحث عن مشترين يقبلون بشراء السندات الأمريكية الرخيصة بعدما اهتزت الثقة بالدولار فوجد الرئيس نيكسون في وليم سيمون (رئيس الخزانة الأمريكية آنذاك) سمسارا ناجحا لبيع السندات في زمانه.

وبالفعل أقنع سيمون الدول النفطية بشراء السندات الأمريكية بفوائض البترول، فأعاد بذلك السيولة إلى الخزانة الأمريكية، كما أنه عقد صفقة معهم بتسعير البترول بالدولار ، وبذلك أوجد بديلا للذهب كغطاء للدولار[2]، وعلى اثر هذه الحقائق نرى بدورنا أن الإقبال على توجيه الفوائض النفطية لشراء سندات الخزانة الأمريكية ما هو إلا بمثابة قربان للاقتصاد الأمريكي.

---

[1]- إحصائيات صندوق النقد الدولي، التقرير النصف سنوي، 2005.

[2]- من كتاب " اليد الخفية للهيمنة الأمريكية " للبروفيسور ديفيد سيبزو – نص مترجم ومنقول من مجلة جامعة هارفارد للأعمال والاقتصاد.سبتمبر 2003.

3. 3. 2. سندات برادي:

هي سندات يتم إنشاؤها عن طريق تحويل سندات الدين السيادية إلى إحدى الدول الناشئة إلى أوراق مالية يمكن تداولها، وذلك وفقا لخطة بادرت للحكومة الأمريكية بوضعها في عام 1989، ويعود اسمها لاسم مبتكرها "جيمس برادي " فقد ظهر أول إصدار لهذا النوع من السندات بتحويل ديون كل من حكومة دولة الأرجنتين والمكسيك وفترويلا وظلت الدول في وسط أمريكا الجنوبية وجنوبها المحررين الرئيسيين لتلك السندات، يؤدي إصدار سندات برادي إلى السماح للحكومة المعنية بمد فترة إعادة سداد الدين المستحق لدى الولايات المتحدة الأمريكية.

وعلى الرغم من أن سندات برادي يتم إصدارها من قبل حكومة أخرى غير حكومة الولايات المتحدة، فإنه يتم إصدارها بالدولار ، ويعني ذلك أن أي مستثمر أمريكي لسندات برادي عليه أن يتحمل أي مخاطرة مرتبطة بالعملة من جراء هذا الاستثمار[1].

3. 3. 3. السندات المضمونة:

يتم وضع إصدارات السندات المضمونة في القائمة الرسمية للمملكة المتحدة، ويتم تداولها في بورصة لندن للأوراق المالية، وغالبا ما تتشكل هيئات الاستثمار من المستثمرين الرئيسيين للسندات المضمونة، على الرغم من أن بعض السندات المضمونة يمتلكها أفراد ، تتألف سوق السندات المضمونة مثلها مثل غيرها من أسواق الدين وأسواق الأسهم مما يلي:

- **سوق أولية للإصدارات** الجديدة وتشمل إصدارات سندات الخزانة غير المباعة ، ومحرر هذه السندات الحكومة، وتمثلها تحديدا هيئة إدارة الديون، وهي هيئة تنفيذية تقوم بعملها بالنيابة عن الخزانة.
- **سوق ثانوية لتداول** السندات المضمونة التي تم إصدارها بالفعل، ولا تؤثر تلك السوق مباشرة على الحكومة، على الرغم من أن بنك انجلترا يمكنه شراء السندات المضمونة من السوق ، وتتأثر الأسعار وعائدات الإصدارات الجديدة أيضا بأسعار السوق الثانوية.
- غالبا ما تكون السندات المضمونة متوسطة وطويلة الأجل ملكا لشركات التأمين المحلية وصناديق المعاشات ذات آفاق الاستثمار الطويلة ، والتي لا تتعرض لمخاطر العملة من جراء الاستثمار بالجنيه الإسترليني.

[1]- السندات الحكومية، بريان كويل، مرجع سابق، ص115.

- نسبة كبيرة من السندات المضمونة قصيرة الأجل تعد ملكا للمؤسسات المالية في المملكة المتحدة، مثل البنوك وجمعيات البناء ومؤسسات الاستثمار الأجنبية.

الجهات المتعاملة في السندات من الدرجة الأولى هي عبارة عن شركات معتمدة من بنك انجلترا لإقامة أسواق للسندات المضمونة وينبغي أن تكون أعضاء في بورصة لندن للأوراق المالية. وهناك أربعة أنواع من الوساطة في سوق السندات المضمونة وهي:

- الجهات المتعاملة في سوق سندات من الدرجة الأولى والمشار إليه باسم GEMMs .
- السماسرة الوسطاء بين المتعاملين.
- سماسرة بورصة الأوراق المالية.
- السماسرة من المتعاملين (سماسرة الوكالات).

لا يستطيع هؤلاء السماسرة البيع أو الشراء لحسابهم، فدورهم ينحصر في الاستجابة لطلبات تلك الجهات بالبيع أو الشراء، وإيجاد الجهة التي لديها استعداد للبيع أو الشراء ، ويقوم السماسرة باستعراض العروض والطلبات المقدمة من الجهات المتعاملة في السندات المضمونة على شاشات للمعلومات، إلا أنهم لا يقومون بالكشف عن هوية الجهة المقدمة للعرض ، ويتم عرض كل المعاملات التي تم الاتفاق عليها كذلك على شاشات المعلومات.

3. 3. 4. السندات الحكومية اليابانية:

صارت سوق السندات الحكومية اليابانية سوقا مهمة في أوائل السبعينيات من القرن العشرين، عندما اضطرت حكومة البلاد إلى اقتراض مبالغ طائلة لتمويل ورادات البلاد من البترول ، ولا تزال سوق السندات اليابانية مع نسبة عجز ضخمة من الميزانية، كما أن حجم سوق السندات يستمر في التزايد بإصدار الحكومة لكميات متزايدة من السندات للتغلب على عجز الميزانية ، لا تتمتع سوق السندات الحكومية اليابانية بتنوع كبير، ويتم التمييز بين السندات من خلال أرقامها ، ويتم إصدار السندات بتواريخ استحقاق مختلفة، فمثلا:

- سندات ذات كوبونات فائدة متوسطة الأجل مدتها سنتين وثلاث سنوات وخمس سنوات.
- سندات ذات كوبونات فائدة مدتها عشر سنوات.
- سندات ذات كوبونات فائدة مدتها عشرين سنة.

غير أنه في الواقع تسيطر السندات التي مدتها عشر سنوات على السوق، ويتم إصدار معظم السندات في صورة مسجلة، وتدفع الفوائد كل ستة أشهر، وتصبح مستحقة على أساس قاعدة قسمة عدد الأيام الفعلية على 365 يوما، كما هو الحال بالنسبة للسندات الخزانة الأمريكية.

المطلب الثاني: استخدامات احتياطي الصرف الأجنبي

1. تسيير سعر الصرف:

يعد احتياطي الصرف الأجنبي من بين الأدوات الهامة التي تستخدم في سعر الصرف ويعد التدخل الرسمي في سوق الصرف الأجنبي عملا محفوفا بالمخاطر، وخصوصا في البلدان النامية التي تتميز ببنك مركزي قليل الجدارة ومركز ضعيف بالنسبة إلى السيولة الخارجية ، وعادة ما قد يكون التدخل عالي التكلفة كاستتراف الاحتياطيات أو الفشل في تحقيق النتائج المرغوبة.

1.1. دواعي استعمال الاحتياطيات في سوق الصرف:

تتدخل البنوك المركزية التي تمارس نظم سعر الصرف المرن في البلدان النامية في سوق الصرف لأسباب رئيسية أربعة[1]:

- **تصحيح سوء تعادل الصرف أو تثبيته:** ذلك أن الإفراط في تقدير قيمة سعر الصرف يمكن أن يقوض قدرة بلد ما على المنافسة في التصدير ويضعف مركزه في مجال السيولة الخارجية، في حين قد يخلق انخفاض قيمة أو التقدير المفرط الانخفاض لقيمة سعر الصرف ضغوطا تضخمية. ويعتبر سعر الصرف بالنسبة لكثير من البلدان النامية مقياسا رمزيا ومرئيا لنجاح الحكومة في إدارة الاقتصاد الكلي. وهكذا فان التدخل كثيرا ما يستخدم لمواجهة الحركات الحادة لسعر الصرف ولتخفيف حدة التقلب.
- **تهدئة الأسواق المضطربة:** إن انهيار السيولة، حين يواجه وسطاء السوق صعوبات في التوفيق بين موردي الصرف الأجنبي المستخدمين النهائيين له، يمكن أن تكون له آثار معاكسة خطرة، إذا استمر، على الاقتصاد الحقيقي.
- **تراكم الاحتياطيات:** كثيرا ما يكون لتراكم احتياطيات الصرف الأجنبي أولوية عالية، خاصة في أعقاب أزمة للعملة، حين يكون لبناء الثقة لدى المستثمرين، وتقوية القدرة على سداد الدين، واستعادة القدرة على الوصول إلى الأسواق، أهمية بالغة
- **تزويد السوق بالصرف الأجنبي:** حيثما يكون القطاع العام هو المصدر الأول للحصول على الصرف الأجنبي، ويكون البنك المركزي هو وكيل القطاع العام فيما يتعلق بالصرف الأجنبي، فان البنوك المركزية تتدخل أساسا لتزويد الاقتصاد عامة ، والمفروض أن تعكس أسعار الصرف

[1] -Sharma S, pent _ on prédire les crises économique ? finances et dèvloppement Juin1999 . pp. 41

الأحوال الأساسية للعرض والطلب التي ينبغي أن ترتبط بدورها بالعناصر الأساسية للاقتصاد الكلي، والواقع أن الأدبيات الأكاديمية تقدم أدلة كافية للعلاقة بين أسعار الصرف والعناصر الأساسية على المدى الطويل غير أن أسعار الصرف كثيرا ما تنحرف بدرجة كبيرة عن القيمة التي تتضمنها الأساسيات ، وشروط التعادل على المدى القصير ، حتى في الأسواق التي تمارس عملها بشكل جيد.

1. 2 . التدخل بالاحتياطيات في سوق الصرف الأجنبي

ففي ظل نظام أسعار صرف ثابتة أو شبه مدارة تلجأ السلطات النقدية إلى المحافظة على سعر صرف عملتها، فعند انهيار عملتها تقوم ببيع العملات الصعبة لديها مقابل العملات المحلية وعندما تتحسن العملة يقوم البنك المركزي بشراء العملات الأجنبية مقابل العملة المحلي، وعندما تكون الاحتياطيات غير كافية يقوم البنك المركزي بتخفيض العملة المحلية.

وفي ظل نظام الصرف العائم تقاوم السلطات النقدية التقلبات الحادة في سعر عملتها عن طريق هذه الاحتياطيات. وبالتالي عدم كفاية هذه الاحتياطيات من شأنه أن يجعل الدولة عاجزة عن التصدي للآثار الناجمة عن حركة رؤوس الأموال والمضاربة، وعليه فإن احتياطي الصرف يلعب دوراً هاماً في الحد من الأزمات المالية خصوصا أزمة الصرف.

إن انتشار التدخل من قبل البلدان النامية يرجع أساسا إلى بغضها للتقلب المفرط في سعر الصرف ، وقدم بعض الباحثين [1] وثائق تبين كيف أن البلدان النامية تتسامح إزاء حدوث تقلب اكبر في الاحتياطيات الدولية، وأسعار الفائدة المحلية وأسعار السلع، أكثر مما تتسامح مع أسعار الصرف ، وقد وجدوا أيضا أن التغيرات في أسعار الفائدة المحلية، كنقيض للتدخل في سوق الصرف الأجنبي، تستخدم بشكل أكثر تواترا لحماية أسعار الصرف.

وقد يكون التدخل في سوق الصرف الأجنبي أكثر فعالية في كثير من البلدان النامية عنه في البلدان المتقدمة النمو، وكثيرا ما تتدخل البلدان النامية في مبالغ تعد كبيرة بالنسبة إلى حجم المتداول في السوق. وبنوكها المركزية عادة عملاء كبار في سوق الصرف الأجنبي، وخصوصا حين يكون القطاع العام مصدرا أساسيا لكسب الصرف الأجنبي.

غير أن أزمات العملة التي حدثت في التسعينات في القرن العشرين تبرز الفاعلية المحدودة للتدخل كأداة مستقلة لسياسة الصرف، فقد انتهى فجأة دفاع المكسيك الذي استمر طوال العام عن ربط عملتها المتحركة في عام 1994 عندما تأخر السوق في إدراك وضع استتراف الاحتياطي في البنك المركزي.

[1]- جيلليرمو كالفو وكارمن رينهارت (2002)، في تقريرهما المعنون ''الخوف من التعويم''.

وفشل تدخل تايلاند للدفاع عن عملتها "الباهت" في النصف الأول من عام1997 حيث استنفذ بالفعل صافي الاحتياطيات الدولية للبنك المركزي التايلاندي .وواجهت كل من البرازيل وتركيا (حتى أوائل عام 1999) تحدي تثبيت أسعار الصرف فيهما ، عن طريق التدخل بجزء كبير من احتياطياتها في سوق الصرف. وحتى فيما يتعلق بالعملات الكبرى، لا يزال رأي الخبراء غير مستقر في شأن فعالية التدخل. و قد أثار الارتفاع الحاد في قيمة اليورو مقابل الدولار الأمريكي النقاش حول آفاق التدخل المنسق لوقف هبوط الدولار، الأمر الذي أعاد ذكرى أيام اتفاقية بلازا التي ترجع إلى الثمانينات من القرن العشرين، حين أصبح صعود الدولار مصدرا للقلق . غير انه على الرغم مما يحيط به من خلاف، فان التدخل لا يزال أداة مهمة بالنسبة للبنوك المركزية، وخاصة في الاقتصاديات النامية.

2.برامج التنمية و الطاقة الاستيعابية .

موضوع القدرة الاستيعابية من الموضوعات ذات الطابع النسبي حيث يختلف بحسب ظروف كل دولة ففي الدول المتقدمة يثار موضوع القدرة الاستيعابية كمؤشر للتنمية والتقدم أما في الدول النامية وخاصة العربية فإنها تنفرد بخصائص ذاتية ،حيث تنقسم إلى نوعين:

- **النوع الأول**: يحتوي على وفرة من رؤوس الأموال (احتياطيات زائدة) وهي التي يثار فيها موضوع القدرة الاستيعابية.
- **النوع الثاني** : الدول التي تعاني عجزا في ميزان مدفوعاتها ، ولكن لديها إمكانات للتنمية الاقتصادية ولا تثار فيها مشكلة القدرة على الاستيعاب.

فموضوع القدرة على الاستيعاب يخص الدول ذات الفوائض المالية أو الاحتياطيات الزائدة ،مما يستدعي البحث عن أفضل الطرق لاستغلال هده الفوائض أو الاحتياطيات الزائدة من حلال الإدارة الذكية لها . وقد تضطر بعض البلدان التي تتبنى برامج ضخمة للتنمية بسبب ارتفاع حجم الإيرادات عن قدرتها الاستيعابية وبدون أن تحقق إنتاجية فعلية ، لأن الهدف الأساسي من تلك البرامج هو محاولة استغلال الموارد المالية ، ويرى بعض الاقتصاديين أن مفهوم الطاقة الاستيعابية وان ارتبط ظهوره بالمساعدات الأجنبية إلا أن المشكلة الأساسية هي في استمرار التدفق المالي الناتج عن العوائد البترولية ، وبالتالي التأكيد على عدم قدرة هذه البلدان على استيعاب أموالها. لذا تظهر ضرورة إعادة التخطيط المالي والاقتصادي على أساس يسمح باستيعاب رؤوس الأموال الإقليمية ووضعها في مسار النمو الاقتصادي . ومن ناحية أخرى يشير اصطلاح فوائض رؤوس الأموال إلى " فائض الميزان التجاري" للدول الرئيسية المنتجة لبترول، وبالتالي الربط بين حجم العائدات المالية لهذه الدول وحجم الفائض واستغلاله الأمثل ، حيث يوجه الفائض الاستثماري بعد اقتطاع حاجات الاستهلاك المحلية إلى المؤسسات الخارجية ،سواء

في شكل إعانات أو مساعدات أو قروض ، والاستغلال الأمثل للطاقات المتاحة هو تعبير عن قدرة الاقتصاد على استيعاب موارده المالية والبشرية.

2. 1. تعريف الطاقة الاستيعابية:

يقصد بها استخدام الأصول المالية أو جزء من احتياطي الصرف الأجنبي بصورة تضمن تحقيق أقصى إنتاجية ممكنة وعلى ذلك يرتبط بالقدرة على الاستيعاب عدة عناصر أساسية مثل تكوين وتدريب الخبرات الفنية اللازمة لإدارة الأموال ، والعمل على إزالة العوائق التي تمنع من تدفق رؤوس الأموال إلى البلدان المنتجة وتوجيهها داخل المنطقة ، أي بعبارة مختصرة العمل على توطين استثمار الاحتياطيات أو رؤوس الأموال أو العوائد النفطية ، وبالتالي الطاقة الاستيعابية تتعلق بقدرة الاقتصاد الوطني على تحقيق دخل يضاف للاقتصاد الوطني نتيجة استثمار أو استخدام جزء من احتياطياتها ويشمل هذا الدخل العائد الاجتماعي[1].

وتعرف الطاقة الاستيعابية أيضا " قدرة الاقتصاد على امتصاص التدفقات المالية في فترة زمنية مقدرة ومحدودة، ولابد من الاحتفاظ بجزء من الإيرادات لاستعماله في تمويل برامج التنمية الاقتصادية الحالية والمستقبلة"[2]، وعند تقدير الفائض المالي يقصد به الفائض النقدي المقابل للاستثمار بعد الوفاء بحاجات الاستهلاك والتطوير المحلي. و يشرح احد رجال الاقتصاد مشكلة الطاقة الاستيعابية بالقول التالي: "تدفق المال العربي الناتج عن البترول في الدول المتقدمة" حيث أن قدرة البلدان العربية محدودة على استخدام هذا العائد المالي في أوجه الاستثمار المختلفة ونظرا لمحاولة الدول العربية في استثمار عوائدها بشكل يؤدي إلى تحقيق التنمية الاقتصادية ظهرت مشكلة الطاقة الاستيعابية.

[1]– يسرى محمد أبو العلا، تحديد مفهوم استيعاب الاستثمارات المالية العربية، دار الفكر الجامعية، 2008 ، ص 18.

[2]- احمد التشاشيبي، استثمار الأرصدة العربية، الكويت، 1978، ص 102.

الجدول رقم (2 . 4): الطاقة الاستيعابية لدول العربية عام 1976

الوحدة: مليار دولار

البلد	عائدات البترول	العائد الإجمالي	الاستيعاب	الفائض
الكويت	8.4	9.1	2.6	6.5
قطر	2.2	2.2	1.2	1.0
السعودية	23.2	33.3	10.2	23.1
العراق	9.8	10.2	8.4	1.8
الإمارات	8.3	8.8	30.3	5.5
الإجمالي	51.9	63.6	25.7	37.9

المصدر: عبد العاطي محمد أحمد "قضايا التنمية بالكويت" القاهرة، مركز الدراسات السياسية و الإستراتجية بالأهرام .120

ونظرا لحدود الطاقة الاستيعابية لاقتصاديات البلدان العربية القاصرة عن استغلال إيراداتها بالشكل الأمثل، استخدام مفهوم الطاقة الاستيعابية للدلالة على عجز الدولة في استغلال مواردها المحلية بصفة خاصة، فضلا على أن المشكلة تظهر مع وجود المساعدات والقروض الأجنبية للدول الآخذة في النمو. وكما ورد في بعض الكتابات أن الدول الفقيرة غير النامية غالبا ما تعجز عن استيعاب الأموال المقترضة من الدول الأجنبية، إلا أنه مع التخطيط والتوجيه الأمثل للقدرات الاستيعابية سوف تتحسن هذه البلدان وترتفع قدرتها الاستيعابية، ويرتبط تحديد القدرة الاستيعابية مباشرة بسياسة الصادرات البترولية ، فكلما ارتفعت أسعار النفط كلما ترتب عليها زيادة الإيرادات البترولية مما يتطلب إدارة هذه العوائد لرفع النمو ودفع التنمية.

إن مشكلة تحديد القدرة الاستيعابية تظل قائمة في حالات أهمها:

- حالة افتراض ثبات الوضع المالي الاقتصادي للبلدان المنتجة للبترول.
- سير معدل التنمية بمعدل أقل من المعدل المطلوب وبمعنى آخر تثور مشكلة تحديد القدرة الاستيعابية في حالة انخفاض معدل الاستخدام الأمثل عن الزيادة في حجم رؤوس الأموال[1].

[1] -Guillamant. la capacité d'absorption du capitale . hose paris. 1964.P2

2. 2. أسباب انخفاض الطاقة الاستيعابية:

ترجع العوامل التي تؤدي إلى انخفاض حجم الطاقة الاستيعابية إلى عدة أسباب هامة نذكر أهمها على النحو التالي[1]:

- عدم تنويع القطاعات الاقتصادية، والتركيز على المواد الأولية كقطاع رئيسي لموارد الدولة المالية خاصة بالبلدان المنتجة للنفط.
- انخفاض معدل التنمية الاقتصادية بما لا يتناسب وحجم رؤوس الأموال العربية ، مما يترتب عليه تسرب الفوائض المالية للخارج وخاصة بالولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا مما ينتج عنه مشكلة الطاقة الاستيعابية.
- المشاكل السياسية بالمنطقة العربية تعرقل سير معدل التنمية وتؤثر بالتالي على حجم الطاقة الاستيعابية وعدم تنسيق السياسات التي تعمل على اجتذاب رؤوس الأموال خارج المنطقة. وبالإضافة لذلك نتجت آثار ضارة بسبب العامل السياسي نذكر منها:
  - عدم إتباع سياسة موحدة تسمح بإقامة صناعات إنتاجية ذات وفورات حجم الإنتاج الكبير.
  - ضعف القطاعات التمويلية والأجهزة المالية العربية وقصور الدراسات اللازمة للإدارة والإشراف على المشاريع الإنمائية.
- المحيط الاجتماعي والثقافي الذي يدفع بالاستهلاك نحو الإنفاق في مجال السلع الكمالية الاستهلاكية بنسبة مرتفعة لا تتفق ووضع الادخار والاستثمارات الإنتاجية التي تقتضي توجيه تلك الأموال للإنتاج والتنمية الاقتصادية بالمنطقة، ومن ناحية أخرى تدفق الإدخارات والإيداع بالبنوك الأجنبية التي لا تخدم سوي النشاط الخاص ، وتوجيه البنوك الأجنبية لتلك الأموال نحو الاستثمارات الإنتاجية كتمويل الأبحاث البترولية بمناطق عديدة من العالم وخصوصا بمنطقة بحر الشمال.
- بالإضافة إلى ا لأسباب السابقة ، فإن مشكلة الاستيعاب تختلف بحسب حالة كل دولة ، وباختلاف العوامل التي تؤثر على الهيكل الإنتاجي والمالي للدولة كالأفكار السياسية وعدم

[1]- صقر احمد صقر، عائدات النفط وبعض سياسات التنمية في العالم العربي مجلس التخطيط ، الإدارة الاقتصادية، سلسلة الدراسات الإنمائية ، الكويت، أفريل 1974، ص31.

استقرار السلطة وعدم القدرة على اتخاذ القرارات المالية التي تكفل استيعاب تلك الأموال ، مما يدفع معدل النمو الاقتصادي إلى المعدل المطلوب تحقيقه[1].

2. 3. عناصر الطاقة الاستيعابية:

للطاقة الاستيعابية عناصر أساسية أهمها[2]:

- توفير المرافق الأساسية واللازمة لتسيير المشروعات الإنمائية.
- التنويع في القطاعات الإنتاجية.
- توفير العناصر البشرية المتخصصة لإدارة المشروعات الإنمائية.
- السوق الوطنية اللازمة لتسويق الإنتاج المحلي.

ولذالك فالبلدان المنتجة للنفط التي تراكمت لديها احتياطيات لا يمكنها منفردة استيعاب الإيرادات البترولية محليا واستخدامها في عملية التنمية الاقتصادية بدون مراعاة العناصر السابقة الذكر، ولذلك فإن غياب هذه العناصر في معظم البلدان المنتجة للنفط ، جعلها حائرة في إدارة و استخدام احتياطياتها.

ويمكننا القول أن العلاقة بين الاحتياطيات النقدية الضخمة نسبيا والإيداع بالبنوك الأجنبية وشراء سندات الخزانة الأمريكية يغلق الطريق أمام خصائص الازدهار الاقتصادي ، وهناك اختياران أساسيان للدول النامية وهي:

- الاعتماد على القدرات الذاتية.
- الاعتماد على القدرات الفنية والمساعدات الأجنبية للحصول على مستوى متقدم من الفن الصناعي.

وفي إطار اختيار المشروعات الإنمائية، ستكون على أساس من التكامل المالي والاقتصادي الإقليمي الذي يعتمد على تنوع الموارد الذاتية للبلدان العربية.

كما أن التعاون الصناعي بين البلدان المتقدمة والبلدان النامية يجب أن يعتمد على كفاية البحوث التسويقية، كما أن تحديد فروع الصناعة والتفضيل بينها يجب أن يتم في ضوء المعايير الآتية:

- الموارد الذاتية.
- توفر الأسواق.
- مستوى الفن الإنتاجي.

---

[1]- احمد عبد الرحيم، مدخل الطاقة الاستيعابية، مجلة النفط والتنمية، العدد 26 مارس 1983، ص 44.

[2]- محمد حلمي مراد، رؤوس الأموال العربية بين فرص الاستثمار والقدرة على الاستيعاب ، أعمال مؤتمر الاقتصاديين العربي الخاص ، بغداد 15/12 أفريل 1975، اتحاد الاقتصاديين العرب، الأمانة العامة، ص 603

- البيئة الاستثمارية.
- الوعي بسياسة التصدير وأهدافها.
- الخبرات التسويقية.
- كفاءة الهيكل الإداري.

وتنمية القدرات الذاتية يجب أن يعتمد على دراسة العناصر الآتية:

- التعاون المالي.
- التعاون الصناعي.

وقد تضطر بعض البلدان التي تملك احتياطيات كبيرة إلى تبنى برامج ضخمة للتنمية بسبب ارتفاع حجم الإيرادات عن قدرتها الاستيعابية وبدون أن تحقق إنتاجية فعلية، لأن الهدف الأساسي من تلك البرامج هو محاولة استغلال الموارد المالية كما هو حاصل في بلادنا.

فلو وجدت الإمكانات المالية والاقتصادية التي تتوافر عليها البلدان العربية في بلد متقدم لما أثيرت مشكلة الطاقة أو القدرة على الاستيعاب، ولذالك كلما ارتفع حجم الاحتياطيات في البلدان المنتجة للنفط كلما أثيرت قضية الطاقة الاستيعابة,

خلاصة الفصل الثاني:

حاولنا في هذا الفصل من الدراسة، ضبط مفهوم إدارة الاحتياطيات، والتي تعني العملية التي تدار بها الأصول الأجنبية المملوكة للقطاع العام، على نحو يكفل إتاحة هذه الأصول للاستخدام في أي وقت، وإدارة المخاطر بحكمة، وتوليد عائد معقول على الأرصدة المستثمرة ، وبعد ذلك حاولنا الإحاطة بمتطلبات إدارة الاحتياطيات، التي تقتضي وجود جهة أو هيئة قائمه عليها، تقوم برصد المعلومات وتتبني نماذج التنبؤ الحديثة الخاصة بتغيرات أسعار الصرف (العملات الأجنبية) وأسعار الأصول المالية (السندات الحكومية) وأسعار المواد الأولية (الذهب والمحروقات) ، بالإضافة إلى رصد معدلات التضخم السائدة في كل فترة، نظرا لتأثيراتها الكبيرة على الحجم الحقيقي للاحتياطيات، كما ذكرنا أن إدارة احتياطي الصرف الأجنبي تقتضي المتابعة المستمرة (الدائمة) لاختيار أدوات الاستثمار، والمدة المقبولة لحافظة الاحتياطيات، والتي تعكس ترتيبات كل بلد وظروفه الخاصة لحماية أصول الاحتياطيات من التآكل وضمان توفرها في أي وقت، بالإضافة إلى كل هذه المتطلبات فإن إدارة احتياطي الصرف الأجنبي تقتضي أيضا تأسيس سياسات ملائمة تتعلق بإدارة مكونات احتياطي الصرف الأجنبي، من خلال البحث عن التوليفة الملائمة للأصول الاحتياطية، بما يتماشى والأوضاع الاقتصادية السائدة، وقد حاولنا ضبط كل هذه المتطلبات من خلال التعرض إلى محورين أساسين هما، توفير السيولة الاحتياطية الملائمة؛ والسعي لتحقيق العوائد مصحوبا بالتسيير الحذر للمخاطر .

وقد أكدنا في هذا الفصل من الدراسة، على التفرقة بين استخدامات احتياطي الصرف الأجنبي، وتوظيفاته التي تسعى إلى تحقيق العوائد مع مراعاة مستويات المخاطر، ويشمل هدا الجانب من التوظيفات على عملية إعادة تدوير الفوائض البترولية (البترودولار) وإنشاء الصناديق السيادية التي هي عبارة عن صناديق مُكلفة بإدارة الاحتياطيات الدولية لحكومات الدول التي لديها مدخرات تفوق استثماراتها بشكل متواصل، وللإشارة فقد وقفنا مطولا عند موضوع الصناديق السيادية ، وعرضنا أنواعها ودواعي إنشائها وطبيعة عملها وكيفية إدارتها، ثم تطرقنا بعد ذلك إلى موضوع توظيف الاحتياطيات في السندات الحكومية الدولية، أما جانب استخدامات احتياطي الصرف الأجنبي ، فهو يشمل على استعماله في تسيير سعر الصرف، بالإضافة إلى جعله(احتياطي الصرف الأجنبي) كأداة لتمويل برامج التنمية في إطار الطاقة الاستيعابية المحدودة للاقتصاد.

الفصل الثالث: واقع إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر.

الفصل الثالث: واقع إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر.

تمهيد:

لا أحد ينكر بأن هناك ارتباط وثيق بين أسعار النفط – لا النفط – ومستوى احتياطي الصرف الأجنبي في معظم الدول المصدرة للنفط، ونخص بالذكر هنا الجزائر. فبعد أن كان احتياطي الصرف في الجزائر قد بلغ نهاية عام 2006 أكثر من 77 مليار دولار ليقفز بعدها بعام إلى حدود 110 مليارات في الوقت الذي بلغ فيه متوسط سعر النفط أكثر من 110دولار للبرميل سنة 2007، لكن الأرقام التي طرحها صندوق النقد الدولي أخيرا تدفع صوب الاعتقاد بتحقق مزيد من القفزات وفق ذات الاتجاه، إذ وعلى حسب توقعات هذه المؤسسة الأخيرة، فإن هذا الاحتياطي سيبلغ نهاية العام الموالي نحو 145.6 مليار دولار ثم 173.4 مليار نهاية عام 2009 ليبلغ نهاية 2010 نحو 197.5 مليار دولار، أما في نهاية 2011، فمن المتوقع أن يصل إلى 218.9 مليار ليسجل بعدها آخر عام 2012 ما لا يقل عن 238مليار دولار، وأمام هذه التراكمات المسجلة تطرح بإلحاح مسألة إدارة هذه الاحتياطيات ، فسلوك البنك المركزي يختلف تماما عن سلوك المؤسسات الأخرى ، إذ أن هذه الأخيرة تسعى إلى تعظيم الربح من خلال ما تملكه من موارد وأصول، لكن السؤال الذي يطرح في هذا المجال، كيف يتصرف البنك المركزي في هذا الحجم المعتبر من احتياطي الصرف الأجنبي الذي يحوزه ؟

فهناك الكثير من الطرق والبدائل المتاحة لاستخدام هذه الاحتياطيات إضافة إلى أن البنك المركزي هو المسؤول عن إدارة وتسيير هذه الاحتياطيات والمحافظة على قيمتها الحقيقية وحمايتها من الاستنزاف والتآكل، بالإضافة إلى كل هذه الأدوار التي يمكن أن يمارسها البنك المركزي لإدارة هذه الاحتياطيات، هناك مسألة هامة جدا تطرح في هذا الإطار ، وهي إمكانية استخدام الاحتياطيات الدولية للخروج من المشكلات الاقتصادية (تسديد الدين الخارجي، تنويع الصادرات ورفع مستواها خارج المحروقات ، معالجة العجز في ميزان المدفوعات والتصدي للازمات المالية ،...)[1]، واستنادا إلى التحليل النظري الذي تم عرضه سابقا خصوصا في الفصل الثاني من هذا البحث ، سنحاول الآن عرض بعض جوانب واقع إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر وذلك من خلال الإجابة عن التساؤلات التالية:

- كيف تمت عملية تراكم هذه الاحتياطيات ؟
- هل هذا المستوى من الاحتياطيات كافي بمعايير المالية الدولية؟
- كيف تدار هذه الاحتياطيات وما هي المجالات التي تم استخدامها وتوظيفها فيها ؟

[1]- CANDELON, B. et E. Cudeville ,« Politique monétaire et canal du crédit : Une estimation empirique sur l'économie française»,Revue d'économie politique, 1997 p,43.

المبحث الأول: أسعار النفط ومستوى الاحتياطيات .

لم يتوصل أي بلد منتج للنفط لإدارة الصدمة الاقتصادية والمالية، والاجتماعية، التي مثلتها العائدات النفطية من العملة الصعبة في السبعينات والثمانينات والتسعينات من القرن الماضي ، وسوف نتطرق من خلال معالجتنا لهذا المبحث إلى عرض الدور الذي تلعبه أسعار النقط في تراكم الاحتياطيات خصوصا بالنسبة للجزائر، وذلك من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: أسعار النفط وتراكم الاحتياطيات.

المطلب الثاني: حجم عوائد النفط في احتياطي الصرف الأجنبي الجزائري.

المطلب الأول: أسعار النقط وتراكم الاحتياطيات

1. تطور أسعار النفط:

تحسب أسعار النفط الخام العالمي بالبرميل وتحدد بالدولار، وبرميل النفط هو وحدة قياس تصل سعته حاليا إلى 159 لتر، وهو لم يعد يستخدم عمليا منذ فترة طويلة لنقل النفط، لكنه يبقى المرجع الدولي في تجارة النفط وخاصة بغد استخدام أنابيب النفط والخزانات والسفن والشاحنات والصهاريج ...

إن أسعار النفط تتميز بعدم الاستقرار ويمكن متابعة تطوراتها عبر فترات زمنية كما يلي :

الجدول (3 –1): المحطات الزمنية الأساسية لتطور أسعار النفط

المحطات الزمنية الأساسية	سعر برميل النفط $
1970	1.8
1974 (بعد حرب أكتوبر)	10
1981 (الحرب العراقية الإيرانية)	20
1990 (بعد اجتياح العراق للكويت)	40
2004 (بعد غزو العراق)	40
جويلية 2005	50
أوت 2005	60
سبتمبر 2007	70
أكتوبر 2007	80
فيفري 2008	90
مارس 2008	100
جوان 2008	147.50

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على عدة مصادر

وقد مرت أسعار النفط بثلاثة صدمات، هي على النحو الآتي:

الصدمة النفطية الأولى : حصلت بعد حرب أكتوبر سنة1973 حين انتقلت السلطة من الاحتكارات النفطية إلى منظمة أوبك، وشهدت في الوقت عينه ارتفاع سعر برميل النفط من 4 دولارات إلى 13 دولار.

الصدمة النفطية الثانية: حصلت بعد سقوط الشاه وانتصار الثورة الإيرانية في العام 1979 إذ قفز سعر برميل النفط من 13 إلى 40 دولارا.

ومنذ العام 1985 أصبح تأثير أوبك مقتصرا على العرض، الذي تمثله بنحو 43%، وتعتبر اللعنة النفطية حقيقة مرّة، فباستثناء النرويج تقريبا، لم يتوصل أي بلد منتج للنفط لإدارة الصدمة الاقتصادية والمالية، والاجتماعية، التي مثلتها العائدات النفطية من العملة الصعبة في السبعينات والثمانينات والتسعينات من القرن الماضي، لقد أفرغ النفط جوهر اقتصاديات كانت مزدهرة أحيانا، وجعلها تابعة لهذا المخدر الحقيقي، والسوق هي التي تحدد سعر برميل النفط، أو بالأحرى الأسواق المتفرعة ، وعلى الرغم من بعض الأحداث الكبيرة مثل حرب تحرير الكويت في العام 1991 فإن أسعار النفط اتجهت نحو الانخفاض حتى نهاية القرن العشرين ، بعد ذلك بدأ عدد من الخبراء يتحدثون عن توازن أمثل محدّد بين 20 و30 دولاراً للبرميل.

الصدمة النفطية الثالثة: الارتفاع الأخير لأسعار النفط جاء متدرجا، بداية من سنة 2004 وهي سنة النمو القوي على الطلب، ثم في سنة 2005 بسبب إعصار كاترينا، وأخيرا في سنة 2007 حيث انتقل سعر البرميل من أدنى مستوى له ، وهو50 دولاراً، إلى أكثر من 100 دولار، معظم الخبراء يقرون الآن أننا قي قلب الصدمة النفطية الثالثة، وهي تعكس القلق الدولي على الطاقة، هناك طلب متزايد دائما على النفط، ولاسيما في الصين والهند، وهناك عرض يتناقص أيضا في 33 من أصل 48 بلدا منتجا، فمن الآن وصاعدا فإن أسعار النفط، وأسعار مشتقات الطاقة كلها سوف تبقى في مستويات مقبولة.

2. تأثيرات ارتفاع أسعار النفط:

2. 1. التأثيرات الإيجابية:

بشكل أساسي هناك خمسة جوانب هامة تمثل إيجابيات لارتفاع أسعار النفط على اقتصاديات الدول المصدرة للنفط:

- تعزيز الاحتياطيات الأجنبية لدى البنوك المركزية
- تعزيز المدخرات من خلال إنشاء صناديق الاستقرار المالي وصناديق الأجيال القادمة.

- تحسين معدلات النمو الاقتصادي مما زاد من توفر فرص الاستثمار ومشاريع التنمية، كما أدى إلى خلق فرص عمل ساعدت من تخفيف معدلات البطالة، وفي بعض الحالات تحسين مستويات المعيشة، من التأثيرات الإيجابية الأخرى أن الفوائض الجديدة في الإيرادات النفطية لم تذهب كلها في شكل مصروفات ونفقات مثلما حصل في الطفرة النفطية الأولى خلال السبعينات، هذه المرة يبدو أن تعامل الدول النفطية مع عوائد النفط كان أكثر حذراً، حيث بالرغم من ملاحظة زيادة النفقات على بند الرواتب والأجور وبعض النفقات الاستثمارية على مشاريع البنية الأساسية إضافة إلى زيادة مخصصات قطاعات التعليم والصحة، إلا أنها تراكمت لديها احتياطيات معتبرة.
- التخفيض بشكل ملموس في مديونية القطاع العام ، إلا أن الجزء الأكبر من الاحتياطيات وظف بشكل رئيسي في سندات الخزانة الأمريكية بالنسبة للدول العربية بشكل عام، فقد انخفض الدين العام من حوالي 70 بالمائة من الناتج الإجمالي المحلي في عام 2002 إلى 42 بالمائة في هذا العام 2006. وفي حالة الدول النفطية فقد انخفض الدين العام من حوالي 50 بالمائة من الناتج الإجمالي المحلي في عام 2002، إلى النصف تقريبا، 25 بالمائة في العام الماضي، وكان ذلك واضحا بشكل خاص في حالة دول مثل الجزائر والسعودية و ليبيا والكويت.
- من التأثيرات الإيجابية الأخرى المترتبة على ارتفاعات أسعار النفط هو زيادة تحويلات العمالة العربية التي تعمل في الدول النفطية، كما انعكست هذه التأثيرات كذلك في زيادة التجارة والسياحة والاستثمارات البينية.

2. 2. التأثيرات السلبية:

إن أهم التأثيرات السلبية لارتفاع أسعار النفط على الدول المصدرة تتمثل أساسا في الجوانب التالية:

- **التضخم** وارتفاع تكاليف المعيشة بشكل كبير أدى إلى تدهور المستوى المعيشي لكثير من الأفراد.ولعل الأمر الأكثر سلبية في هذا المجال هو أن ارتفاعات الأسعار وزيادة التضخم قد أضعف من القدرة التنافسية لكثير من دول المنطقة في سعيها على اجتذاب الاستثمارات ، مع ارتفاع فاتورة الاستيراد الأمر الذي دفع البعض إلى رفع أسعار الكثير من السلع مما ترتب عليه ردود فعل اجتماعية غاضبة.
- **المضاربات في الأسهم والعقارات** ،حيث أن زيادة السيولة بشكل كبير أدت إلى ارتفاع غير مسبوق في التعامل بالأصول المالية والعقارية، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع أسعارها بشكل غير طبيعي نتج عنه فيما بعد حركات تصحيحية حادة،كما نشهدها اليوم في عدة بورصات عربية.

- **احتمال تراخي جهود الإصلاح** نظرا لتدفق الإيرادات وكثرة الفساد المالي ، حيث أن زيادة النفقات الجارية قد تضعف سياسات الترشيد وتقلل من أهمية الانضباط المالي ، وتزيد من هيمنة القطاع العام، فإن ثروة الموارد يمكن أن تكون أحد العوامل الرئيسية للفساد والاضطرابات الاجتماعية، وقد كان النفط والماس (والأخشاب) أحد أسباب الحروب الأهلية في عدد من البلدان وما صاحب ذلك من تكلفة اجتماعية واقتصادية، ورغم عدم توفر تفسير مرضي تماما لهذا النوع المحدد من "لعنة الموارد" فإن تكلفته الممكنة موثقة بشكل جيد.

وعلى الجانب الآخر، يبدو أن عدة بلدان (تشمل بوتسوانا وكندا والنرويج) تجنبت هذه المشكلات من خلال إتباع ممارسات إدارية حكيمة وشفافة لمواردها واحتياطياتها[1].

المطلب الثاني: حجم عوائد النفط في احتياطي الصرف الأجنبي الجزائري.

عندما زار "هيرودوت" مصر، قال آنذاك عبارته الشهيرة "مصر هبة النيل" ، ومن ثمة فإن استمرار وبقاء مصر ككيان مرتبط أساسا باستمرار تدفق المياه من منابع النيل، وهذه العبارة صحيحة تماما، فلا يمكن أن نتصور مصر بدون نيل وقناة السويس ، وهل يمكن أن نطلق نفس العبارة على الجزائر؟

أي أن "الجزائر هبة النفط"، بمعنى أن استمرار و بقاء اقتصادها مرتبط أساسا بتدفق النفط، بغض النظر عن ارتفاع أو انخفاض أسعاره ، مما يعني أن الجزائر بدون نفط مشروع فاشل ، ويبقى أهم مشروع استراتيجي هو البحث عن " جزائر بدون نفط " ، وللأسف لا توجد خطط إستراتجية بالجزائر لإدارة احتياطي الصرف المتوفر حاليا للإعداد لحقبة ما بعد النفط، وماذا ستفعله الأجيال القادمة عند قدوم هذا اليوم؟ فمن أين يتقاضون أجورهم؟ و ماذا سينتجون؟ كيف يسددون فواتير الاستيراد التي تتجه نحو الارتفاع؟

ويحتل القطاع النفطي موقعا متميزا في الاقتصاد الجزائري[2] يمكن إدراكه من خلال المؤشرات التالية:

1. **هيكل الإنتاج:** يعتبر قطاع النفط قاطرة النمو الاقتصادي من حيث موقعه ضمن هيكل الناتج المحلي الخام بحيث لا تقل مساهمته عن 38 %، وهو يساهم في النمو الاقتصادي الإجمالي بأكثر من 25%، وهذا بالرغم من الانخفاض الملاحظ في تمييع الغاز والتكرير لبعض السنوات بسبب

[1]- مصطفى قادة ، محمد حامد الحاج، احمد الصفتي دور الصندوق في مساعدة الدول الأعضاء المتأثرة بارتفاع أسعار النفط العالمية، دراسة إنشاء تسهيل النفط، صندوق النقد العربي، 2007 ، ص 9.

[2] - انظر الملحق، الجدول رقم(2).

المشاكل التي تم تسجيلها في مصفاة سكيكدة سنة 2004، لقد ارتفعت حصة الإنتاج الجزائر تي من المحروقات في منظمة الأوبك إلى 1.3 مليون برميل يوميا[1].

الجدول رقم (3. 2): القدرة لإنتاجية للنفط في الجزائر

الوحدة: (مليون برميل يوميا)

الفترة	1990	2003	2020	2030	2040
القـــدرة الإنتاجيـــة	1.3	1.5	1.9	1.8	1.5

المصدر: حسين عبد الله، المخاطر المحيطة بالدول المصدرة للنفط، مجلة السياسة الدولية، المجلد 43، العدد 171 فيفري 2008، ص 36.

وكما هو واضح من الجدول في ظل انخفاض القدرة الإنشائية للنفط لاحقا بعد بلوغ ذروتها سنة 2020، وفي ظل غياب مؤشر أسعار النفط وتزايد قيمة الواردات في الجزائر مع توقع معدلات تضخم مرتفعة، كل هذه المعطيات ستؤثر سلبا على مستويات احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر الذي لا يزال رهين كميات وأسعار النفط خصوصا.

ففي شهر أوت 2002 قدمت الجزائر طلبا رسميا لمراجعة حصتها ضمن منظمة البلدان المصدرة للنفط. والجدير بالذكر أن نظام الحصص الذي اعتمد ضمن المنظمة عام 1982 قد تأسس بغرض الحد من انخفاض الأسعار الناتج عن تقلبات السوق أو عن تطور السوق الموازي الذي أصبحت ترتداد أهميته أكثر فأكثر، ومنذ ذلك الوقت تغير الوضع بالنسبة للجزائر، على النحو التالي:

جدول رقم (3. 3): تطور حصص إنتاج البترول في الجزائر.

الوحدة:نسبة مئوية

السنوات	1982	1986	1990	2001
حصص الإنتاج	0.65	0.58	0.83	0.90
حصة الجزائر/ إجمالي الحصص	3.95	4.45	4.48	3.09
الحصة/ قدرة الإنتاج	92	86	105	77

المصدر: عبد الطيف بن اشنهو، عصرنة الجزائر، ص 104.

[1]– عبد المجيد قدي ، الاقتصاد الجزائري و النفط، فرص أم تهديدات ، مداخلة في المؤتمر العلمي الدولي للتنمية المستدامة والكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة، جامعة سطيف،7- 8 أفريل، 2008 .

وتجدر الإشارة إلى أن مطالبة الجزائر بحصة مليون برميل يوميا، وهي الحصة التي ارتفعت وبلغت 1.3 مليون برميل كما ذكرنا سابقا، تجد تبريرها ضمن الأسباب الثلاثة الآتية:

- السبب الأول: يكمن في أن حصة الجزائر في منظمة البلدان المصدرة للنفط لم تتوقف عن الهبوط خلال السنوات العشرة الأخيرة جراء قدرة إنتاجيتها، ويمكن أن نذكر، على سبيل المثال، بأن حصة الجزائر سنة 2003 لم تعد تمثل إلا نسبة 28% و10%، على التوالي، مقابل 43% بالنسبة للعربية السعودية، و17% بالنسبة لفترويلا، عام 1986.
- لقد احترمت الجزائر دائما وبدقة نظام الإنتاج المقرر من قبل المنظمة، هذا النظام الذي كلفها سنة 2003، حوالي ثلاثة ملايير دولار سنويا.
- إن قدرة الجزائر الإنتاجية تطورت بسرعة خلال السنوات الأخيرة، ووصلت إلى 1.4 مليون برميل يوميا سنة 2005

2. **سيطرة المحروقات على حجم الصادرات.**

ويبدو ذلك جليا من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (3-4): نسبة صادرات قطاع المحروقات من الصادرات الإجمالية في الجزائر

الوحدة: مليون دولار

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
قيمة الصادرات	22301	19132	18825	24612	32083	46001	54613	59518
الصادرات من قطاع المحروقات	21419	18484	18091	23939	31302	45094	53429	58206
نسبة صادرات قطاع المحروقات من الصادرات الإجمالية %	96.04	96.61	96.10	97.26	97.56	98.03	97.83	97.79

المصدر: المركز الوطني للإعلام الآلي والإحصائيات C.N.I.S.

كما هو واضح من الجدول فقد شكلت المحروقات 97.80 % من الصادرات لسنة 2007 بمبلغ جمالي قدره 58.06 مليار دولار، وهذا يعني أن باقي الصادرات لا تمثل إلا 2.20 % بقيمة تقدر بـ 01.312 مليار دولار، مما يعني في النهاية أن صادرات النفط هي الأساس في تراكم احتياطي الصرف الجزائري.

3. احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر دالة لأسعار النفط:

لا أحد ينكر بأن هناك ارتباط وثيق بين أسعار النفط – لا النفط – ومستوى احتياطي الصرف الأجنبي في الدول المصدرة للنفط وخصوصا الجزائر ، والجدول الموالي يبين تطور حجم الاحتياطيات وأسعار النفط في الجزائر:

الجدول رقم (3 .5): تطور حجم الاحتياطيات وأسعار برميل البترول الخام (صحاري بلند)

الوحدة: مليار دولار، دولار

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
السعر المتوسط للنفط*	28.6	24.9	25.3	29.0	38.6	49.6	65.85	74.77
حجم الاحتياطيات**	11.9	17.96	23.1	32.9	43.11	56.18	77.78	110

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على المرجع التالي:

*-le rapport de présentation de la loi de finances pour 2006-2007.p8

**– مجموعة من تقارير بنك الجزائر.

نلاحظ آن الارتفاع في أسعار النفط كان له بدون شك تأثير كبير على ارتفاع مستوى احتياطي الصرف الأجنبي، إن هذه الهيمنة للنفط على الاقتصاد الجزائري تجعله يستجيب لمنطق نظر يتي المرض الهولندي، والتي ترتكز على أن اعتماد اقتصاد ما على قطاع معين في تحقيق المداخيل من العملات الأجنبية؛ وعند نمو هذا القطاع فإن تدفق الأرصدة الأجنبية يؤدي إلى تغيير الأسعار النسبية، مما يؤدي إلى نمو وتطور هذا القطاع وتراجع القطاعات الأخرى المعرضة للمنافسة (القطاعات غير النفطية في الاقتصاد الجزائري).

لقد عمل نمو القطاع النفطي على تدهور القطاعات الأخرى ، فبالقدر الذي تزداد فيه أهمية قطاع النفط في تراكم الاحتياطيات و في الناتج المحلي الخام نسجل تراجع القطاعات الأخرى، خاصة الفلاحة والصناعة المعملية ، لقد أدى الاعتماد على هذا القطاع إلى تزا يتي وتيرة الاستيراد بتزا يتي العوائد من المحروقات.

ولما كانت أسعار النفط حسب تقديي الخبراء لا يمكنها أن تتراجع خاصة إلى مستوى 19 دولار، بل أن التقديات تذهب إلى مزيي من ارتفاعها عبر الزمن للاعتبارات التالية:

- إن أقصى الإنتاج العالمي من النفط تم بلوغه ، ومنذ الاستخراج الصناعي للنفط، تم استهلاك نصف الاحتياطات الأصلية ، فالنفط المتبقي لاستخراجه يتطلب مزيدا من الاستثمارات، ولذلك سترتفع الأسعار بينما سيتناقص الإنتاج ، وهكذا دخل العالم اليوم في حقبة التنازل الجيولوجي للإنتاج العالمي من النفط.
- إن الطلب هو أعلى هيكليا من العرض ، فالعالم كله يريد النفط كمصدر للطاقة لنمط التنمية الصناعي بشكل جوهري ، ولا يمكن للعالم أن يعيش من دون النفط، فنحن مدمنون على النفط جميعاً ، وهذا ما سيجعل الصدمة النفطية الحالية تدوم طويلا أكثر من سابقتيها اللتين حدثتا لأسباب سياسية في عقد السبعينات من القرن الماضي.

ولقد قدرت الوكالة الدولية للطاقة أن الاحتياجات العالمية من النفط تتطور على النحو التالي:

الجدول رقم (3 .6): الاحتياجات العالمية من النفط مستقبلا

الوحدة: (مليون برميل يوميا)

السنة	2002	2010	2020
الطلب المتوقع	77	92	110

المصدر: الوكالة الدولية للطاقة

- النفط هو باختصار شديد الحرب، ففي كل بلد يوجد فيه نفط، تنبثق نخبة قيادية تعيش على ريعه على حساب السكان الآخرين، وهذه البلدان مستهدفة من قبل المستهلكين الكبار مثل الولايات المتحدة الأمريكية، والاتحاد الأوروبي والصين وحرب العراق هي مثال على هذا النهم النفطي الصناعي.

بالإضافة إلى هذا نسجل:

- الطابع غير المتجدد للنفط.
- موقع النفط المتميز في ميزان الطاقة العالمي.
- استمرار سيطرة النفط على قطاع المواصلات كوقود.
- ظهور قوى اقتصادية صاعدة جديدة على المستوى العالمي تحفز النمو الاقتصادي .
- ضعف نتائج الأبحاث الخاصة باستغلال الطاقات البديلة.

أما الأسباب الأخرى فهي هامشية ؛ إعصار استوائي في خليج المكسيك، وعوامل جيوسياسية ومضاربات في سوق المواد الأولية،...، كل هذا يحصل ويدفع باتجاه ارتفاع سعر البرميل من النفط.

وهنا نتساءل هل هذه الزيادة المستمرة في سعر النفط زيادة اسمية أو زيادة حقيقية؟

إن الإجابة عن هذا السؤال ستكون بمثابة التقدير الحقيقي لحجم الاحتياطيات في الجزائر ، باعتبارها (الاحتياطيات) دالة لسعر النفط ، ويمكن القول أن هناك زيادة في السعر الاسمي للبترول منذ حرب أكتوبر 1973، مما نتج عنه ارتفاع في أسعار السلع المصنعة بنسبة كبيرة وقد أثر هذا بدوره على ارتفاع واردات الدول النامية وأدى إلى عجز موازين مدفوعاتها ، وعند انخفاض أسعار البترول خلال الفترة 1980 - 1990 تركت أسعار السلع الصناعية تراوح مكانها بالرغم من انخفاض أسعار النفط.

ويرى المحللون أنه عندما وصل سعر البرميل إلى حدود 140 دولار في نهاية الثلاثي الأول من سنة 2008 كان السعر الحقيقي لهذا السعر الاسمي مساويا لسعر النفط(40دولار) سنة 1979 بالقيمة الفعلية، أي مع احتساب معدل التضخم وتقلبات أسعار الصرف، ولا بد أن نشير إلى أنه عندما تجاوز سعر النفط 100 دولار للبرميل ارتفعت أسعار المواد الأولية الأخرى، حيث أرتفع مثلا سعر القمح بحوالي 300% في نفس الفترة التي لم يتجاوز فيها سعر النفط 100%(2005 - 2008).

المبحث الثاني: مجالات استعمال احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

في إطار القوانين التي وردت في الأمرية 11- 03 يسمح لبنك الجزائر بإدارة وتسيير الاحتياطي الصرف الأجنبي[1] بالكيفية التي يراها مناسبة لتحقيق مصلحة الاقتصاد الوطني، و لذلك كانت مجالات استعمال احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر متعددة، وسنتعرض لها بالتفصيل قدر الإمكان في هذا المبحث، ودلك من خلال التطرق إلى المطالب التالية:

المطلب الأول: إنشاء صندوق ضبط المواد والمساهمة في تمويل برنامج الإنعاش الاقتصادي.

المطلب الثاني: تسيير الدين الخارجي.

المطلب الأول: إنشاء صندوق ضبط المواد والمساهمة في تمويل برنامج الإنعاش الاقتصادي.

1.إنشاء صندوق ضبط الموارد

يعتبر صندوق ضبط الموارد إحدى الآليات المستحدثة بموجب قانون المالية التكميلي لسنة 2000 وكان الهدف من إنشاءه ضمان تمويل النفقات العامة في حال حدوث تقص في الإيرادات العامة، والتي تنتج في الغالب عن تقلبات أسعار النفط، وبالتالي عندما تزيد أسعار النفط عن السعر المعتمد لإعداد الميزانية العامة للدولة، فإن الجباية الناجمة عن الفرق بين السعر الفعلي والسعر المرجعي تذهب لتمويل الصندوق،

[1] - المادة 40 يجوز لبنك الجزائر أن يشتري أو يبيع أو يخصم أو يعيد الخصم أو يضع أو يأخذ تحت نظام الأمانة و يرهن و يسترهن أو يودع ويأخذ كوديعة كل سندات الدفع المحررة بالعملات الأجنبية و كذا كل الأرصدة بالعملات الأجنبية و يدير احتياطيات الصرف و يوظفها ، كما يجوز لبنك الجزائر في هذا الإطار الاقتراض و الاكتتاب بسندات مالية محررة بعملات أجنبية و مسعرة بانتظام في الفئة الأولى لدى الأسواق المالية الدولية .ويحدد مجلس النقد و القرض كيفيات تسيير احتياطيات الصرف.

ليتم استعمال موارد الصندوق في ضبط نفقات وتوازن الميزانية . ولما كان إعداد الميزانية العامة يتم على أساس 19 دولار في الوقت الذي يتجاوز فيه السعر الفعلي عتبة 100 دولار للبرميل، فإن ذلك يعني أن صرف الضرائب المترتبة عن ما يزيد عن 81 دولار لكل برميل هي خارج الرقابة البرلمانية .بمعنى أن البرلمان لا يراقب ولا يجيز إلا 20 %من الضرائب البترولية في الوقت الذي يبقى فيه ما يزيد عن 80% خاضعا لتقديرات السلطة التنفيذية وخارج رقابة البرلمان، وهذا ما جعل صندوق النقد الدولي يوصي بضرورة إدراج هذا الصندوق ضمن الميزانية العامة للدولة، إن إصرار السلطات العمومية على الاستمرار في اعتماد سعر 19 دولار لإعداد الميزانية لا يمكن تفسيره إلا برغبة السلطة التنفيذية في الإفلات من الرقابة البرلمانية والابتعاد عن أهم ركائز الحكم الراشد المتمثلة في الشفافية والمساءلة، وما فتئت الموارد السنوية للصندوق تتضاعف من سنة لأخرى في الوقت الذي بقيت فيه استخدامات الصندوق تدور حول:

- تعويض ناقص القيمة الناجم عن مستوى إيرادات الجباية البترولية الذي يقل عن تقديرات قانون المالية.
- تخفيض الدين العمومي الداخلي والخارجي الأصلي الذي بلغ أجله.

جدول رقم(3 . 7): تطور موارد صندوق ضبط الموارد

الوحدة: (مليار د.ج، مليار دولار)

السنة	2002	2003	2004	2005	2006
التدفق السنوي لصندوق ضبط الموارد (مليار دج)	26.5	448.5	623.5	1368.8	1798
التدفق السنوي لصندوق ضبط الموارد(مليار دولار)	0.37	6.40	9.04	19.05	25.68

المصدر: بنك الجزائر، التقرير السنوي 2006. أما بالنسبة للتدفق السنوي لصندوق ضبط الموارد (مليار دولار) فقد تم حسابه على أساس متوسط سعر صرف الدولار الواحد بسبعين دينار جزائري.

يدخر صندوق ضبط الموارد حاليا ما يربو عن الأربعين مليار دولار، وتتمتع الحكومة بصلاحية اللجوء إلى 30 مليار لسد أي عجز، لكن الأزمات الاجتماعية المتتالية، جعلت بعض المراقبين يطرحون استفهامات بالجملة عن فعالية توظيف الفوائض لتحسين مؤشرات الاقتصاد الكلي [1]، كمعدل النمو ومعدل البطالة، سيما وأنّ احتياطي الصرف الجزائري يضمن للبلاد أكثر من أربع سنوات استيراد، وقد

[1]- انظر الملحق، الجدول رقم(3).

بلغ رصيد صندوق ضبط الإيرادات البترولية قرابة 41 مليار دولار بعد أن تعدت مجمل مداخيله منذ تأسيسه، 68 مليار دولار، وقد صرف منها 22.2 مليار دولار لتسديد مسبق لمديونية الجزائر الخارجية.

1.1. الجدل القائم بخصوص إنشاء صندوق سيادي

أنشأت بلدان عديدة صناديق مستقلة لإيرادات الموارد بدعوى معالجة بعض أو جميع المشكلات ، فإن إنشاء صندوق للموارد ليس ضروريا أو شرطا كافيا لمعالجة المشاكل بشكل ملائم ، وهذه الصناديق ليست ضرورية، من حيث المبدأ، لأنه من الممكن معالجة جميع هذه القضايا كعناصر أساسية لسياسة الموازنة والمالية العامة للحكومة، وقد نجح عدد من البلدان، ومنها أستراليا والمملكة المتحدة في إظهار أنه من الممكن التعامل مع إيرادات كبيرة ومتقلبة للموارد دون وجود أي صندوق لتثبيت الأسعار أو للمدخرات. وهذه الصناديق لا تكفي في حد ذاتها لأن تحقيق أهداف السياسة العامة يتطلب دائما قرارات جديدة لسياسة المالية العامة، وعلى الأخص بصدد مراقبة الإنفاق والاقتراض، وعلى سبيل المثال، فإن الصندوق الذي يهدئ تدفق موارد الإيرادات المتاحة للميزانية لن يضمن أنماطا مستقرة للإنفاق ما لم تكن هناك سيطرة أيضا على الاقتراض. فالسياسة المالية العامة التي تتعلق بإدارة عوائد الثروات تتألف من دعامتين رئيسيتين:

- الأولى، أن سياسة المالية العامة تهدف إلى تهدئة الإنفاق العام مع مرور الوقت [1]، وفك ارتباطه بإيرادات النفط المتقلبة.
- الثانية: أن سياسة المالية العامة تسعى لاستبدال ثروة النفط بأصول مالية.

إن سياسة المالية العامة الناجحة في إدارة الموارد هي التي تقود عمليات صناديق النفط وليس العكس. فمثلا يجمّع الصندوق الحكومي النرويجي جميع إيرادات النفط وعائدات الاستثمارات المالية، ولا يحول إلى الموازنة مبالغ إلا بالقدر الضروري لتمويل العجز غير النفطي الذي يتحدد حجمه بالأهداف السنوية المتوسطة والطويلة.

ويجادل كثيرون في أهمية إنشاء صندوق سيادي، وينظرون للموضوع على أنه مجرد خلاف في الأسماء، ويستند هؤلاء على أساس أن نفس الفائدة تتحقق حين تستثمر الحكومة الفوائض تحت مسميات وتنظيمات أخرى غير الصندوق فعلى سبيل المثال، فإن برامج الاستقرار والتثبيت في الدول ذات الالتزام الأقوى تجاه الانضباط المالي، وذات الرشاد الأعلى في إدارة المالية العامة، هي الأكثر نجاحا منها في الدول الأقل انضباطا ورشادا، وبمعنى آخر تصميم حسن لإدارة الاحتياطيات وسياسات المالية العامة يعد بديلا كافيا لصندوق سيادي، ولكن المدافعين عن فكرة وجود صندوق سيادي يرون أن الالتزام سيكون أقوى

[1] ـ انظر الملحق، الجدول رقم(4)

في حال وجود صندوق له استقلاليته ، ويقوم مؤشر «لينابورغ مادويل»، التابع لمعهد صناديق إدارة الثروات السيادية، بقياس شفافية الصناديق السيادية إذ صنف الصندوق السيادي الكويتي في المرتبة الأولى عربيا وفي المرتبة الخامسة عشرة عالميا من حيث الشفافية. وقد حصلت الهيئة على ستة نقاط من عشرة في التصنيف، لكن المعهد يشير إلى أن 8 علامات هي ضرورية لتسجل حسن الشفافية في الصندوق والدول العربية التي حلت وراء الكويت على مؤشر الشفافية للصناديق السيادية هي دبي والسعودية وأبوظبي، ثم رأس الخيمة وعمان والجزائر ، وجاءت في ذيل المؤشر صناديق ليبيا وموريتانيا وقطر وصندوق الإمارات الاتحادي. ونتيجة هذا السياق من التعبير هي أن معهد صناديق إدارة الثروات السيادية قد صنف صندوق ضبط الموارد كصندوق سيادي، بالرغم من أنه لا يدار من طرف البنك المركزي ولا تستثمر عوائده في الخارج.

والواقع أن صندوق ضبط الموارد ليس صندوقا سياديا باعتبار مداخيله من العملة المحلية من جهة وكذلك لا يقوم بعمليات الاستثمار الخارجي من جهة أخرى، ولا توجد قوانين واضحة لإدارة أمواله باعتباره أحد حسابات التخصيص خارج الميزانية، وفي منظورنا يبقى مبررا الاستثمار المحلي (الداخلي) لموارد الصندوق هو السبيل الوحيد حاليا لتصنيفه صندوقا سياديا، ولكن هدا الرأي سيكون صحيحا في يوم ما عندما تتجه الصناديق السيادية إلى استثمار أرصدتها محليا.

3. المساهمة في تمويل برنامج الإنعاش الاقتصادي

لقد تم تخصيص جزء كبير من الاحتياطيات الأجنبية لتمويل برنامج الإنعاش الاقتصادي في الجزائر ، من خلال:

- برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي خلال الفترة (2001-2004)، خصص له مبلغ 7ملايير دولار.
- البرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي (2005-2009)، خصص له أكثر من 150 مليار دولار، وهنا تطرح مشكلة طاقة الاقتصاد الوطني لاستيعاب هذا الحجم الكبير من النقد الأجنبي.
- من أجل زيادة حجم الاستثمارات المحلية كبديل أو مكمل للاستثمار الأجنبي الذي لم يتأثر بالرغم من توفر هذا حجم كبير من الاحتياطيات، فإن استعمال الاحتياطيات في تمويل النفقات، يمثل شكلا من أشكال تمويل الدولة، وهو معادل للتمويل النقدي

أما عن الطريقة التي تتم بها هذه العملية، فهي كما يلي:

يمنح قرض للخزينة التي تقوم بتعويض جزء كبير من هذه العملات الأجنبية على مستوى الأسواق ما بين البنوك للصرف، حيث يكون بدون شك المقابل الوحيد المتوفر هو البنك المركزي (بنك الجزائر)، إن

استعمال هذا القرض من العملات الصعبة يترجم بتوسع نقدي مما يؤدي إلى ارتفاع نسبة السيولة ومن ثمة ارتفاع مستويات الأسعار خصوصا في مواد البناء وسلع الأشغال العمومية باعتبارهما أكبر القطاعات التي توجه إليها مخصصات برنامج الإنعاش.

2 . 1.واقع المؤشرات الاقتصادية و برامج النمو والتنمية

قد تم تسجيل تحسن ملحوظ إلى حد ما، بخصوص أهم المؤشرات الاقتصادية الكلية في الجزائر ، بعد تطبيق برنامج التثبيت الهيكلي: " 1994 -1995 " وبرنامج التعديل الهيكلي" 1995 – 1998 " والجدول الموالي يوضح تطور أهم المؤشرات الاقتصادية خلال الفترة 1994 – 1998:

جدول رقم (3–8): تطور أهم المؤشرات الاقتصادية الكلية في الجزائر خلال الفترة "1994–1998"

الوحدة: مليار دولار أمريكي

السنوات	1994	1995	1996	1997	1998
نمو اقتصادي %	-0.7	3.9	3.4	1.1	1.5
صادرات	8.9	10.2	13.2	13.8	10.1
واردات	9.2	10.4	9.1	8.1	8.6
ديون خارجية	29.5	31.6	33.7	31.2	6،30
احتياطي الصرف	1.1	2.3	4.5	8.3	8،6
سعر البرميل من البترول "د. أ"	16.3	17.6	21.7	19.5	12.9
معدل التضخم %	29.0	29.8	18.7	5.7	5

المصدر: بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات و السياسات النقدية ، ،ص:219.

بعد انتهاء فترة العمل ببرنامج التعديل الهيكلي سنة 1998 تميزت الوضعية الاقتصادية بشيء من التناقض، فمن جهة هناك تحسن في أداء بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية كميزان المدفوعات، واحتياطي الصرف وانخفاض كل من معدلات التضخم وحجم المديونية بسبب ارتفاع أسعار المحروقات وتراكم احتياطي الصرف، ومن جهة أخرى نجد أن هناك تباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي مصحوبة بارتفاع معدلات البطالة وهو ما يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم (3–9): تطور أهم المؤشرات الاقتصادية خلال الفترة" 1999–2001" .

الوحدة:مليار دولار أمريكي

السنوات	1999	2000	2001
نسبة نمو PIB %	3.2	2،2	2.1
حجم البطالة %	29	29	28
رصيد ميزان المدفوعات	-2.38	7.57	6.19
احتياطي الصرف	4،4	9.11	18.0
حجم المديونية	28.315	25.261	22.571
سعر البرميل من البترول "د. أ"	17.8	28.5	24.3
معدل التضخم %	2.6	0.3	4.2
رصيد الموازنة العامة "مليار دج"	-11.2	400.00	184.5

المصدر: الديوان الوطني للإحصائيات "ONS".

أمام هذا الواقع لجأت الحكومة إلى إتباع سياسة اقتصادية جديدة تمثلت في سياسة الإنعاش الاقتصادي، وقد عد تنفيذ برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي خلال الفترة "2001-2004" تجسيدا لهذه السياسة التي هدفت إلى دعم النمو الاقتصادي عن طريق رفع حجم الإنفاق الحكومي الاستثماري.

2، 2 .أهداف برنامج الإنعاش الاقتصادي: وفقا للوثيقة الرسمية التي أصدرتها رئاسة الحكومة المتعلقة بمضمون برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي فإن الأهداف العملية للبرنامج حددت فيما يلي:

- تفعيل الطلب الكلي.
- دعم النشاطات المنتجة للقيمة المضافة ومناصب الشغل عن طريق رفع مستوى الاستغلال في القطاع الفلاحي وفي المؤسسات المنتجة المحلية الصغيرة و المتوسطة.
- تهيئة وإنجاز هياكل قاعدية تسمح بإعادة بعث النشاطات الاقتصادية وتغطية الاحتياجات الضرورية للسكان فيما يخص تنمية الموارد البشرية[1].

[1] - بوفليح نبيل، آثار برامج التنمية الاقتصادية على الموازنات العامة في الدول النامية دراسة حالة برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي "2001-2004"المطبق في الجزائر،رسالة ماجستير تخصص نقود ومالية،جامعة الشلف،2004، ص74

2 . 3 . تأثير تراكم الاحتياطي على المؤشرات الاقتصادية الكلية الخارجية:

قد أدى استخدام الحجم التراكم لاحتياطي الصرف الأجنبي الجزائري الناجم عن ارتفاع أسعار المحروقات إلى تحسين الكثير من المؤشرات الاقتصادية الخارجية يمكن تلخيص هذه المؤشرات من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (3–10): تطور المؤشرات الاقتصادية الكلية الخارجية خلال الفترة " 1998 –2004".

الوحدة:مليار دولار أمريكي.

السنوات	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
الصادرات	10.1	12.3	21.7	19.1	18.7	24.5	32.1
الواردات	8.6	9.0	9.3	9.5	12.0	13.3	17.9
رصيد الميزان التجاري	1.5	3.3	12.4	9.6	6.7	11.2	14.2
رصيد ميزان المدفوعات	1.7-	2.4 -	7.6	6.2	3.6	7.5	9.1
احتياطي الصرف	6.8	4.4	11.9	18.0	23.1	32.9	43.1
تغطية احتياطي الصرف " أشهر واردات"	7.5	4.6	12.2	18.1	19.1	24.3	28.8
الديون الخارجية	30.6	28.3	25.2	22.5	22.6	23.2	21.4
نسبة الدين الخارجي من PIB(%)	63.9	58.0	46.4	41.1	40.5	34.9	26
متوسط سعر البرميل من البترول الجزائري" دولار أمريكي"	12.9	17.8	28.5	24.3	25.2	28.9	38.6
سعر الصرف	58.7	66.5	75.5	77.2	79.9	77.4	72.6

المصدر:الفترة " 1998-2003": صندوق النقد الدولي، دليل إحصائيات الجزائر، فيفري 2005، أما سنة 2004 بنك الجزائر، تقرير حول المؤشرات المالية و النقدية للسداسي الثاني من سنة 2004.

يشير الجدول رقم (3-10) إلى تحسن ملحوظ شمل معظم المؤشرات الاقتصادية الخارجية نتيجة ارتفاع أسعار المحروقات، التي كابت سببا في تراكم الاحتياطيات.

إن تحسن أسعار المحروقات قد أثر بشكل ايجابي على تطور باقي المؤشرات الكلية الخارجية، فقد سجل رصيد الميزان التجاري فائضا معتبرا ومتزايدا من سنة لأخرى، إذ انتقل من 5،1 مليار دولار أمريكي سنة 1998 إلى 21،14 مليار دولار أمريكي خلال سنة 2004 وهو ما يمثل نسبة زيادة تقدر بـــ:33،847%

يعود ذلك أساسا إلى الزيادة المعتبرة في حصيلة الصادرات التي تتشكل في معظمها من صادرات المحروقات، إذ انتقلت من 1،10 مليار دولار أمريكي سنة 1998 إلى 16،32 مليار أمريكي سنة 2004.

– إن هذه الزيادة في حصيلة الصادرات استطاعت أن تغطي الارتفاع الكبير في قيمة الواردات التي ارتفعت من 6،8 مليار دولار أمريكي سنة 1998 إلى 95،17 مليار دولار أمريكي سنة 2004، نتيجة ارتفاع الطلب الكلي من جهة، وارتفاع سعر صرف الأورو من جهة أخرى باعتبار أن معظم واردات الجزائر مصدرها دول الإتحاد الأوربي.

– إن هذه التطورات شملت أيضا رصيد ميزان المدفوعات ، إذ انتقل هذا الرصيد من حالة عجز سنتي 1998 و1999 قدر بـــ: 7،1 مليار دولار و 4،2 مليار دولار أمريكي على التوالي إلى حالة فائض ابتداء من سنة 2000 بقيمة 6،7 مليار دولار أمريكي، ثم استمرت حالة الفائض إلى أن وصلت إلى أعظم قيمة سنة 2004، حيث سجل رصيد ميزان المدفوعات فائض قدره 1،9 مليار دولار أمريكي، وهو ما أثر بالإيجاب على احتياطي الصرف الذي بلغ 1،43 مليار دولار أمريكي سنة 2004، أي ما يعادل أكثر من 28 شهر من الواردات، كما بلغت نسبة الزيادة التي سجلها احتياطي الصرف خلال الفترة " 1998 – 2004 " 8،533 % الأمر الذي عزز الملاءة المالية ودعم المركز المالي للجزائر اتجاه الخارج.

– إن حجم المديونية الخارجية ما فتئ ينخفض من سنة لأخرى نتيجة للسياسات المنتهجة في هذا المجال سواء من خلال السداد المنتظم لأقساط الديون الخارجية المستحقة على الجزائر، وهو ما انعكس إيجابا على حجم المديونية الخارجية التي انخفض حجمها من 30.6 مليار دولار أمريكي سنة 1998 إلى 21.4 مليار دولار أمريكي سنة 2004 ،كما ساهم الاستقرار النسبي لسعر صرف الدينار الجزائري ابتداء من سنة 2000 في تدعيم النتائج المتحصل عليها على مستوى المؤشرات الكلية الخارجية حيث تراوح سعر الصرف ما بين 72.6 د.ج و 79.7 د.ج مقابل الدولار الأمريكي الواحد خلال الفترة 2000–2004.

مما سبق يتضح لنا أن الارتفاع المعتبر لأسعار المحروقات ابتداء من سنة 2000، وما تبعه من تحسن شمل معظم المؤشرات الاقتصادية الكلية الخارجية المتمثل أساسا في:

– تحقيق فوائض معتبرة شملت أرصدة كل من الميزان التجاري و ميزان المدفوعات و ارتفاع احتياطيات الصرف بنسب معتبرة ، انخفاض حجم المديونية الخارجية و الاستقرار النسبي لسعر صرف الدينار الجزائري ساهم في توفير ظروف اقتصادية ملائمة رافقت فترة إعداد و تنفيذ برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي.

ولقد أشرنا سابقا أن احتياطي الصرف الأجنبي يكون في حيازة السلطات النقدية، وعلى هذا الأساس وفي ظل ممارسة نظام صرف معوم، يمكن لكل الأعوان في الداخل (الحكومة، مؤسسة القطاع العام أو

الخاص...) الحصول على العملات الأجنبية من أجل تمويل العمليات المسموح بها قانونيا ، وفي المقابل تطرح مشكلة وجود الأسواق الموازية للعملات الصعبة، ونرى في هذا المجال أن الجزائر ربما تكون البلد الوحيد الذي يتوفر على احتياطيات معتبرة من جهة وعلى سوق صرف موازي ذو حجم كبير في نفس الوقت من جهة أخرى.

فإذا أردنا القيام باستعمال هذه الاحتياطيات في برنامج الإنعاش الاقتصادي فيجب أن نأخذ بعين الاعتبار الآثار الاقتصادية الكلية ، وأن نضمن **قدرة الاقتصاد على استيعاب هذه المبالغ الضخمة من الأموال**، إلا أننا نشير إلى ما يوجه من اتهامات إلى برنامج الإنعاش الاقتصادي في العديد من قضايا الفساد والإهمال وتبذير الأموال العمومية وانخفاض مردودية النفقات وسوء نوعية المنجزات.

المطلب الثاني: إدارة الديون الخارجية.

تتطلب إدارة الاحتياطيات الأخذ بعين الاعتبار إستراتيجيات تسيير الدين الخارجي للمحافظة على مستوى الاحتياطيات من جهة باعتبار أن الديون تسدد بالعملة الصعبة وبالتالي تؤثر على حجم الاحتياطيات، و للحد من الحساسية إزاء التقلبات الخارجية لرصد الديون ووضع الاستثمار الدولي، والأدوات المطروحة في أسواق المال العالمية ومستويات أسعار الفائدة من جهة أخرى، وقد و ضعت الجزائر سياسة خاصة للتسديد المسبق للمديونية و تحويل بعض الديون إلى استثمارات.

1. التسديد المسبق للمديونية:

وهذا انطلاقا من كون المديونية مثلت في التسعينات من القرن العشرين عبئا كبيرا على الاقتصاد الجزائري، فلقد كادت أن تمتص خدمات المديونية مجمل العوائد، و تقتضي إستراتيجية تسيير الدين الخارجي، معرفة هيكل هذا الدين من العملات الصعبة وتطورات أسعار الفائدة عليها، والجدول الموالي يبين توزيع نسب العملات الصعبة في الديون الخارجية.

جدول رقم (3– 11): توزيع هيكل الـــديون بالعملات الأجنبية

الوحدة: نسبة مئوية

السنوات	2003	2004	2005	2006
الدولار الأمريكي	39.0	39.0	44.0	43.0
الأورو	35.0	39.9	40.0	47.0
الين الياباني	12.0	10.6	8.0	5.0
عملات أخرى	14.0	10.5	8.0	5.0

المصدر: إحصائيات بنك الجزائر.2006

نلاحظ أن هيكل الديون الخارجية كان تتشكل في جزء كبير منها من عملات أوربية في الوقت الذي كان المصدر الأساسي للعملة الصعبة في الجزائر هي صادرات النفط المسعرة بالدولار الضعيف والمتقلب. صحيح أن خيار تحديد عملة تسعير البترول ليس في يد الجزائر وإنما يعود إلى دول الأوبك ولكن الخيار الذي يمكنها التحكم فيه هو تحديد أسواق الاستيراد بما يتلاءم مع طبيعة مخزونها من العملات الأجنبية.

وقبل عرض الاتفاقيات المبرمة في إطار الدفع المسبق للديون الخارجية حاولنا أن نعرض مقارنة بسيطة بين نسب الفوائد التي تحصل عليها الجزائر من توظيف جزء من احتياطياتها في سندات الخزانة الأمريكية ونسب الفوائد التي تدفعها على ديونها الخارجية.

الجدول رقم (12.3): المقارنة بين أسعار الفائدة على السندات الحكومية و أسعار الفائدة على الديون الخارجية

الوحدة: نسبة مئوية

السنوات	أسعار الفائدة على السندات الحكومية	أسعار الفائدة على الديون الخارجية
2000	6	6.6
2001	5	6.4
2002	4.6	5.4
2003	4	4.8
2004	4.2	4.8
2005	4.3	/

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الكثير من معطيات وتقارير بنك الجزائر.

وببساطة نلاحظ أن أسعار الفائدة على الديون الخارجية أكبر من أسعار الفائدة على السندات الحكومية وبالتالي ستكون تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات من خلال التوظيف في السندات الحكومية في هذه الحالة أكبر من تكلفة تسديد الديون قبل آجالها المحددة، وبالتالي كان التسديد المسبق للمديونية فرصة بديلة في ظل تراكم الاحتياطيات قي الجزائر وغياب البدائل الأخرى.

و عموما فقد قررت السلطات الجزائرية سنة 2004 التسديد المسبق للديون الخارجية، بالإضافة إلى الديون التي بلغت آجال استحقاقها، إذ كان مخزون المديونية الخارجية في نهاية2003 في حدود 23.4مليار دولار منها 12.2 مليار تمت إعادة جدولتها مع نادي باريس ولندن.

1.1 . الاتفاقيات المبرمة في إطار الدفع المسبق للديون الخارجية.

- **مع نادي باريس**

مع ارتفاع أسعار النفط التي وصلت إلى أكثر من 75دولار للبرميل سنة 2006، استغلت الجزائر جيدا الطفرة المالية التي تمر بها وقامت بمفاوضات شاقة مع الدول الدائنة الأعضاء في نادي باريس للتخلص من قدر كبير من المديونية، فقد طلبت الجزائر رسميا خلال شهر مارس 2006 من البلدان الأعضاء بنادي باريس التسديد المسبق لديونها التي أعيدت جدولتها إلى حدود 8 مليار دولار من مجموع الديون الجزائرية الخارجية المقدرة ب5 ر15 مليار دولار في نهاية سنة 2005، الديون المعنية بالدفع المسبق هي ديون متوسطة الأجل، وبنسب فائدة تتراوح ما بين 8 إلى 11%. وتُعتبر الجزائر ثالث دولة تتفاوض مع نادي باريس من أجل الدفع المسبق لشطر من الديون، إذ تفاوضت أيضا البيرو منذ العام 2005 على دفع مسبق لقيمة 2 مليار دولار، فيما قدّمت روسيا طلباً بالدفع المسبق لـــ 15 مليار دولار وفعلا نجحت الجزائر في ذلك، ووقعت مع نادي باريس يوم 2006/05/11 على اتفاق متعدد الأطراف للتسديد المسبق للديون الجزائرية التي أعيد جدولتها ، وتجدر الإشارة إلى أن نادي باريس، الذي عقد أول اجتماع له في العام 1956، يضم حالياً 17 دولة رئيسة، بينها ألمانيا والولايات المتحدة وكندا وإسبانيا، إضافة إلى فرنسا والدول الاسكندينافية واليابان وسويسرا[1].

وهكذا اقتربت الجزائر من التحول من دولة مدينة إلى دولة دائنة بعد اتخاذها قرارا استراتيجيا بالتوقف عن الاستدانة من الخارج وسداد كل ديونها التي انخفضت إلى 4.7 مليار دولار خلال عام 2007 .وجاء هذا القرار الذي اتخذته الجزائر خلال سنة 2004 متناسبا مع اليسر المالي الذي تعيشه البلاد.و قد سددت الجزائر حوالي 117.9 مليار دولار من مديونيتها الثقيلة والتي تراكمت ما بين الأعوام 1985 و2005، كانت أصولها 84 مليار دولار فيما بلغـــت الفوائـــد 34 مليار دولار وبالتالي تخلصت الجزائر من ديونها المستحقة لهذا النادي والبالغة 7.9مليار دولار خلال سبعة أشهر لا أكثر، وكان عدد البلدان الدائنة للجزائر في هذا النادي 17 بلدا.

- **إعفاء ديون الجزائر من قبل روسيا:**

بلغت ديون الجزائر لروسيا وفقا للتقارير الروسية حوالي 7،4 مليار دولار، وتعود في معظمها إلى فترة الستينات والسبعينات من القرن الماضي، وهي تمثل حوالي 29% من ديون الجزائر الخارجية ، وقد قام

[1] ـــ انظر الملحق رقم(6).

الطرفان بتوقيع اتفاقية تقوم روسيا بموجبها بإعفاء الجزائر من ديونها اتجاهها والبالغة 7،4 مليار دولار، مقابل أن تقوم الجزائر بشراء سلع وخدمات من روسيا بقيمة مماثلة أو أكثر منها.

- **الاتفاق مع نادي لندن للدفع المسبق للديون التجارية:**

بعد الانتهاء من تسوية الديون المستحقة لدى نادي باريس، تم اتفاق مع نادي لندن بشأن تسديد مسبق للديون التجارية الخاصة والمقدرة بحوالي مليار دولار، مما جعل الدولة تتفق بتسديد ما مجمله 9 مليارات دولار من ديونها التي يستحقها ناديا باريس ولندن، علما أن هذه الديون المتفق على تسديدها لا تدخل ضمنها الديون التي دفعتها الجزائر مسبقا لروسيا والمقدرة بـــ 4.7 مليار دولار مقابل عقد صفقة شراء السلاح الروسي بقيمة 7 مليار دولار.

- **اتفاقات أخرى حول الدفع المسبق للديون الخارجية:**

وقد أجرت الجزائر مفاوضات أخرى مع مؤسسات مالية دولية متعددة الأطراف، لدفع مسبق لثلاثة مليارات دولار من ديونها الخارجية إلى جانب دول دائنة كالسعودية والهند.

1. 2. الوضع الحالي للديون الخارجية الجزائرية:

أن الديون الخارجية انخفضت إلى 4.7 مليار دولار في نهاية سنة 2006، وأن 4 مليارات دولار منها تمثل الديون التجارية للشركات العامة والخاصة و 700 مليون دولار تمثل ديون الحكومة .كما أن الجزائر ستعزز مكانتها في السوق المالية الدولية وستكون موضع ثقة أمام شركائها.

الجدول رقم(3. 14): تركيبة و اتجاه الديون الخارجية للجزائر خلال الفترة (2002-2007).

الوحدة: مليون دولار

التاريخ	02/12/31	03/12/31	04/12/31	05/12/31	06/12/31	07/12/31
ديون متوسطة وطويلة الأجل	22540	23 203	21 411	16 485	5 062	4889
ديون قصيرة الأجل	102	150	410	707	550	684
الـــمجموع	22642	23 353	21 821	17 192	5 612	5573

المصدر: بنك الجزائر. على الموقع: www.Bank-of-algeria.dz بتاريخ 23ـــ05ـــ2008

فقد قدرت المديونية الخارجية مع نهاية السداسي الأول من سنة 2008 بـــ4 مليار دولار مقابل 4،889 مليار دولار نهاية 2007، أو ما يعادل 3،6 بالمائة من الناتج المحلي الخام المقدر حاليا بـــ 130 مليار دولار.

وقد سجلت المديونية الخارجية الجزائرية تراجعا كبيرا؛ حيث كانت تقدر بـــ 485، 16 مليار دولار نهاية 2005 وانخفضت إلى 5،062 مليار دولار نهاية 2006، وفي أعقاب إقرار الجزائر لسياسة الدفع

المسبق لجزء كبير من المديونية الخارجية، يرى بن أشنهو أن الدفع المسبق للدين الخارجي جنب الجزائر دفع فوائد هذه الديون للسنوات المتبقية، وإلا بماذا يفسر رفض بعض الدول قبول الدفع المسبق للمديونية، فحجم الفوائد المدفوعة كبير جدا خاصة مع نسب مرتفعة تصل إلى 8% لجزء مهم من المديونية العمومية المعاد جدولتها.

على سبيل المثال فخلال السنوات العشرة الماضية دفعت الجزائر لدولة دائنة واحدة من نادي باريس، 57،1 مليار دولار من الفوائد، ما يعادل بناء 1000 ثانوية، 500 مستشفى من الحجم المتوسط، فهل يمكن الاستمرار في هذا النهج من أجل احترام حلول موعد السداد؟، إن الدفع المسبق هو طريقة مناسبة لردم الهوة بين الادخار والاستثمار، من خلال امتصاص جزء من صندوق ضبط الموارد الذي تأسس لهذا الغرض إلى جانب استخدام احتياطيات الصرف التي هي في مستوى أقل مما كانت ستكون عليه لو لم يتم دفع المديونية بشكل مسبق.

ويرى الخبير المالي بصندوق النقد الدولي، عبد الرحيم بساحة أن فرصة امتلاك احتياطيات إضافية قائمة، وهي جوهرية مما يدفع إلى أن تكون فوق ما يحتاجه ويتطلبه الاستقرار المالي، وأن استعمال هذه الاحتياطيات على الصعيد الداخلي لإنجاز المنشآت القاعدية أو في مجالات أخرى على المستوى البعيد وبنسبة تقدر على الأقل بـــ6% في السنة، يمكن من تحقيق فوائد تقدر بـــ 10 مليار دولار في السنوات العشر القادمة،كما أن تكلفة خدمة الديون في 2006 قدرت بحوالي 5 مليار دولار، فيما قدرت فوائد الاحتياطيات المودعة في البنوك الأجنبية بـــ1.5 مليار دولار، وذلك بسبب ضعف نسب الفوائد الحقيقية الدولية التي قدرت بـــ2% سنويا، واعتبر أن الفوائد المحصلة من التسديد المسبق للديون تعد وسيلة جيدة لاستعمال موارد البلاد المودعة لدى صندوق ضبط الإيرادات.

وفي مقابل هذه النظرة المتفائلة تجاه هذه الآلية، ذهبت بعض الأوساط الأخرى إلى اعتبار ما قامت به الجزائر لا يعدو أن يكون إلا هدرا للأموال الضخمة التي حصلتها من ارتفاع أسعار النفط في الأسواق العالمية ، وكان يمكن أن توجه إلى التنمية المحلية وبناء المنشآت القاعدية ونسيج صناعي قوي يسمح بخلق الثـــروة وتحقيق نسبة نمو متوازنة وبعيدة عن مداخيل البترول.

وبالرغم من أن الجزائر قد ضخت حوالي 100 مليار دولار في صندوق برنامج دعم النمو المخصص للنهوض بالاقتصاد الوطني، ورغم تحسن مؤشرات الميزانية وارتفاع المداخيل ، ما يزال لاقتصاد الوطني عاجزا عن تجاوز رقم المليار الواحد من الصادرات خارج المحروقات.

2. سياسة تحويل الدين الخارجي.

الجزائر كغيرها من الدول المدينة اعتمدت إدارة نشطة لمديونيتها عن طريق بدائل أخرى ، مثل تحويل الديون إلى استثمارات ، وعلى الرغم مما تتيحه تقنية تحويل الديون من تفادي استنزاف الاحتياطيات ، والمساهمة في تنمية الاستثمارات، وفي تحقيق النمو، إلا أنها تظل مع ذلك محدودة بفعل طبيعتها السياسية، وبحكم الحاجة إلى ضرورة تعبئة موارد أخرى تهدف إلى تفادي التضخم وإقصاء المستثمرين المحليين.

للإشارة هناك أشكال أخرى لتحويل الدين الخارجي، بينما يعتبر تحويل الدين الخارجي إلى استثمارات من أهم أشكال تحويل الدين الخارجي، ومن هذه الإشكال:

- **تحويل الدين إلى مشاريع التنمية البشرية :** تعني عملية تحويل الدين الخارجي إلى مشاريع التنمية البشرية مقايضة جانب من الدين الخارجي لبلد مدين ببعض عناصر التنمية البشرية كالتعليم، الصحة والإنفاق على الطفولة المسعفة وغير ذلك، وتتمّثل هذه الوسيلة في تحويل الديون إلى المؤسسات الخيرية بسعر خصم في السوق الثانوي، الذي يحوّل لاحقا إلى أدوات معينة بالعملة المحلية، وغالبا ما تقوم البنوك التجارية بالمساهمة في التنمية من خلال إعطائها قروضا لمؤسسات خيرية بحيث تؤّثر على عناصر الإنفاق في البلد المدين.
- **تحويل الدين إلى مشاريع لحماية البيئة :** وعليه وفي سبيل المحافظة على البيئة، تقوم هذه الدول بتحويل جانب من ديون العالم النامي إلى مشاريع لحماية الثروة الغابية، الحيوانية، النباتية ومكافحة التلوث.

أما بالنسبة للجزائر فإنها تستفيد من صيغة تحويل المديونية إلى استثمارات من خلال المحافظة على احتياطي الصرف والاقتصاد في العملة الصعبة، حيث تدفع المبالغ بالدينار الجزائري، وتتضمن الاتفاقية الموقعة في مارس 2002 مع اسبانيا، 40 مليون دولار، في مرحلة أولى، ويمكن رفع هذا المبلغ، في مرحلة ثانية، ليصل إلى 110 مليون دولار.

أما مع إيطاليا، فإن اتفاقية جوان 2002، تحول جزءا من الديون في شكل قروض مساعدة، لتمويل مشاريع تنموية اجتماعية واقتصادية. فالاتفاق تعلق بتحويل مبلغ 84 مليون يورو، وهي ممولة من طرف ميزانية الدولة الجزائرية. ويتميز هذا الاتفاق بأن الجانب الايطالي سوف يقوم بمحو مخزون الديون المترتبة على الجزائر بعد إتمام المشاريع المتفق عليها.

أما عقد التحويل المبرم مع فرنسا، فإن اتفاقية ديسمبر 2002، لتحويل المديونية إلى استثمار، تتضمن 60.9 مليون أورو.

وقد كان آخر اتفاق فيما يخص تحويل جزء الديون إلى استثمارات بين الجزائر وإمارة أبو ظبي في صيف 2008 لتحويل 333 مليون دولار من المديونية المستحقة على الجزائر إلى استثمارات[1]

كل هذه الاتفاقيات تعبر بوضوح عن دعم المجموعة المالية الدولية لمسار الإصلاحات التي شرع ت فيها الجزائر.

الجدول رقم(3 .15): ملخص البلدان التي تعاقدت مع الجزائر لتحويل ديونها إلى استثمارات

البلد	الشهر والسنة	قيمة الدين الخارجي الممول
اسبانيا	مارس 2002	110 مليون دولار
ايطاليا	جوان 2002	84 مليون أورو
فرنسا	ديسمبر 2002	60.9 مليون أورو
أبو ظبي	جوان 2002	333 مليون دولار

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على قراءات نظرية

وبالتالي فقد تم تحويل ما قيمته أكثر من 600 مليون دولار كديون إلى استثمارات ، مما جعل مستوى الاحتياطيات في النهاية يتعزز بهذا المبلغ بدلا من تسديده، وتبقى عوائد ومنافع هذه الاستثمارات محل استفسار في نظرنا.

ورغم أهمية هذا المسعى إلا أنه طرحت أكثر من علامة استفهام بخصوص مدى قدرة السلطات العمومية على توظيف ما لديها من احتياطيات، في الوقت الذي تعمل فيه جاهدة على استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، بغية أن تجعل منها رهانا للتنمية الاقتصادية.

وهناك مفارقة أخرى، وهي أن مستوى الاحتياطي من العملات الأجنبية الذي جعل الجزائر في المرتبة الخامسة عشر دوليا من حيث الاحتياطات، يتم توظيفها بمعدلات فائدة منخفضة في سندات الخزانة الأمريكية. وهذا ما يجعل الاقتصاد الجزائري في خدمة الاقتصاديات الأخرى في الوقت الذي يشكو فيه من التمويل.

ومن جهة أخرى فقد أدى انخفاض خدمات الديون خلال الفترة (2003-2006) إلى ارتفاع حجم الاحتياطيات، بالرغم من ارتفاع أصل الدين الذي تم سداده سنة 2006 كما هو موضح في الجدول الموالي:

[1]Banque D'Algérie, Op-Cit, p6

الجدول رقم (3–16):اتجاه خدمات الديون خلال الفترة (2003–2006).

الوحدة: مليون دولار أمريكي

السنة	2003	2004	2005	2006
الأصل	3 240	4 692	4 940	12 709.2*
الفوائد	1 118	966	898	605،0
المجموع	4 358	5 658	5 838	13 314.2

المصدر: معطيات من بنك الجزائر على الموقع: www.Bank-of-algeria.dz بتاريخ 23ـــ12ـــ2007

نلاحظ من الجدول أن خدمات الديون قد انخفضت إلى ما يقارب النصف خلال أربعة سنوات،فقد كانت في حدود 1118سنة 2003 لتنخفض الى 605مليون دولار سنة 2006، وبالتالي فان هدا الانخفاض سوف يعزز من الاحتياطيات مستقبلا.

المبحث الثالث: إدارة الحجم الباقي من احتياطي الصرف الأجنبي الجزائري.

كان من المفروض أن يكون حجم احتياطي الصرف الأجنبي أكبر بكثير مما هو عليه لو لم يتم تسديد الدين الخارجي أو إنشاء صندوق ضبط الموارد، لكن بالرغم من ذلك لم يتأثر حجم الاحتياطي وواصل ارتفاعه، وفي ظل غياب إستراتيجية واضحة لإدارة احتياطي الصرف الأجنبي تبقى أهم استعمالاته: تسديد فواتير الواردات بالدرجة الأولى، لكن في ظل غياب الإفصاح عن الكيفية التي يدير بها بنك الجزائر احتياطي الصرف الأجنبي حاولنا أن نتطرق إلى بعض المحاور التي تتوفر فيها المعطيات، وتم ذلك من خلال التعرض إلى المطالب التالية:

المطلب الأول: تحديد الحجم الكافي لتغطية الواردات.

المطلب الثاني: إدارة الاحتياطي من الذهب النقدي.

المطلب الثالث: إدارة سلة عملات الاحتياطي والتوظيف في السندات الحكومية الدولية.

المطلب الأول: تحديد الحجم الكافي لتغطية الواردات

1. مستوى الاحتياطيات وحجم الواردات:

1. 1 . وضع الميزان التجاري:

عادة ما يعود تراكم احتياطي الصرف الأجنبي إلى الفوائض التجارية المحققة باستمرار ، وبالتزامن مع ارتفاع أسعار النفط حقق رصيد الميزان التجاري في الجزائر فوائض معتبرة خلال الفترة 2000-2007. كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (3–17): تطور الميزان التجاري في الجزائر خلال الفترة 2000-2007.

الوحدة: بالمليون دولار

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
قيمة الصادرات	22031	19132	18825	24612	32083	46001	54613	59518
قيمة الواردات	9173	9940	12009	13534	18308	20357	21456	27439
رصيد الميزان التجاري	12858	9192	6816	11078	13775	25644	33157	32079
%معدل التغطية	240	192	157	182	175	226	255	217

المصدر: المركز الوطني للإعلام الآلي والإحصائيات C.N.I.S.

ويرجع كل هذا الارتفاع الكبير في الفائض التجاري إلى الارتفاع المستمر للعائدات النفطية الناتج بدوره عن الارتفاع المتواصل لأسعار المحروقات.

1. 2. تغطية الاحتياطيات للواردات:

ذكرنا في الفصل الثاني من هذه الدراسة إن المؤشر الأفضل لتحديد كفاية الاحتياطات، خاصة بالنسبة للبلدان النامية، هو المقياس الذي يشير إلى عدد شهور الواردات التي تغطيها الاحتياطيات ، حيث يرى أنصار هذا المؤشر ومنهم صندوق النقد الدولي ، أن الواردات هي أهم بنود ميزان المدفوعات نظرا لصلتها الوثيقة بمستويات الاستهلاك المحلي والناتج الجاري والنمو الاقتصادي ومن ثم فإن هذا المقياس يربط بين الاحتياطيات وأهم إنفاق بالعملات الأجنبية. والجدول الموالي،يظهر معدلات تغطية احتياطي الصرف الأجنبي الجزائري للواردات بالأشهر.

الجدول رقم (3 .18): تغطية الاحتياطيات للواردات بالأشهر (2000 ــ2007)

السنة	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
إجمالي الاحتياطات	4.41	11.91	17.92	23.1	32.92	43.11	56.18	77.78	110.18
إجمالي الواردات	9.16	9.17	9.94	12.0	13.53	18.30	20.35	21.45	27.44
معدل التغطية (بالأشهر)	5.7	15.6	21.6	23.1	29.2	28.3	33.1	43.5	48.2

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على إحصائيات من بنك الجزائر.

يحسب معدل تغطية احتياطي الصرف الأجنبي الجزائري للواردات على أساس تقسيم إجمالي الاحتياطيات الخارجية الرسمية في نهاية السنة على القيمة للواردات السنوية للبلد.

ونلاحظ من الجدول ارتفاع معدل تغطية احتياطي الصرف الأجنبي الجزائري للواردات بالأشهر بداية من سنة 1999 حتى سنة 2007، بحيث انتقل معدل هذه التغطية من 5 أشهر ونصف سنة 1999 إلى 4 سنوات خلال سنة 2007، وهذه المدة هي مدة مبالغ فيها كثيرا [1]، مقارنة بمعايير كفاية الاحتياطيات التي يوصى بها خبراء الاقتصاد في هذا المجال، و بذلك نسجل ضياع الفرص البديلة في هذا الإطار، وتجدر الإشارة هنا إلى أنه إذا كان ينظر في الماضي إلى أن 3 شهور تغطية للواردات تعد قدرا ملائما ومعقولا للمستوى الآمن للاحتياطيات، فإن الظروف الحالية التي تواجهها البلدان النامية المدينة [2] ربما تتطلب زيادة هذا الرقم إلى 4 أو 5 أشهر، ومهما يكن من أمر فإنه يتعين على السلطة النقدية أن تجرى دراسات قياسية من واقع التجارب والخبرة التاريخية لتحديد ما يعد نسبة ملائمة وآمنة للاحتياطيات الدولية حسب وضعها الاقتصادي و المالي.

3. 1 تراجع القيمة الحقيقية للصادرات :

رأينا سابقا أن صادرات المحروقات شكلت 97.8% من إجمالي الصادرات سنة 2007 بمبلغ قدره 58.06 مليار دولار، وهذا يعني أن باقي الصادرات لا تمثل إلا 2.20 % بقيمة تقدر بـــ 1.312 مليار دولار والذي يهمنا هنا هو أن صادرات المحروقات تسعر بالدولار مما يعني أن الصادرات الحقيقية للمحروقات تتراجع بنسبة انخفاض الدولار وقد حاولنا في الجدول الموالي، ضبط الخسائر التي تمنى بها صادراتنا نتيجة انخفاض سعر صرف الدولار مقابل اليورو.

[1]- زايري بلقاسم" إدارة احتياطي الصرف وتمويل التنمية في الجزائر" بحوث اقتصادية عربية، العدد41، شتاء 2008، ص.16.15

[2]- انظر الملحق، الجدول رقم(5).

الجدول (3- 19) : القيمة الحقيقية للصادرات(مليار دولار) في ظل نسب التغير في قيمة الدولار

السنة	2000	2001	**2002**	2003	2004	2005	2006	2007
قيمة الصادرات من قطاع المحروقات بسعر الدولار الحالي..(1)	21419	18484	**18091**	23939	31302	45094	53429	58206
سعر صرف دولار / أورو	**1.087**	**1.111**	**1.052**	**0.885**	**0.806**	**0.791**	**0.763**	**0.722**
نسبة التغير في قيمة الدولار بالنسبة لسنة الأساس 2002 **(%)**	3.3	5.6	–	-15.8	-23.3	-24.8	-27.4	-31.3
قيمة الصادرات من قطاع المحروقات بسعر الدولار الثابت..(2)	20712	17449	**18091**	27721	38595	56277	68122	76424
الفرق بين (1) و(2)	**707**	**1035**	**0**	**-3782**	**-7293**	**-11183**	**-14693**	**-18218**

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على إحصائيات ONS.

نلاحظ من الجدول أن القيمة الاسمية للصادرات بسعر الدولار (1) هي أقل من القيمة الحقيقية للصادرات بسعر الدولار (2) وتوصلنا إلى هذه النتيجة من خلال اعتماد أو افتراض سنة 2002 كسنة أساس، وهي السنة التي بدأت فيها أسعار صرف الدولار الأمريكي تتدهور.

وقد تم حساب هذه القيمة بالرجوع إلى سعر صرف الدولار مقابل اليورو خلال الثمانية سنوات (2000 ــ 2007) الأخيرة.

يمثل الفرق بين (1) و(2) خسائر في القيمة الصادرات بحيث مثلا لو بقي سعر صرف الدولار ثابتا مقارنة بسنة 2002 فإن القيمة الحقيقية للصادرات سوف تكون سنة 2007 في حدود 76424 مليار دولار بدلا من 58206 مليار دولار التي تحققت في نفس السنة كما هر واضح من الجدول أعلاه.

2. عوامل تآكل احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

هناك مجموعة من العوامل تؤدي إلى استنزاف أو تآكل الاحتياطيات، يمكن تلخيصها فيما يلي:

- انخفاض أسعار الصرف لسلة العملات التي تتكون منها الاحتياطيات.واختلاف عملة الدفع والقبض في التجارة الخارجية
- كثرة الضمانات والمساعدات الخارجية.
- ارتفاع نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الدين الخارجي.
- عدم ضبط العلاقات المالية الخارجية للبلد، الناتجة عن سوء الاختيار، بالنسبة للشركاء التجاريين أو المتعاملين الأجانب.

- ارتفاع فاتورة الواردات.
- ارتفاع درجة التركيز على قطاع المحروقات، وعدم تنويع الصادرات.

و سنقوم بشرح أهم العوامل التي لها تأثير كبير على تآكل الاحتياطيات .

2 .1. اختلاف عملة الدفع والتحصيل في التجارة الخارجية

ويعود ذلك إلى عدم اختيار أسواق الاستيراد بشكل متناسب مع العملة التي يتم بها تسعير البترول، إذ أن البترول يسعر بالدولار ويتم الاستيراد أساسا من الأسواق الأوربية التي تتعامل باليورو، والمشكلة هي أن اليورو ما فتئت قيمته تتعزز أمام الدولار حتى تجاوزت مستوى 1.5 دولار لليورو الواحد ، في الوقت الذي كان يقدر لليورو أن يكون مكافئا للدولار من حيث القيمة عند إطلاقه، وهذا يعني أنه كلما تحسنت قيمة اليورو أمام الدولار كلما كان الاقتصاد الجزائري في حاجة إلى دولارات اكبر للمحافظة على نفس المستوى من الواردات، والجدول الموالي، يظهر المتعاملين العشر الأوائل اللذين تستورد منهم الجزائر.

الجدول رقم (3 .20): الموردون العشر الأوائل للاقتصاد الجزائري خلال الفترة (2001– 2006)

الوحدة: (نسبة مئوية)

2001		2002		2003		2004		2005		2006	
الدول	%	الدول	%	الدول	%	الدول	%	الدول	%	الدول	%
فرنسا	24.2	فرنسا	22.5	فرنسا	23.9	فرنسا	22.5	فرنسا	21،3	فرنسا	20.3
ايطاليا	10.5	و.م.أ	9.7	ايطاليا	9.4	ايطاليا	6.5	ايطاليا	7،3	ايطاليا	8.8
و.م.أ	10.3	ايطاليا	9.5	ألمانيا	6.5	ألمانيا	6.6	و.م.أ	7،6	الصين	8
ألمانيا	8	ألمانيا	7.1	اسبانيا	5.5	و.م.أ	5.9	الصين	6،1	ألمانيا	6.9
اسبانيا	5.3	اسبانيا	5.2	و.م.أ	5.2	الصين	5	ألمانيا	5،7	و.م.أ	6.6
تركيا	3.8	تركيا	3.3	الصين	3.8	اسبانيا	4.8	اسبانيا	4،2	اسبانيا	4.8
بلجيكا	2.7	اليابان	3.1	تركيا	3.2	اليابان	3.6	اليابان	3،4	تركيا	3.3
كندا	2.6	الصين	2.8	بريطانيا	3	الأرجنتين	3.2	تركيا	3،1	اليابان	3.3
بريطانيا	2.5	كندا	2.8	اليابان	2.8	تركيا	3.2	الأرجنتين	3	الأرجنتين	2.9
روسيا	2.5	بريطانيا	2.5	روسيا	2.3	بلجيكا	2.7	أوكرانيا	-	بلجيكا	2.5

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المصدر التالي:

Commerce extérieur (importation) statistiques algerie Les dix premier pays fournisseurs de l'Algérie (2001-2006).

نلاحظ من الجدول أن النسبة الكبيرة من حجم الواردات تتصدرها ثلاثة دول أوروبية (فرنسا، إيطاليا وألمانيا)، و قد وصلت هذه النسبة إلى 40بالمئة في المتوسط خلال الفترة (2001 - 2006)، ولا تمثل الواردات من الولايات المتحدة الأمريكية والصين إلا حوالي 8 % في المتوسط خلال السنوات (2001 - 2006)، ولقد عانى الاقتصاد الجزائري من نفس المشكلة وهو يدير المديونية الخارجية ؛ إذ كانت تتشكل في جزء كبير منها من عملات أوربية ، في الوقت الذي كان المصدر الأساسي للعملة الصعبة في الجزائر هي صادرات النفط المسعرة بالدولار الضعيف والمتقلب ، صحيح أن خيار تحديد عملة تسعير البترول ليس في يد الجزائر وإنما يعود إلى دول الأوبك، ولكن الخيار الذي يمكنها التحكم فيه هو تحديد أسواق الاستيراد بما يتلاءم مع طبيعة مخزونها من العملات الأجنبية والجدول الموالي يظهر المتعاملين العشر الأوائل اللذين تصدر لهم الجزائر.

الجدول رقم (3 .21): الزبائن العشر الأوائل اللذين تصدر لهم الجزائر خلال الفترة (2001–2006)

الوحدة: (بالنسبة المئوية)

2001		2002		2003		2004		2005		2006	
الدول	%	الدول	%	الدول	%	الدول	%	الدول	%	الدول	%
ايطاليا	22.5	ايطاليا	20.1	و.م.أ	19.9	و.م.أ	23.1	و.م.أ	23	و.م.أ	27.9
فرنسا	15.1	و.م.أ	14.2	ايطاليا	19.2	ايطاليا	15.9	ايطاليا	16.4	ايطاليا	17.1
و.م.أ	14.2	فرنسا	13.6	فرنسا	12.6	فرنسا	12	اسبانيا	11	اسبانيا	11
اسبانيا	11.7	اسبانيا	12.1	اسبانيا	12.2	اسبانيا	11.3	فرنسا	10	فرنسا	8.4
هولندا	7.1	هولندا	9	هولندا	6.9	هولندا	7.4	هولندا	6.6	كندا	6.6
البرازيل	5.4	تركيا	5.1	كندا	5.7	كندا	6.1	البرازيل	6.3	هولندا	5.2
تركيا	5.1	كندا	5	البرازيل	4.6	البرازيل	5.9	كندا	4.9	بلجيكا	3.7
كندا	3.6	البرازيل	4.8	تركيا	4.3	تركيا	4.2	تركيا	3.8	البرازيل	3.5
بلجيكا	2.9	بلجيكا	2.5	بلجيكا	2.9	بلجيكا	2.5	البرتغال	3.5	تركيا	3.4
بريطانيا	1.6	ألمانيا	2.3	البرتغال	2.2	البرتغال	2.5	بلجيكا	3.4	بريطانيا	3

المصدر: الجدول من إعداد الطالب بالاعتماد على:

Statistiques algerie Commerce extérieur Les dix premier clients de l'algerie En % (2001-2006).

وكما هو واضح من الجدول فإن الزبون الأول هو الولايات المتحدة الأمريكية خلال السنوات الأربعة (2003 - 2006)، إذ قاربت ووصلت الصادرات باتجاه الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2006 نسبة 30 بالمائة من إجمالي الصادرات، والسبب يعود إلى أن الجزائر تبيع صادراتها التي تتكون من 98 % من المحروقات، بالدولار الأمريكي، وذلك لكون عقود بيع النفط، تم التوقيع عليها في وقت سابق، عندما كان الدولار الأمريكي في أوج قوته، ولذلك تجد اليوم الجزائر صعوبة كبيرة في تغيير عملة بيع صادراتها، أو على الأقل تنويعها، بما يمكنها من استبدال العملة الأوربية بالعملة الأمريكية لتفادي تكبد خسائر فارق الصرف.

كما أن هناك قطاعات متعددة يمكن للجزائر أن تستورد احتياجاتها من دول تتعامل بالدولار مثل المواد الغذائية والأدوية، إلى جانب الأجهزة المختلفة.

وعلى العموم تستورد الجزائر قرابة 68% من احتياجاتها الغذائية والمنتجات نصف المصنعة والمصنعة من منطقة العملة الأوروبية الموحدة ، في المقابل معظم صادراتنا بالدولار، عملة فواتير التصدير إلى الأسواق الخارجية للبترول والغاز الطبيعي. فتراجع قيمة الدولار يؤثر كثيرا على الحجم الحقيقي لاحتياطي البلاد من العملة الصعبة، على غرار الجزائر التي تجد نفسها في وضعية أكثر تأثرا، بالنظر لارتباطها المزدوج بالدولار والأورو ، فالجزائر تتعامل بالدولار الأمريكي في مجال الصادرات، وتتعامل أساسا بالأورو بنسبة تفوق 65% في مجال الواردات. وبفعل ارتفاع قيمة صرف الأورو مقابل الدولار، فإن العديد من السلع والمنتجات سواء الأولية أو نصف مصنعة والمصنعة المتأتية من الاتحاد الأوروبي، تتأثر مباشرة وتسجل ارتفاعا في قيمتها بصورة مضاعفة، بفعل ارتفاع قيمة صرف الأورو أولا، وبفعل ارتفاع كلفة النقل والشحن والتأمين، نتيجة ارتفاع سعر البترول ثانيا.

الجدول رقم (3–22):مقارنة الواردات من منطقة الإتحاد الأوروبي بعملتي الدولار و الأورو خلال الفترة 2000–2007.

الوحدة: مليون أورو، مليون دولار

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
قيمة الواردات من منطقة الإتحاد الأوروبي بالأورو	5713	6558	7082	7039	8138	8903	8949	10261
%معدل النمو	-	14.79	7.99	-0.60	15.61	9.40	0.51	14.66
سعر صرف الدولار بالأورو	1.087	1.111	1.052	0.885	0.806	0.791	0.763	0.722
قيمة الواردات من منطقة الإتحاد الأوروبي بالدولار	5256	5903	6732	7954	10097	11255	11729	14212
%معدل النمو	-	12.30	14.04	18.51	26.94	11.47	4.21	21.17

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على إحصائيات المركز الوطني للإعلام الآلي و الإحصائيات C.N.I.S

نلاحظ من الجدول أن قيمة الواردات من منطقة الاتحاد الأوروبي بالدولار قد كانت 14212 مليون دولار سنة 2007 في حين بلغت هذه القيمة بالاور و 10261 مليون، مما يعني أن الجزائر في هذه السنة قد غيرت من سياستها التجارية الخاصة بالواردات، والدليل على ذلك هو أن معدل الواردات منطقة الاتحاد الأوروبي بالا ورو قد اتجه نحو الانخفاض إلى أن وصل إلى 0.51 بالمائة سنة 2006، ماعدا سنة 2004 التي سجل فيها 15.61 بالمائة وفي المقابل ارتفع معدل نمو الواردات من منطقة الاتحاد الاروبي بالدولار إلى أن وصل إلى 21.17 بالمائة ماعدا سنة 2006 التي سجل فيها 4.21 بالمائة، وبالتالي على الدولة ضرورة مراجعة سياسة الاستيراد في الجزائر بالتركيز على الشراء في مناطق الدولار عوض منطقة الاورو من أجل استدراك الخسارة المسجلة في القدرة الشرائية، بحيث تبقى واردات الجزائر متأتية بنسبة تقارب 60% من الدول الأوروبية.

2.2.ارتفاع فاتورة الواردات:

أن ظاهرة التحويل الكبير لرؤوس الأموال الجزائرية باتجاه الخارج، سواء من خلال استيراد المواد والسلع المختلفة أو الخدمات، أضحى يطرح كإشكال حقيقي ويمثّل نزيفا فعليا لاحتياطي الصرف الأجنبي.

فوتيرة الاستيراد أضحت متعاظمة إذ يقدّرها قانون المالية التكميلي لسنة 2008 بـــ 30 مليار دولار وتتجه إلى أكثر من 40 مليار دولار سنويا في غضون 2010 إلى 2013. فالفاتورة الغذائية تجاوزت 5 ملايير دولار عام 2007 ويرتقب لاستيراد القمح المدعم فحسب 2 مليار دولار في 2008. وعلى الرغم من فشل المفاوضات الأخيرة في إطار المنظمة العالمية للتجارة حول الشق الفلاحي، فإن التوجه في غضون 2012 إلى 2015 نحو تعريفة جمركية منعدمة، سينتج عنه ارتفاعا بنسبة 25 بالمائة للمنتجات الغذائية فقط، ويضاف إلى هذه القيمة ، الضغط الديموغرافي، وبالتالي تصل القيمة إلى 10 مليار دولار على الأقل كفاتورة لاستيراد الغذاء فقط، ليصل حجم الواردات إلى أكثر من 50 مليار دولار، 25 بالمائة من إجمالي الواردات "في حالة عدم تصحيح وضع القطاع الزراعي[1].

وبطبيعة الحال، فإن حساب الاستيراد يستند على متوسط سعر نفط يصل إلى 100 دولار للبرميل لعام 2008، إلا أنه في حالة تراجع الأسعار، فانه يمكن انتظار العديد من التقلبات والأزمات السياسية والاقتصادية فتقلب الوضع النفطي يؤدي بالضرورة إلى وضعية مالية غير مستقرة، وبالتالي الوصول إلى مفارقة جديدة، وهي اللجوء إلى ضخ المزيد من النفط أو اقتطاع جزء من الاحتياطي لمواجهة هذا التحويل الذي يعوض الاستدانة الكلاسيكية، والمشكل لا يكمن في الاستيراد في حد ذاته إذا كان هنالك إنتاج لقيمة مضافة داخلية إضافية تفوق الواردات ولكن الجزائر تستورد كل شيء تقريبا، ولا تصدّر شيئا تقريبا باستثناء المحروقات الخام أو نصف الخام، مع نقص في المبادرين النشطين المحليين والأجانب الذين يركزون على المدى المتوسط والبعيد، فالتحويلات بالعملة الصعبة باتجاه الخارج من خلال ميزان المدفوعات تخص الأرباح الصافية والواردات، يضاف إليها الرأسمال المدفوع بالعملة الصعبة جزئيا والقادم من الخارج.

وبالنسبة للأرباح الصافية والواردات، فإنها ستصل إلى أكثر من 10 مليار دولار ما بين 2010 و2013 سنويا، بما في ذلك سوناطراك وأكثر من 50 مليار دولار سنويا بما في ذلك الواردات ، وإذا قدّرنا بأن أكثر من 10 ملايير دولار تمثل نسبة 20 بالمائة من نسب الأرباح، فإن رؤوس الأموال المدفوعة تصل إلى 50 مليار دولار سنويا، وبالتالي فإن العملة الصعبة المحولة خارج الجزائر تقدر مع الواردات السنوية بنسب فائدة تقدر بـــ 20 بالمائة بحوالي 100 مليار دولار سنويا وحوالي 84 مليار دولار بنسب فائدة

[1] - Quelle politique des réserves de change pour l'Algérie ? http://www.lemaghrebdz.com, consulté le20/05/2008

تقدر بـــ 30 بالمائة في غضون 2013 للإشارة فإن بنك الجزائر في مذكرة مؤرخة في جويلية 2008 كشف بأن تحويلات الشركات الأجنبية في الجزائر بالعملة الصعبة بلغ 15 مليار و 700 مليون دولار خلال الفترة ما بين 2005 و2007 مقابل 6 مليار و 500 مليون دولار ما بين 2001 و2004 أي ما مجموعه 22 مليار و200 مليون دولار ما بين 2001 و2007 جزء كبير منه لفائدة خدمات تقنية، كل هذا يعني أن الجزائر تسجّل نزيفا حقيقيا لاحتياطياتها

2. 3. ارتفاع درجة التركيز على قطاع المحروقات:

كشفت تقلبات أسعار صرف الأورو مقابل الدولار ، والارتفاع الكبير لأسعار المحروقات عدد من الثغرات الأخرى الخاصة بالاقتصاد الجزائري، فالجزائر عجزت خلال السنوات السبع الماضية عن تحسين قدراتها لتنويع اقتصادها، فقد بلغت الصادرات خارج المحروقات عام 2006 قيمة 1.1 مليار دولار مقابل أكثر من 950 مليون دولار عام 2005 بينما تضاعفت واردات الجزائر مابين 2002 و2006 بحوالي 10مليار دولار عام 2006 مقابل 11.7 مليار دولار عام 2002.

لهذا يجب على الجزائر أن تخفض من درجة التركيز على قطاع المحروقات، لأن الاعتماد الكلي عليه يجعل الميزان التجاري شديد التأثر بالتغيرات التي تطرأ على سعر المواد الأولية ، فسعر النفط يخضع لعوامل خارجية، أما سعر مادة إنتاجية "غير نفطية" فمن الممكن التحكم فيها وفي أرباحها ، إذ أن معظم صادرات الدول المتقدمة لا تعتمد على المادة الخام، و لهذا كان لابد من التنويع في الهيكل الإنتاجي حتى يتسنى للتجارة الجزائرية الخارجية تحقيق التوازن لجلب الأموال بالعملة الصعبة.

ومن ناحية أخرى، سجل صندوق النقد الدولي[1] أن متوسط نسبة المحروقات من الصادرات الجزائرية سوف يظل حتى 2010 تمثل حوالي98 ، 3في المائة من إجمالي الصادرات، وهذا ما يمثل نحو نصف الناتج المحلي الإجمالي للبلاد، وأكثر من ثلاثة أرباع الإيرادات الضريبية للدولة، في حين أنه لا يوظف غير 2 % فقط من مجموع العمالة ، وعليه فالضرورة تقتضي بالنسبة للدول المصدرة للنفط، ومن بينها الجزائر، محاولة تجنب الارتكاز على الإنفاق العمومي وضمان التنافسية الفعلية لقطاعات خارج المحروقات، وهذا الأمر يعتبر تحديا بالنسبة الدول المصدرة للنفط، بالنظر إلى توفر ها على هذا المستوى المعتبر من الاحتياطيات في الفترة الأخيرة.

[1]- التقرير النصف سنوي لصندوق النقد الدولي2007.

المطلب الثاني: إدارة الاحتياطي من الذهب النقدي

فعلى غرار ما تقوم به البنوك المركزية الأخرى على المستوى العالمي فان لبنك الجزائر الحق المطلق في إدارة الاحتياطي من الذهب النقدي كما ورد في نص **المادة 39** من الامر11- 03: (الاحتياطي من الذهب الذي يتوفر عليه بنك الجزائر ملك للدولة ، ويمكن لبنك الجزائر أن يقوم بكل العمليات على الذهب و لاسيما بالشراء و البيع و الإقراض و الرهن وذلك نقدا و لأجل .

يمكن أن تستعمل الأرصدة من الذهب كضمان لأي تسبيق موجه للتسيير النشط للديون العمومية الخارجية، و في هذه الحالة يستمع إلى مجلس النقد والقرض ويخطر رئيس الجمهورية بذلك).

وقد حافظت الجزائر خلال السنوات الثلاث الماضية، على موقعها عربيا فيما يتعلق باحتياطي الذهب الذي تمتلكه استنادا إلى تقديرات المجلس العالمي للذهب باحتياطي يقدر بـــ 137.6 طن يضاف إليه احتياطيات لدى بنك الجزائر، مما يجعلها ثاني أهم دولة عربية بعد لبنان من حيث الاحتياطي ويمثل احتياطي الذهب الجزائري، نسبة 5.6 بالمائة من احتياطي الذهب العالمي، وبذلك فقد تجاوزت الجزائر في هذا المجال دول الخليج على رأسها المملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة، فضلا عن ليبيا.

1. العلاقة بين الدولار والذهب:

يرتبط سعر الذهب عكسياً بحالة الدولار من ناحية القوة والضعف، باعتبار أن الدولار هو العملة الاحتياطية الأولى في العالم، فيؤدي انخفاض الدولار إلى تحقيق فوائد للذهب على صعيدين:

الأول: أن سعر الذهب سيزيد عند انخفاض سعر الدولار لأن تسعير الذهب يتم بالدولار.

والثاني: عندما تهبط قيمة الدولار فإن الاستثمارات الأجنبية في الأسهم والسندات الأميركية ستهبط، مما يؤثر سلباً على الأسواق المالية ويعزز بصورة غير مباشرة من الطلب على الذهب للأغراض الاستثمارية بارتفاع أسعاره.

2. الذهب كملجأ آمن من انخفاض الدولار:

الملاحظ أن المخاوف من تداعيات انخفاض سعر الدولار تشكل دافعاً نحو توجه الكثير من المستثمرين إلى شراء الذهب، الذي يبقى الملجأ الأخير في ظل عدم استقرار أسواق المال العالمية. أيضا فإن الصعوبات التي تواجه عمليات استخراج الذهب أدت إلى نقص في كميات المعروض منه مقابل ارتفاع الطلب عليه، فكانت النتيجة الطبيعية ارتفاع أسعاره.

ورغم احتمالات ارتفاع أسعار المعدن الأصفر، فإن المحللين يحذرون من أن الارتفاع السريع للأسعار ينطوي أيضا على خطر تراجعه السريع في ظل تزايد إقبال المغامرين والمضاربين على الاستفادة من موجة الصعود الحالية.

ولكن علينا أن نذكر أن السعر المسجل عام 1980 يعادل حاليا بعد أخذ معدلات التضخم في الحسبان 2384 دولارا للأوقية، وهو ما يعني أن هناك فرصا كبيرة أمام المعدن النفيس لتحقيق المزيد من المكاسب وإن كانت محفوفة بالمخاطر.

ويظل احتياطي الذهب الجزائري، بمقياس مجلس الذهب العالمي الذي يعد أهم هيئة متخصصة في تقدير سوق الذهب والتعاملات الخاصة بالمعدن النفيس، من أكبر الاحتياط يات العالمية. فمقدار الاحتياطي المتوفر لدى الجزائر من الذهب مهمّ، سواء المودع على مستوى بنك الجزائر أو حتى المودع في الخارج، حيث تحتفظ الجزائر بنسبة من احتياطاتها على شكل ذهب مقابل تحويل جزء آخر على شكل سندات في الخزينة الأمريكية، ويبقى الذهب الملجأ الآمن بالنسبة للعديد من المستثمرين وصناديق الاستثمار والعديد من الدول، التي وظّفت جزءا من احتياط يها على شكل ذهب بالنظر إلى المزايا التي يوفرها، إذ عرف الذهب على غرار النفط منذ ثلاث سنوات ارتفاعا مستمرا في أسعاره.

ورغم القرار الأمريكي إلغاء مبدأ قابلية استبدال الدولار بالذهب منذ 1972، إلا أن الذهب ظل مقياسا أساسيا ومرجعا هاما في مجال التعاملات المالية العالمية، إلى جانب كونه احتياط يآمنا لا يخضع كثيرا للتقلبات التي تعرفها المؤشرات المالية المختلفة في الأسواق الدولية.

2. مؤشر الذهب مقابل النفط:

هذا المؤشر هو معادلة بسيطة، يمكن حسابها في أي وقت وهي حاصل قسمة سعر الذهب على سعر النفط، ويعكس هذا المؤشر العلاقة المركزية الدائمة بين أغلى وأهم سلعتين في الأسواق، وحتى نستفيد من مثل هذه العلاقات. لا بد أن تكون هذه العلاقة بعيدة المدى حتى نتمكن من أخذ متوسط الأسعار لفترات زمنية طويلة نسبيا، وهذا النوع من العلاقات تستفيد منه البنوك المركزية ومالكي الذهب في المحافظ المالية لأنها (العلاقة بين الذهب والنفط) تبين اتجاه أسعار الذهب خلال المستقبل المتوسط والبعيد، فإذا نظرنا إلى الخصائص الفيزيائية لكل من الذهب والنفط نجد أنهما سلعتين محدودتين (احتياطهما ثابت) ومرتبطتين فيما بينها باعتبارهما محل طلب مالكي الأوراق النقدية، ومهما بالغت البنوك المركزية في طباعة ورق العملة فالنهاية تبدو حتمية، بأن هذه الأوراق تتنافس للحصول على الذهب أو النفط [1].

[1] - www.zaid street.com, consulté le23/04/2008

ومع اختلاف النتيجة الاستهلاكية بين كل من الذهب والنفط حيث أن النفط سلعة استهلاكية إستراتيجية وأن ما يتم إنتاجه يستهلك أولا بأول تقريبا ولا يعود مرة أخرى، بينما الذهب يختلف عن ذلك، بحيث كل ما ينتج من الذهب يتم ادخاره إما على شكل حلى صناعي أو في خزائن البنوك ويمكن أن يعود للأسواق مرة أخرى.

عندما تحققت أعلى قيمة في أسعار الذهب والنفط في أوقات متلاحقة أثناء السنوات الأخيرة كان البعض يتساءل إلى أين تذهب أسعار هاتين السلعتين، ويمكن معرفة ذلك عند دراسة الأسعار لفترات بعيدة (أكثر من 20 سنة مثلا)، سنجد أن معادلة رياضية ستنتج من قسمة متوسط سعر الذهب على متوسط سعر النفط ويمكن تسميتها مؤشر الذهب / النفط بمعنى آخر نريد أن نبني بهذا المؤشر كم برميل نفط يمكن أن نشتريه بأونصة واحدة من الذهب.

وعمليا (من الناحية الإحصائية) تتوفر الأسعار التاريخية للذهب لأ كثر من 100 عام، أما بالنسبة للنفط فإن الأسعار الحقيقية قبل 1970 كانت غير موحدة حيث أن هناك جزء كبير من المبيعات كان يخضع لعقود ضمن صفقات ثنائية بين شركات النفط المنتجة والمستهلكين، لكن منذ سنة 1975حدث الخروج عند أول خطر نفطي تفرضه الدول المنتجة، وانتهت الأسواق المالية منذ ذلك التاريخ إلا أن النفط يعتبر سلعة إستراتيجية يجب تحديد سعرها العالمي بدقة، وبالتالي يمكن تحديد فترة السبعينات أو بداية الثمانينات من القرن الماضي كنقطة بداية لفهم هذه العلاقة.

و قد تمت دراسات في هذا المجال وكانت النتيجة أن قيمة مؤشر الذهب / النفط تقريبا " 14 " أي بمعنى آخر أن سعر أونصة الذهب الواحدة يجب أن تكون مكافئة لسعر 14 برميل نفط، و أي زيادة أو نقص ملحوظ في قيمة هذا المؤشر تعني وجود خلل في معادلات أسواق المال، وإمكانية أن تحدث قفزات هائلة في الأسعار من أحد السلعتين، أو تصحيح من أحد السلعتين للعودة إلى حدود قيمة المؤشر، وهذا ما حدث فعلا مؤخرا بحيث خرج المؤشر عن معدله وفي كل مرة كان يحدث تصحيح كبير في الأسعار.

و يمكن إلقاء الضوء مثلا على فترتين: حيث في منتصف 2005 كان سعر الصرف يراوح عند 430 $ للأونصة بينما النفط كان قد بدأ ارتفاعه منذ 2004 حتى وصل في منتصف 2005 إلى 59 $ للبرميل، فأصبحت قيمة المؤشر حينها (الذهب / النفط) هي 2،7 وهي قيمة منخفضة عن المعدل الطبيعي 14، وحتى يعود المؤشر إلى معدله لا بد من احتمالين:

- إما أن ينخفض سعر النفط بشكل سريع.
- إما أن يرتفع سعر الذهب.

وحدث الاحتمال الثاني بحيث ارتفع سعر الذهب إلى مستوى قياسي في فترة قصيرة بحيث وصل قبل نهاية 2005 إلى 730 $، بينما بقي سعر النفط في حدود 50$ للبرميل وهكذا أصبحت قيمة المؤشر حوالي 5،14 وهي أعلى قليلا من المعدل، أما في شهر أفريل2008 فإن سعر البرميل تجاوز 120 $، بينما أونصة الذهب ظلت في مستوى 880 $ وهذا يعني أن مؤشر الذهب/النفط انخفض إلى 3،7، وبالتالي لا تزال الأمور مفتوحة باتجاه انخفاض أسعار النفط أو زيادة أسعار الذهب.

وعلى هذا الأساس فإن إطارات البنك المركزي الموكل إليهم عملية إدارة الاحتياط يجب، ملزمون بمثل هذه الدراسات للتنبؤ باتجاهات أسعار هاتين السلعتين الإستراتجيتين، من أجل اتخاذ قرار البيع أو الشراء للذهب النقدي خصوصا من اجل تعزيز الاحتياطيات، ولكن للأسف لم نرى أي اهتمام من طرف السلطات النقدية بخصوص هذا المؤشر.

والدليل على عدم اهتمام السلطات النقدية بإدارة الجزء الخاص باحتياطي الذهب خصوصا، هو بقاء كمية الذهب ثابتة منذ سنة 2000، بالرغم من تضاعف أسعار الذهب في هذه الفترة ، فخلال فترة السنوات العشر، أكتوبر 1997 أكتوبر 2007، ارتفع سعر الذهب أكثر من 165 بالمائة ليبلغ 795.5 دولار، وهو أعلى سعر تصله أونصة الذهب منذ 28 عاماً أي منذ 1979، لكن خلال السنوات الخمس الأولى من هذه الفترة أي 1997-2002 ظل سعر الأونصة يتراوح ما بين 300 -350 دولاراً قبل أن يبدأ في نوفمبر 2002 بالارتفاع في شكل متواتر حتى بلغ 660 دولاراً للأونصة في أوت 2007، ثم واصل ارتفاعه بعدها ليسجل 795.5 دولار في 29 أكتوبر 2007[1].

والجدول الموالي يؤكد عدم وجود أي اهتمام من السلطات النقدية بإدارة الجزء الخاص باحتياطي الذهب خصوصا.

[1]- بشار حميض، اللجوء إلى الذهب خوفا من اضطرابات مالية عالمية، من الموقع الإلكتروني:
http://www.deutsche-welle.com/dw/article/0,2144,2835184,00.html consulté le 11/05/2008

الجدول رقم (3 .23): تطور احتياطي الصرف الأجنبي مع ثبات احتياطي الذهب

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
احتياطي الصرف الأجنبي باستثناء الذهب (مليون دولار)	12023.9	18081.0	23238.0	33125.0	43246.0	56303.0	77914.0
احتياطي الذهب النقدي (مليون أوقية)	5.58	5.58	5.58	5.58	5.58	5.58	5.58

المصدر: صندوق النقد العربي2007 .

نلاحظ ببساطة من الجدول أن احتياطي الصرف الأجنبي باستثناء الذهب يرتفع باستمرار بداية من سنة 2000 الى2006، في حين أن احتياطي الذهب النقدي في بنك الجزائر قد بقي ثابتا خلال نفس الفترة بـــ 5.58 مليون أوقية، بالرغم من ارتفاع أسعار الذهب إلى مستويات قياسية لم تعهدها سوق الذهب العالمية، مما يعني في الأخير أن الجزائر لم تأخذ بفكرة الفرصة البديلة لإدارة الاحتياطي في تلك المدة(2000-2006).

والجدول الموالي يظهر النصيب النسبي لاحتياطي الذهب النقدي في إجمالي احتياطات الصرف الأجنبي لبعض الدول.

الجدول رقم (3 .24): تطور النصيب النسبي لاحتياطي الذهب النقدي في إجمالي احتياطيات الصرف الأجنبي خلال الفترة (مارس 2008، جوان 2008)

(نسبة مئوية)

الدول / الفترة	الولايات المتحدة الأمريكية	بريطانيا	الصين	اليابان	لبنان	الجزائر	المملكة العربية السعودية
مارس 2008	**79.8%**	**15.5%**	**1.1%**	**2.3%**	**39.50%**	**4.3%**	**11.5%**
جوان 2008	**78.2%**	**14.80%**	**1%**	**2.1%**	**36.9%**	**3.7%**	**11.1%**

المصدر: مجلس الذهب العالمي احتياطيات الذهب الرسمية الدولية، مارس 2008، ص1، 2، لندن.

نلاحظ من الجدول أن كل الدول خفضت من نسبة احتياطي الذهب النقدي لديها، وكمحاولة منا وجدنا تفسيرا لذلك، قد يكون مفاده نقص السيولة بالنسبة لكل من الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا ولبنان، أما باقي البلدان فلديها مبرراتها خصوصا الصين واليابان، في حين تبقى الجزائر في الوقت الذي ارتفعت فيه أسعار الذهب إلى ما يقارب 1000 دولار للأونصة تتبع نفس الإجراء الذي قامت به

باقي الدول الذي قد تفسره بالالتزام الدولي من جهات معينة بتخفيض نسبة الإحباطي من الذهب النقدي في البنوك المركزية.

المطلب الثالث: التوظيف في السندات الدولية للخزانة

وفي هذا السياق ميز بنك الجزائر في إدارته لاحتياطي الصرف الأجنبي بين متطلبات الخزينة واستثمار الأموال الفائضة، ونظراً لوجود علاقة عكسية بين ارتفاع العوائد ودرجة الأمان وسرعة التسييل ، ركز البنك الجزائر على عنصر الأمان والسيولة بالدرجة الأولى، ثم العائد المعدل حسب المخاطر، أي أن عامل الاحتياط والتحفظ هو الغالب على الطريقة التي يديرها بنك الجزائر احتياطي الصرف الأجنبي، ولذالك تحتفظ الجزائر بنسبة من احتياطياتها على شكل سندات خزينة أمريكية وتوظيفات.

3. 1. حجم الاحتياطي الموظف في سندات الخزينة أمريكية:

أما بالنسبة لحجم الاحتياطي الموظف في سندات الخزينة أمريكية فقد تضاربت الآراء حوله و لم نحصل من المصادر الرسمية على أي إحصائية بخصوص هذا الأمر، إلا ما ورد في بعض الجرائد أو التصريحات الغير رسمية . هذه التوظيفات والاشتراكات والمساهمات المختلفة تجاوزت مع منتصف السنة 2008، سقف98 مليار دولار، وهي توظيفات متعددة أغلبها على شكل سندات خزانة أمريكية بنسب فوائد لا تتعدى 4 بالمائة لكنها تظل مؤمّنة وبعيدة عن التقلبات التي تعرفها مختلف الأسهم والمؤشرات المالية[1].

3. 2.أنواع السندات التي توظف فيها الاحتياطيات:

وأهم أنواع السندات التي تتكون منها محفظة استثمار الاحتياطيات بالنسبة للجزائر تشمل على سندات الخزانة Treasury bonds والتي يطبق عليها معدل فائدة ثابت كل 6 أشهر،لكن تاريخ يمتد إلى 30 سنة وميزتها أن حاملها (المستثمر) يمكن أن يستفيد من تذبذب أسعار الفائدة (تغيرات أسعار الفائدة كل 6 أشهر خلال 30 سنة)، بالإضافة إلى هذا النوع الهام من السندات، هناك أنواع أخرى يمكن للحكومات أن توظف فيها احتياطياتها وهي:

- Treasury BiLLs: هي سندات قصيرة الأجل ، مداها الزمني لا يتجاوز 26 أسبوع، يمكن شراؤها بـــ 970 دولار وبيعها بـــ 1000 دولار والحد الأعلى لها هو 5 مليون دولار.
- Treasury notes: يطبق على هذه السندات معدل فائدة ثابت كل ثلاثة أشهر ومدة استحقاقها تتراوح بين سنتين إلى عشر سنوات، والمبالغ التي تصدر بها تتراوح بين 1000 دولار و5 مليون دولار.

[1]- جريدة الشروق 09 أوت 2008 العدد 2067 ص6.

أما بالنسبة لأسعار الفائدة على هذه السندات، يمكن تلخيصها في الجدول التالي:

الجدول رقم(3. 25) : أسعار الفائدة على السندات التي توظف فيها الاحتياطات

الوحدة: نسبة مئوية

السنوات	أسعار الفائدة على السندات
2000	6
2001	5
2002	4.6
2003	4
2004	4.2
2005	4.3

المصدر: استنتاجات من تقارير متعددة لبنك لجزائر على الموقع www.Bank-of-algeria.dz

المطلب الرابع: إدارة سلة عملات الاحتياطي

تشمل الاحتياطيات الرسمية من العملات الأجنبية ذات الاستخدام الواسع في تكوين الاحتياطيات الدولية على الدولار الأمريكي، العملة اورو، الجنيه الإسترليني، الين الياباني والفرنك السويسري، وقد تم عرض مقتطفات عامة عن نشأة وتطور هذه العملات وأهمية التعامل بها بالإضافة إلى الشروط الواجب توفرها في العملة الصعبة.

وأظهرت بيانات صندوق النقد الدولي[1] ارتفاع حيازة البنوك المركزية في العالم من الدولار بنسبة أربعة في المائة إلى مستوى قياسي يبلغ 2.24 تريليون دولار في، لكن حصة العملة الأميركية من مجمل الاحتياطيات نزلت إلى أدنى مستوياتها، خلال ما لا يقل عن عشر سنوات.

وتراجعت حصة الدولار من الاحتياطيات العالمية المعروف هيكلها والبالغة 3.5 تريليون دولار إلى 64.2 من 64.6 % في الربع الأول من 2006، بينما ارتفعت حصة اليورو إلى أعلى مستوياتها وبلغت 911.2 مليار دولار، مسجلة 26.1 % من 25.9% ، في حين بلغت قيمة الاحتياطات بالجنيه الإسترليني نحو 157 مليار دولار، وحوالي 109 مليارات دولار بالين الياباني. وصعد مجمل الاحتياطيات العالمية في الربع الأول من العام 2007 بنسبة 5.2% إلى 5.3 تريليون دولار، مع استمرار البنوك المركزية في الصين وغيرها من الاقتصاديات الصاعدة في مراكمة العملات الأجنبية بفضل الفوائض التجارية المحققة، وأظهرت بيانات صندوق النقد الدولي في تقرير الربع الأول 2007، أن نحو 3.88 تريليون دولار من إجمالي الاحتياطات العالمية موجود في الدول النامية أو الاقتصاديات الناشئة، بينما وصل حجمها في

[1] ــ صندوق النقد الدولي. تقرير الربع الأول. 2007

الدول الصناعية المتقدمة إلى 1.42 تريليون دولار، ويشار هنا إلى أن الصين تملك اكبر احتياطيات من العملة الأجنبية والذهب في العالم بقيمة تتجاوز 1.2 تريليون دولار.

1. مؤشر الدولار على سلة العملات:

مؤشر الدولار هو معادلة حسابية مشابهة لمؤشرات أسواق الأسهم المعروفة، والتي تقيس الزيادة والنقص في الأسهم بأوزان ونسب محددة حسب أهمية كل سهم، فكذلك فإن مؤشر الدولار يقيس قيمة الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية ، و يتم توزيع هذه العملات على حسب أهميتها ، وقد تم أخذ 6 عملات رئيسية ووزعت عليها النسب كما يلي:

الجدول رقم (3 . 26): سلة العملات التي يتكون منها مؤشر الدولار

الوحدة:النسبة المئوية

اليورو	%57.6
الين الياباني	%13.6
الجنيه الإسترليني	%11.9
الدولار الكندي	%9.10
الكورونا السويدية	%4.20
الفرنك السويسري	%3.60

المصدر: .www.saudiinfocus.com. 16/4/2008، consulté le

وهذه العملات تشكل عملات 20 دولة، وهذه الدول تشكل أهم دول العالم التجارية مع الولايات المتحدة الأمريكية والتي تعتبر عملاتها حرة ولا تضع قيودا في أسعارها في سوق العرض والطلب ، وهي متاحة في سوق تبادل العملات الأجنبية تتحد د قيمتها من خلال معطيات السوق، هناك الكثير من العملات العالمية الأخرى الهامة وهي غير موجودة في مؤشر الدولار لسبب أن تلك العملات تتحرك قريبا جدا من سعر صرف الدولار الأمريكي أو أحد العملات الموجودة في السلة.

تقدم معظم شاشات البيانات المرتبطة بالأسواق العالمية قيمة مؤشر الدولار الفورية على مدار الساعة خلال حركة سوق العملات، وقد تم احتساب القيم التاريخية لمؤشر الدولار بأثر رجعي حتى تاريخ مارس 1973 وهو تاريخ البداية لتداول العملات في أسواق العملات الأجنبية.

يتكون مؤشر الدولار من 100 نقطة مئوية، وعند تراجعه من 80 إلى78، هذا يعني أن هناك تراجع في قيمة الدولار الأمريكي مقابل العملات الستة مجتمعة قدره 2%، بغض النظر أن تراجعه أو ارتفاعه أمام

كل عملة على إنفراد، ويمكن أن يكون مرتفعا مثلا أمام الفرنك السويسري بنسبة 1% لكنه متراجع أمام بقية العملات بنسب متفاوتة.

ويعكس مستوى مؤشر الدولار معدل القيمة النسبية للدولار الأمريكي أمام هذه العملات، وتشير بيانات المؤشر التاريخية منذ 1998 أن أعلى قيمة وصلها هذا المؤشر كانت قرب مستوى120 وأقل قيمة قرب 74.

يوجد عنصر مؤشر الدولار Dollar Index في أسواق العملات الموجودة ضمن أسواق المستقبل للسلع. ويمكن التبادل عليه مباشرة في عقود البيع والشراء المستقبلية أو عن طريق عقود الخيارات Option، ويكون ذلك مفيدا للمستثمرين الذين يتعاملون بكثافة مع العملات ، حيث يعتبر مؤشر الدولار أداة حماية (تحوط) جيدة مقابل التعامل مع العملات الرئيسية مثل اليورو، الين الياباني، الجنيه الإسترليني، إذا تم التعامل معه بخبرة كافية يمكن أن يكون مصدرا جيدا للربح، أو على الأقل للحد من الاستتراف الذي يصيب الاحتياطيات من جراء تقلبات أسعار الصرف، وهذا هو الذي يهم القائمين على إدارة احتياطي الصرف الأجنبي.

2. انخفاض الدولار وتأثيره على الاحتياطيات:

2. 1. العلاقة بين الدولار والنفط:

عندما بدأ تصدير النفط من الشرق الأوسط بكميات تجارية بعد الحرب العالمية الثانية كان مسعراً بالجنيه الإسترليني. لكن بعد التدهور في قيمة الأخير كعملة دولية، تحول تسعير النفط إلى الدولار وما زال. إن تسعير النفط بأي عملة لا شك يزيد من الطلب العالمي عليها كعملة لتسوية معاملات التجارة الدولية. وبالنسبة إلى دولة كالولايات المتحدة فإن تسعير النفط بالدولار يوجد طلباً على عملتها. وعلى رغم غياب معلومات رسمية مصرح بها تشير إلى أن الولايات المتحدة تطلب مباشرة من الدول النفطية الإبقاء على تسعير النفط بالدولار، فإنها بلا شك لا تشجع التحول إلى عملة أخرى. ويستدل على ذلك من سعي الدول النفطية المعارضة لسياسات الولايات المتحدة إلى التحول من الدولار إلى الأورو في تسعير صادراتها النفطية مثل العراق قبل الحرب الأخيرة عليه وبعدها إيران وفنزويلا.

للإشارة فقط هناك علاقة عكسية بين قيمة الدولار وأسعار النفط في الوقت الراهن، حيث يتم تسعير النفط بالدولار، وعندما يميل الدولار نحو الضعف تنخفض القوة الشرائية لأسعار النفط، الأمر الذي يساعد استمرار استهلاك النفط عند مستويات مرتفعة خصوصا في ظل النمو العالمي المرتفع. ولا يمكن

فصل هذه العلاقة، لأن الحلول المتمثلة في تسعير النفط بغير الدولار أو تخفيض اعتماد الولايات المتحدة على النفط غير ممكنة حاليا[1].

2.2. نتائج انخفاض الدولار:

قد انخفض الدولار مقابل العملات الرئيسية الأخرى، خصوصا بعد ظهور العملة الأوروبية، والجدول الموالي يوضح انخفاض سعر صرف الدولار مقابل بعض العملات الرئيسية:

الجدول رقم (3 . 27): انخفاض سعر صرف الدولار مقابل العملات الرئيسية.

السنة	اليورو	الإسترليني	الين
1999	0.934	0.617	113.7
2000	1.087	0.658	107.8
2001	1.111	0.694	121.6
2002	1.052	0.666	125.2
2003	0.885	0.613	115.9
2004	0.806	0.546	108.1
2005	0.791	0.539	107.6
2006	0.763	0.504	115.5
2007	0.722	0.499	115.7

المصدر: صباح نعوش،" أسباب هبوط سعر صرف الدولار"، ديسمبر 2007، من الموقع الإلكتروني:
www.aljazeera.net - consulté le، 1!/4/2008

لا يمكن تجاهل الآثار الإيجابية لهبوط سعر صرف الدولار ، والتي تتمثل في انخفاض أسعار السلع المستوردة من الولايات المتحدة، وتقليل عبء الديون الخارجية للبلدان التي حررت قروضها بالدولار، كما تستفيد الدول المستوردة للنفط خاصة أوروبا من هذا الهبوط ، إلا أن سلبيات الهبوط كبيرة لدرجة لا يمكن مقارنتها بالإيجابيات سابقة الذكر، وتتمثل أهم هذه السلبيات في التالي:

- **تراجع القيمة الحقيقية للاحتياطات بالدولار** : ويحدث ذالك من خلال تآكل الاحتياطيات الرسمية للدول التي تمتلك احتياطيات بالدولارات، فهبوط سعر صرف الدولار بنسبة معينة يعني خسارة مالية بنفس النسبة ، وحدث ذلك لأن انخفاض الدولار يؤثر على الدول التي لديها احتياطات دولارية ضخمة، وبالتالي كان رد فعل عدد من البلدان إزاء انخفاض قيمة الدولار تقليل نسبة تواجده في احتياطياتها ، حتى أن حصة العملة الأميركية من مجمل الاحتياطيات الدولية، قد هبطت إلى أدنى مستوياتها خلال العشر سنوات الأخيرة لتصل إلى 64.2% من إجمالي الاحتياطات بالربع الأول من سنة 2007مقابل 64.6% بالربع الأول من نفس السنة.

[1]– ذكاء مخلص الخالدي" أثر انخفاض الدولار في دول مجلس التعاون " - من الموقع الإلكتروني:
http://www.saudiinfocus.com/ar/forum/showthread.php?t=44679 consulté le 12/4/2008

وعلى الجانب الآخر ارتفعت حصة اليورو من تلك الاحتياطات إلى 26.1% مقابل 25.9% إلى جانب نصيب قليل لكل من الجنيه الإسترليني والين الياباني في نفس الفترة.

وقد كان لهذه التغيرات تأثير كبير على القيمة الحقيقية لاحتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر، والجدول الموالي، يبين أثار هذه النتائج:

الجدول رقم (3–28): القيمة الحقيقية لاحتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر.للفترة 2000-2007

القيمة: مليار دولار

السنة	2000	2001	**2002**	2003	2004	2005	2006	2007
قيمة إحتياطي الصرف بأسعار الدولار الحالية..(1)	11.91	17.92	**23.1**	32.92	43.11	56.18	77.78	110.18
سعر صرف \$/€	1.087	1.111	**1.052**	0.885	0.806	0.791	0.763	0.722
قيمة الإحتياطي بسعر صرف الثابت للدولار..(2)	11.52	16.92	**23.1**	38.12	53.15	70.11	99.09	144.66
الفرق بين (1) و(2)	**0.39**	**1.00**	**0**	**5.20-**	**10.04-**	**13.93-**	**21.31-**	**34.48-**

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مجموعة من النشرات الإحصائية المتفرقة الصادرة عن :

Bank of Algeria " bulletin statistique trimestriel"

نلاحظ من الجدول أن قيمة احتياطي الصرف الأجنبي بأسعار الدولار الحالية(1)كانت سنة 2007 تزيد عن 110 مليار دولار، في حين أنه لو لم ينخفض سعر الدولار استنادا إلى فرضية جعل سنة 2002 كسنة أساس، لكان مقدار احتياطي الصرف في حدود 144 مليار دولار، أي بفارق خسارة قدره 34 مليار دولار كما هو موضح في خانة الفرق بين (1) و (2)، و يعبر هذا الفارق عن خسارة الصرف في الدولار مقابل عملة اليورو خلال خمس سنوات باعتبار سنة 2002 سنة أساس.و هكذا بالنسبة للسنوات الباقية، أين قدرت خسائر الصرف سنة 2006 مقارنة بسنة الأساس 2002 أكثر من 21 مليار دولار.

والنتيجة التي وصلنا إليها من إعداد هذا الجدول هي أن انخفاض سعر صرف الدولار يضغط سلبا على الحجم الحقيقي لاحتياطي الصرف الأجنبي الجزائري، بحيث كلما انخفض سعر صرف الدولار مقارنة بالعملات الأخرى، انخفض المستوى الحقيقي للاحتياطي.

و ننبه هنا إلى أنه لا يمكن تعميم هذه النتيجة دون مراعاة نسبة أو حصة الدولار الأمريكي في تشكيلة احتياطي الصرف الأجنبي، فالإدارة الذكية في هذا المجال تأخذ مسبقا التغيرات المستقبلية لأسعار صرف

العملات، و تختار النسب الملائمة من العملات التي يتشكل منها احتياطي الصرف، ثم تقوم بعد ذلك بقياس الانحرافات في نهاية كل فترة كنماذج للتصحيح قصد المحافظة على الحجم الحقيقي لاحتياطي الصرف الأجنبي.

- **انخفاض القوة الشرائية لصادرات النفط** : يباع النفط ويشترى بالدولار. عندما تقوم دول نفطية بتصدير النفط، تتسلم عائداتها بالدولار. لكنها عندما تستورد سلعاً وخدمات، تستوردها من دول مختلفة، بما في ذلك الولايات المتحدة، الأمر الذي يضطرها في كثير من الأحيان إلى تحويل جزء من الدولارات التي حصلت عليها من بيع النفط إلى عملات أخرى. مع انخفاض الدولار ترتفع قيمة العملات الأخرى. هذا يعني أن الدول النفطية تحتاج إلى دولارات أكثر لشراء الكمية نفسها من السلع والخدمات من أوروبا وآسيا. هذه هي حالة "انخفاض القوة الشرائية لصادرات النفط"، بل انخفاض القيمة الحقيقية للاحتياطيات.[1]
- **خسائر الشركات غير الأمريكية**: حيث أن هبوط سعر صرف الدولار يعني بالضرورة خسارة لهذه الشركات التي تضطر لرفع سعر صادراتها.
- **انخفاض النمو**: ويحدث في جميع البلدان التي ترتفع عملتها مقابل الدولار، فقد أجرت المؤسسات الأوروبية دراسة أظهرت أن ارتفاع اليورو إلى 1.30 دولاراً يقود إلى تراجع النمو في أوروبا بمعدل 0.6 نقطة.
- **ارتفاع الأسعار في الدول التي تربط عملتها بالدولار** : خاصة إذا كانت نسبة السلع التي تستوردها بالعملات الأخرى (غير الدولار) عالية.

وقد كانت الخبرة الحديثة في التعامل مع اليورو، باعتباره أصلاً احتياطياً رسمياً، مفيدة إلى حد كبير. ففي الفترة ما بين عام 2000 وعام 2005 خسر الدولار ما يزيد على 25% من قيمته في مقابل اليورو. وفي الوقت نفسه ارتفعت حصة الاحتياطيات الدولية من اليورو من 18% إلى 24%، وهبطت حصة الدولار في الاحتياطيات الدولية من 71% إلى 66%[2].

وفي ذات السياق، كشف تقرير البنك الجزائر[3] عن قيام الجزائر منذ 2004 إلى الآن بتنويع عملات الاحتياطي بعد أن كان يتشكل أساسا من الدولار الأمريكي، لتسيير أمثل لمخاطر تقلبات الصرف .

---

[1]- عمر أبو رصاع "انخفاض الدولار والإقتصاد العالمي"، 02-10-2007، من الموقع الإلكتروني:

www.ahl-alquran.com.consulté le 06/07/2008

[2]- ذكاء مخلص الخالدي" الاحتياطات الدولية تخلصت من 69 بليون دولار في أيلول ...وتحولت إلى الذهب كملجأ آمن"06-11-2007، من الموقع الإلكتروني:

www.siironline. consulté le23/2/2008

[3]- التقرير السنوي لبنك الجزائر 2007

ويتشكل الاحتياطي حاليا من نسبة كبيرة من الأورو بنسبة تقدر بحوالي 40 إلى 45 بالمائة، ومن الين الياباني والجنيه الإسترليني بدرجة أقل.

خلاصة الفصل:

انتقل قائم الاحتياطيات الرسمية للصرف من 77.781 مليار دولار نهاية 2006 إلى 90.960 مليار دولار نهاية جوان 2007 و 110.180 نهاية 2007، وقد كان لارتفاع أسعار النفط تأثير كبير على تراكم حجم احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر بداية من سنة 1999، وخلال سنة 2000 تم إنشاء صندوق ضبط الموارد من أجل ضمان حقوق الأجيال من ثروة النفط، إلا أن إنشاء هذا الصندوق لقي عدة انتقادات باعتباره أحد حسابات التخصيص خارج الميزانية، وبالتالي لا يخضع لمراقبة المجلس أو البرلمان .

بعد ذلك لجأت السلطات إلى محاولة تسيير الدين الخارجي من خلال اعتماد سياسة التسديد المسبق للمديونية بهدف تخفيف أعباء الدين التي تؤثر فعلا على هبوط مستوى احتياطي الصرف الأجنبي.

فإذا نظرنا عن قرب إلى المديونية الجزائرية المعبأة بين 1970 و 1997 نجدها قد سددت أضعافا تقدر بـــ:103.782 مليار دولار، أما مجموع ما سدد في نفس الفترة فهو يساوي 262.430 مليار دولار، أي مرتين ونصف ضعف ما اقترض، مثلت في هذا المبلغ الأقساط 79.324 مليار دولار أما الفوائد فكان نصيبها 183.106مليار دولار، وهذا ما يبرر المطالبة بتخفيض أعباء المديونية على الأقل فيما يخص الفوائد على المخزون المتبقي للمديونية لكي تتمكن من التحكم في التوازنات الخارجية بدون عوائق.

كذلك أكدت الكثير من المصادر على أن الجزائر قامت بتوظيف جزء هام من الاحتياطي في سندات الخزانة الأمريكية خصوصا، بمعدلات فائدة قد لا تغطي معدل التضخم و معدل انخفاض قيمة صرف الدولار أحيانا مقابل العملات الأخرى.

و بعد استعراض هذه المباحث، خلصنا في الأخير إلى أن الجزائر حققت نتيجة إيجابية واحدة هي تفادي اللجوء إلى القروض الخارجية من خلال تراكمات الاحتياطيات في الخمس سنوات المقبلة، اعتمادا على معدل تغطية الواردات كما ورد سابقا ، أما الاستخدامات الأخرى المتمثلة في تمويل برنامج الإنعاش خصوصا فإن نتائجها لم تظهر بعد، مقارنة بحجم الأموال المخصصة، وتبقى أموال صندوق ضبط الموارد كاحتياطيات محولة بالعملة المحلية لسد العجز الذي قد يحصل على مستوى الميزانية العامة .

و قد تم عرض واقع إدارة احتياطي الصرف الأجنبي الجزائري في شكلين، الأول يتعلق بتوظيفات هذا الاحتياطي من خلال تدوير الفوائض البترولية (البترودولا ر) في السبعينات من القرن الماضي ، وكذلك توظيف هذه الاحتياطيات في شراء سندات الحكومة الأمريكية، ذات العائد المنخفض والمخاطر المعدومة حسب رأي القائمين على إدارة هذه الاحتياطيات، بالإضافة إلى إنشاء صندوق ضبط الموارد .

أما الشكل الثاني من الإدارة فإنه يتعلق باستخدام الاحتياطي في تسيير سعر الصرف و تمويل برنامج الإنعاش الاقتصادي حسب حدود الطاقة الإستعابية للاقتصاد الجزائري .

لقد تزامنت الزيادة المستمرة في الاحتياطيات الرسمية للصرف، في هذه السنوات الأخيرة، مع تنويع عملات التوظيف من أجل تسيير أفضل لخطر الصرف بين العملات الرئيسية.

إن إدارة عملية التنويع هذه بالترابط مع الاستمرار في التسيير حذر للاحتياطيات، قد سمحت لبنك الجزائر بمواجهة الاضطرابات في الأسواق المالية الدولية.

إضافة إلى ذلك، رفع بنك الجزائر بشكل أكثر التوظيفات في الأصول عديمة المخاطرة، حتى وإن كان عائد بعض هذه الأدوات يوجد ظرفيا في حالة انخفاض .

بالنظر إلى حدة الاضطرابات في الأسواق المالية الدولية وانعكاساتها السلبية على الاقتصاديات النامية، يشكل المستوى الهام للاحتياطيات الرسمية للصرف، في ظل ظرف يتميز باستمرارية ميزان المدفوعات على المستويين المتوسط والطويل، ضمانا مزدوجا أمام الصدمات الخارجية ،على الآفل في الأجل القصير والمتوسط.

الخاتمة

الخـــاتمـــة العـــامـــة

تعد إدارة الاحتياطيات من أكبر التحديات التي تواجه الدول التي تراكمت لديها الأصول الأجنبية بفعل ارتفاع أسعار النفط في الفترة الأخيرة، وحتى نقف على قلب الموضوع الذي يشمل على كل من متطلبات إدارة الاحتياطيات و واقع تلك الإدارة في الجزائر ، حاولنا عموما التعرض إلى دراسة الأصول التي تتكون منها الاحتياطيات الدولية، باعتبار أن إدارة الاحتياطيات تتضمن إدارة كل أصل من هذه الأصول المتمثلة في كل من العملات صعبة، المستحقات أجنبية، الذهب نقدي، وحقوق السحب الخاصة. و إدارة هذه العناصر يشكل في الأخير إدارة احتياطي الصرف الأجنبي.

وقد كان الذهب لفترة طويلة هو الشكل الوحيد للثروة أو الاحتياطيات الدولية ثم تزحزحت مكانته وبدأت العملات الأجنبية – وعلى رأسها الجنيه الإسترليني والدولار الأمريكي– تحتل مكانه في تكوين الاحتياطيات الأجنبية، ولكن مع تغيير الظروف فيما بعد، ونظراً لغياب السلطة النقدية العالمية العليا القادرة على تنسيق السياسات النقدية للدول وحل مشاكلها ، ظهرت الاختلالات بين حجم التبادل التجاري وحجم وسائل الدفع، وتفاقمت تدريجياً مشكلة السيولة أو الاحتياطيات الدولية، وتعددت في ذلك الآراء والحلول المقترحة لزيادة وسائل الدفع، فظهرت عملات صعبة أخرى وظهرت حقوق السحب الخاصة قصد تدعيم الاحتياطات الدولية التي تملكها البنوك المركزية في مختلف دول العالم.

وانطلاقا من هذا التسلسل تم في الفصل الأول عرض عام لأهم المفاهيم المتعلقة باحتياطي الصرف الأجنبي ومناقشتها، مع التطرق بالشرح المفصل إلى المكونات الرئيسية لاحتياطي الصرف الأجنبي، والمتمثلة في الذهب النقدي خصوصا بعد ما تم التمييز بينه وبين الذهب الصناعي، و العملات الصعبة أو الإرتكازية التي تشمل على العملات العالمية الخمسة (الدولار، اليورو، الين، الإسترليني والفرنك السويسري) بالإضافة إلى شريحة الاحتياطي وحقوق السحب الخاصة.

وخلصنا في الأخير إلى أن الذهب والعملات الأجنبية القابلة للتحويل ومركز الاحتياطي للبلد لدى صندوق النقد الدولي (حق السحب غير المشروط من الصندوق في حدود الشريحة الاحتياطية) وحقوق السحب الخاصة؛ أصولاً احتياطية لأنها متاحة ومقبولة من قبل السلطات النقدية لمختلف بلدان العالم، وتستخدم في تسوية المدفوعات الدولية ، وتبقى العملات العالمية الخمسة التي ذكرناها بالتفصيل في الفصل الأول تسيطر على حجم الاحتياطيات الدولية بحيث يستولي الدولار الأمريكي

على أهم نسبة في إجمالي العملات ضمن الاحتياطات الدولية حيث وصلت نسبته في تشكيله الاحتياطات ما يقارب 71% سنة 1998 ثم بدأت هذه النسبة تتناقص بعدما ظهرت العملة أورو سنة 1999 حتى وصلت إلى 64.6%، بينما كان للعملة أورو بداية موفقة عند ظهورها بحيث شكلت ما نسبته 17% من إجمالي الاحتياطيات ثم ارتفعت هذه النسبة إلى أن وصلت إلى ما يقارب 26% من إجمالي الاحتياطات الدولية سنة 2007، وهي بذلك تأتي في المرتبة الثانية بعد الدولار ، ومن وجهة نظرنا فإن نسبة العملة أورو ضمن الاحتياطات سوف تزداد نظرا لانخفاض قيمة الدولار وبالتالي سوف تلجأ معظم الدول إلى الرفع من نسبة العملة أورو في تشكيلة احتياطاتها خوفا من تآكلها إذا بقيت بالدولار الأمريكي.

وبخصوص الجنيه الإسترليني فإنه يأتي في المرتبة الثالثة بنسبة قليلة ضمن تشكيلة الاحتياطيات الدولية ، ولكن ازدادت هذه النسبة في السنوات الأخيرة لتستقر في حدود 4.2% سنة 2007.

أما فيما يخص الين الياباني فإنه يأتي في المرتبة الرابعة، وقد لاحظنا أن نسبة مشاركته ضمن العملات الأجنبية المكونة للاحتياطات وصلت إلى 2.8% سنة 2007 .

بينما لاحظنا أن الفرنك السويسري شكل نسبة ضئيلة مقارنة بالعملات الأجنبية الأخرى ، لكن مع انخفاض قيمة الدولار في الفترة الأخيرة ارتفعت نسبته في تشكيلة العملات الأجنبية التي تتكون منها الاحتياطيات، نظراً لسياسة التنويع التي تنتهجها معظم الدول في إدارتها للاحتياطيات.

و من ناحية أخرى وكمدخل لملخص الفصل الثاني يرى الكثير من خبراء الاقتصاد أن عملية الاستفادة من الاحتياطيات الدولية لا تعتمد على حجم هذه الاحتياطيات بقدر ما تعتمد على الإدارة الذكية لهذه الاحتياطيات، وبدورها تشمل هذه الإدارة على اختيار وانتقاء التوليفة الملائمة للعناصر التي تتكون منها الاحتياطيات حسب حاجة ووضع كل بلد، مع مراعاة التغيرات التي تحدث على مستوى المنتجات المالية الحكومية خصوصا وأسواق الصرف و المال عموما؛ ومن هذا المنطلق تم وضع عنوان للفصل الثاني بمتطلبات إدارة احتياطي الصرف الأجنبي، وقد تطرقنا في هذا الفصل إلى تعريف إدارة الاحتياطيات والتي تعني العملية التي تدار بها الأصول الأجنبية(عملات صعبة،ذهب نقدي، وحقوق سحب خاصة) المملوكة للقطاع العام والتي تكون عادة تحت تصرف السلطة النقدية خصوصا على نحو يكفل إتاحة هذه الأصول للاستخدام في أي وقت، وإدارة المخاطر بحكمة، وتوليد عائد معقول على الأرصدة المستثمرة ؛ وبعد ذالك تم التعرض إلى أهمية وأهداف هذه الإدارة، بالإضافة إلى عرض المبادئ التوجيهية العامة لإدارة

احتياطي الصرف الأجنبي، وقد تم ضبطها وتلخيصها في 13 نقطة أساسية كما هي معروضة في المطلب الثالث من المبحث الأول المعنون بماهية إدارة احتياطي الصرف الأجنبي التابع للفصل الثاني.

وبعد عرض أهم العناصر التي تتكون منها الاحتياطيات حاولنا إزالة الإشكال فيما يخص الجدل القائم حول اعتبار الاحتياطيات المقترضة ما إذا هي ضمن احتياطي الصرف الأجنبي أم لا؟

ووصلنا إلى نتيجة مفادها أن القروض يمكن اعتبارها من الاحتياطيات إذا كان للبلد ملاءة مالية بين البلدان والأسواق المالية، وبعد ذالك تم التطرق إلى عنصر قياس سيولة الاحتياطيات الدولية و ذكرنا بأن الاحتياطي السائل هو ذلك الأصل الذي يمكن استخدامه بسرعة في تسوية المدفوعات الدولية ويمكن اللجوء إليه عند الحاجة، وبناءً عليه فإن الاحتياطيات السائلة إنما تشمل كافة الأصول التي تتمتع بالقبول العام في الوفاء بالالتزامات الدولية، وهناك من يضيف صفة أخرى للاحتياطيات السائلة وهي سرعة تحولها إلى نقد أجنبي بأقل قدر من الخسارة.

و ذكرنا بأن عملية قياس سيولة الاحتياطيات الدولية يتم على مستويين؛ هما المستوى العالمي و المستوى المحلي، كما أكدنا على أن إدارة الاحتياطيات تقتضي تحديد الحجم الكافي أو الملائم للاحتياطيات، ويمكن تقسيم هذا الحجم الملائم والآمن للاحتياطات إلى جزئين أساسيين، الأول يمثل الحد الأدنى والضروري للاحتياطيات التي يتعين توافرها في جميع الأحوال لمواجهة الاحتياجات الدورية المتوقعة ؛ والجزء الثاني يمكن أن نطلق عليه الأرصدة أو الاحتياطات التحوطية، وهو يتمثل في تلك الأصول التي يمكن اللجوء إليها عند الضرورة لمواجهة أية صدمات غير متوقعة في ميزان المدفوعات ، ويمكن أن يكون أقل سيولة من الجزء الأول ؛كما تطرقنا في هذا المجال إلى عرض بعض النماذج أو القواعد المحددة لكفاية الاحتياطيات، وقد كان أول هذه القواعد نسبة الاحتياطيات إلى الواردات، وهو المقياس الذي يشير إلى عدد شهور الواردات التي تغطيها الاحتياطيات، حيث يرى أنصار هذا المؤشر ومنهم صندوق النقد الدولي أن الواردات هي أهم بنود ميزان المدفوعات نظرا لصلتها الوثيقة بمستويات الاستهلاك المحلي والناتج الجاري والنمو الاقتصادي، ومن ثم فإن نسبة الاحتياطيات إلى الواردات هو مقياس يربط بين الاحتياطيات وأهم إنفاق بالعملات الأجنبية.

ثم كان ثاني هذه النماذج أو القواعد المحددة لكفاية الاحتياطيات نسبة الاحتياطيات إلى عرض النقود بالمعنى الواسع (R/M_2)، وذكرنا بأن هذه النسبة يمكن من خلالها معرفة درجة هروب رأس الأموال التي من شأنها هي الأخرى أن تضغط على الاحتياطيات، أو قياس درجة الثقة في العملة ومدى كفاءة النظام

المصرفي، ويرى الباحث أن هذه النسبة تكون مفيدة أكثر إذا تم قياس الاحتياطات إلى القاعدة النقدية لأنها تظهر نسبة الأصول الأجنبية التي تم رصدها في عملية الإصدار النقدي.

بعد ذلك عرضنا القاعدة الثالثة وهي نسبة الاحتياطيات إلى الديون الخارجية قصيرة الأجل ، وتقيس هذه القاعدة قدرة البلد على الوفاء بالتزاماته الخارجية، وعدم الوفاء بهذه الالتزامات يعني أن البلد يعاني من نقص في السيولة الدولية مما يؤدي إلى هروب رأس المال أيضا.

والنقطة الأخيرة التي تناولناها في الفصل الثاني بعد عرض النماذج أو القواعد الثلاثة المحددة لكفاية الاحتياطيات هو السعي لتحقيق العوائد و تسيير المخاطر؛ ويتم تحقيق العوائد من خلال إنشاء الصناديق السيادية أو تكوين المحافظ المالية أو شراء السندات الحكومية الدولية أو إعادة تدوير رؤوس الأموال البترولية كما حصل بعد الطفرة النفطية الأولى، وقد توقفنا مطولا عند موضوع الصناديق السيادية باعتبارها الإطار الجديد الذي تمارس فيه الحكومات العمل الاستثماري، وخلصنا إلى أن هناك فرق بين الاحتياطيات والصناديق السيادية التي تستثمر الفائض من النقد الأجنبي في استثمارات قد تحتوي على مخاطر كبيرة بعيدا عن قوانين وضوابط البنك المركزي.

أما خلاصة الفصل التطبيقي الثالث المعنون بواقع إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر ، فقد حاولنا من خلاله تشريح سلوك السلطة النقدية (بنك الجزائر) في التعامل مع احتياطي الصرف الأجنبي المتراكم في الفترة الأخيرة بفعل ارتفاع أسعار النفط، وقد بدت تلك العلاقة جلية من خلال الإحصائيات التي أوردناها في ذالك الفصل، وقد تم عرض واقع إدارة احتياطي الصرف الأجنبي الجزائري في شكلين، الأول يتعلق بتوظيفات هذا الاحتياطي من خلال توظيف جزء هام من الاحتياطي في شراء سندات الخزانة الأمريكية مقابل معدلات فائدة قد لا تغطي معدلات التضخم معدل انخفاض قيمة صرف الدولار أحيانا مقابل العملات الأخرى ، بالإضافة إلى إنشاء صندوق ضبط الموارد ، أما الشكل الثاني من الإدارة فإنه يتعلق باستخدام الاحتياطي في تسيير سعر الصرف وتمويل برنامج الإنعاش الاقتصادي حسب حدود الطاقة الإستعابية للاقتصاد الجزائري التي لم تتوفر لدينا أي إحصائيات على حجمها، بعد ذلك أوردنا أن السلطات لجأت إلى تسيير الدين الخارجي من خلال اعتماد سياسة التسديد المسبق للمديونية بهدف تخفيف أعباء الدين التي تؤثر فعلا على هبوط مستوى احتياطي الصرف الأجنبي.

وبعد استعراض هذه المباحث خلصنا في الأخير إلى أن الجزائر، حققت نتيجة إيجابية واحدة هي تفادي اللجوء إلى القروض الخارجية من خلال تراكمات الاحتياطيات في الخمس سنوات المقبلة اعتمادا على معدل تغطية الواردات كما ورد سابقا، أما الاستخدامات الأخرى المتمثلة في تمويل برنامج الإنعاش خصوصا فإنها لم تظهر نتائجها مقارنة بحجم الأموال التي تم صرفها، فالاقتصاد الوطني رغم تحسن مؤشرات الميزانية وارتفاع المداخيل ما يزال عاجزا عن تجاوز رقم المليار الواحد من الصادرات خارج المحروقات؛ **والعجيب في الأمر أننا لا نذكر الصادرات غير النفطية إلا عندما تنخفض أسعار النفط،** وهذه رؤية قاصرة، فعلماء الاقتصاد والتسويق الدولي يرون أن الصادرات التقليدية لا تمثل المورد الاستراتيجي الآمن للدول، لأنها عرضة للتقلبات المفاجئة، وإذا ماأرادت الجزائر أن تستغل جزء من احتياطي الصرف الأجنبي لديها أو نسبة من إيرادات الصادرات التقليدية، فعليها بتنمية قطاع الصادرات غير التقليدية.

فالخيار الاستراتيجي للجزائر يكمن في الاستخدام المحلي لاحتياطي الصرف الأجنبي من خلال استثماره في الموارد البشرية والبنى التحتية، كما يجب ترشيد إنتاج السلع الزراعية، كالاقتصار على المحاصيل التي تمثل أمنا غذائيا للدولة مثل القمح، قصد تخفيض فاتورة الواردات الغذائية وبالتالي المحافظة على مستويات احتياطي الصرف الأجنبي، وقد بدأ التفكير في تشجيع الصادرات غير النفطية في بلادنا منذ ثمانينات القرن الماضي، إلا أن التقدم في هذا المجال لا يكاد يذكر، ويبدو أن هذا الأمر لم يؤخذ بجدية، فما أنجز إلى الآن لا يخرج عن مجموعة تصريحات وإحصاءات غير دقيقة ووعود لا غير، وبيانات توهمنا أن الصادرات غير النفطية سترتفع مستقبلا، وتعرض أرقاماً ينقصها الثبات والمصداقية، وعندما انخفضت أسعار النفط نهاية القرن الماضي، وبدأ الخوف يدب خشية ألا تجد الدولة مصدرا يعوض إيرادات النفط، شُكلت عدد من اللجان لدراسة البديل المناسب، وكان من نتاجها إنشاء مركز لتشجيع الصادرات غير النفطية، إلا أنه سرعان ما تم هجرانه وبقي هذا المركز في حالة استرخاء بسبب ارتفاع أسعار النفط في بداية هذا القرن، ولذلك يجب أخذ موضوع تنمية الصادرات غير التقليدية مأخذ الجد لكي نحمي اقتصادنا من التقلبات المفاجئة والتي يمكن أن تحدث في أي وقت، فاعتماد الاقتصاد الجزائري كليا على النفط أمر لم ندرك خطورته بعد، كما يتعين علينا تجنب العمل العشوائي وعدم بناء قرارات تنمية الصادرات على الظنون، ويتم ذلك بالاستفادة من الدراسات والأبحاث الميدانية، فهناك العديد من نماذج تحفيز الصادرات تناسب الدول النامية طورت خلال الـــ 50 سنة الماضية، ومن حسن

الحظ أن بعض هذه النماذج طبقت في بعض البلدان النفطية ونتائجها متوفرة*.

ولدلك يجب إعداد دراسات لتنمية الصادرات خارج المحروقات بالجزائر، و الابتعاد عن العمل المرتجل الذي أصبح يميزنا عن غيرنا، والعودة لمثل هذه الدراسات والأبحاث للاستفادة منها.

وعموما فقد أفضت هذه الدراسة إلى الخروج بنتيجة مفادها أنه ليس للجزائر رؤية وإستراتيجية واضحة بخصوص إدارة الاحتياطي المتراكم لديها، وإنما تتعامل مع القضايا ذات الارتباط بالاحتياطيات بشكل يعمل على حل المشاكل مؤقتا دون التعامل معها جذريا، و من خلال دراستنا للموضوع نسجل ضعف إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر، وحتى نرفع من مستوى أداء هذه الإدارة نقترح التوصيات التالية :

- فك الارتباط بين تراكم الاحتياطيات وأسعار النفط باعتباره متغير خارجي يصعب التحكم فيه.
- استغلال الاحتياطيات للاستثمار في الموارد البشرية والبنى التحتية.
- إنشاء مركز لتنمية الصادرات خارج المحروقات ليكون على شكل هيئة عليا.
- تكوين مجلس أو خلية تستقطب الإطارا ت المتخصصة، وذات الصلة بإدارة احتياطي الصرف الأجنبي.
- إنشاء مجلس العملة بحيث يكون له أثر مباشر على تغيير ومراقبة تركيبةسلة العملات التي يتكون منها احتياطي الصرف الأجنبي.
- إنشاء هيئة لتنسيق السياسات (الصرف، الدين الخارجي وبرامج الإقراض) مع مراعاة ما يبديه جهاز إدارة الاحتياطيات من رأي بشأن المستوى المرغوب من الاحتياطيات.
- نشر البيانات المتعلقة بالاحتياطيات و تبني الشفافية لإدارة هذه الاحتياطيات.
- إدراج بعض المواصفات المحددة الخاصة بالاحتياطيات ضمن معايير المحاسبة الدولية، لتكريس عملية الإفصاح والشفافية.
- وضع إستراتيجية واضحة لإدارة الاحتياطيات.

*- نموذج تم تطويره عام (2002) لتقييم المؤسسات الحكومية وغير الحكومية المعنية بتشجيع الصادرات غير التقليدية في المملكة العربية السعودية. ركزت هذه الدراسة على قياس كفاءة الجهات المعنية بتشجيع الصادرات السعودية وقد تبين من نتائج التطبيق أن المصدرين السعوديين يطمحون في عدد من الخدمات أبرزها: مركز معلومات متخصص، وبنك لتمويل الصادرات، ومعهد لتدريب المصدرين. فهذه الخدمات غير متوافرة لدعم الصادرات غير التقليدية في بلادنا مما يضطر بعض المصدرين الجزائريين إلى الاستعانة بالخدمات المقدمة للصادرات في دول أخرى بمبالغ باهظة. كما بينت الدراسة تواضع بعض خدمات تحفيز الصادرات منها: نقص دور المكاتب التجارية بالخارج، عدم تفعيل الاتفاقيات التجارية، ارتفاع تكاليف النقل والشحن

- ترشيد إنتاج السلع الزراعية، كالاقتصار على المحاصيل التي تمثل أمنا غذائيا للدولة مثل القمح، قصد تخفيض فاتورة الواردات الغذائية وبالتالي المحافظة على مستويات احتياطي الصرف الأجنبي

بينما تبقى آفاق البحث مفتوحة بافتراض إمكانية معالجة الموضوعات التالية:

- إدارة الاحتياطي من الذهب النقدي في البنوك المركزية.
- إدارة المخاطر التي تتعرض لها الاحتياطيات الدولية.
- وضع الاحتياطيات الدولية بعد أزمة الرهن العقاري و الأزمة المالية العالمية.

فقد قال كيتر ذات مرة : " إن النقد لا يدير نفسه"وبدورنا نقول كذلك إن احتياطي الصرف الأجنبي المتراكم لا يدير نفسه، وفي اعتقادنا أن الإدارة الذكية تتطلب الكوادر المتخصصة و المؤهلة في هذا المجال، وأن يوفر لها الإطار التشريعي الذي تمارس فيه صلاحياتها المتعلقة بإدارة احتياطي الصرف الأجنبي بعيدا عن السلطة السياسية، بينما لا يتعارض ذالك و التنسيق معها.

و في الأخير نرجو ممن وقف على هذه الدراسة أن ينظر إليها بعين الإنصاف ويصحح ما فيها من الخلل حتى يتم هذا العمل ويحصل الانتفاع به، ونوجوا السداد في القول والعمل، وصلي اللهم وسلم وبارك على سيدنا محمد هدية الله للخلائق أجمعين.

قائمة المراجع

المراجـــــع

أولا– المراجع باللغة العربية:

I– الكتب:

1- رمزي زكي، الاحتياطيات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري، دار الكتب المصرية، 1994.

2- عبد المجيد قدي، مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية وتقييمة، ديوان المطبوعات الجامعية 2003.

3- حكمت النشاشيبي، استثمار الأرصدة وتطوير الأسواق المالية، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، بيروت 1980.

4- توماس ماير وآخرون، النقود و البنوك والاقتصاد، ترجمة السيد احمد عبد الخالق، دار المريخ، 1997.

5- زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصادي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2002.

6- رمزي زكي، فكر الأزمة، دراسة في أزمة علم الاقتصاد الرأسمالي والفكر التنموي العربي، مطبوعات مكتبة مدبولي، القاهرة 1987.

7- بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.

8- ميثم عجام، التمويل الدولي، دار زهران، الأردن، .2006

9- مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة، 1999.

10- سميرة إبراهيم أيوب، "صندوق النقد الولي وقضية الإصلاح الاقتصادي والمالي ، دراسة تحليلية تقييمية"، الإسكندرية، 2000.

11- غازي عبد الرزاق النقاش، التمويل الدولي الطبعة الثالثة، دار وائل، الأردن.2006.

12- رمزي زكي، العولمة المالية، دار المستقبل العربي، القاهرة، مصر، 1999.

13- وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، الطبعة الثانية، لبنان، .2006

14- محمد حلمي مراد، رؤوس الأموال العربية بين فرص الاستثمار والقدرة على الاستيعاب، دار الفرات، بغداد، 1975.

15- يسري محمد أبو العلا، تحديد مفهوم استيعاب الاستثمارات المالية العربية، دار الفكر الجامعي،2008.
16- عبد اللطيف بن آشنهو، " عصرنة الجزائر- حصيلة وآفاق 1999-2009"، ديوان المطبوعات الجامعية .2004
17- احمد التشاشيي، استثمار الأرصدة العربية، الكويت، 1978.
18- بريان كويل، السندات الحكومية، قسم الترجمة بدار الفاروق، .2006
19- مجدي محمود شهاب، الاتجاهات الدولية لمواجهة أزمة الديون الخارجية بالتطبيق على بعض البلدان العربية، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة للنشر، .1998
20- سي بول هالوود- رونالد ماكدونالد، النقود والتمويل الدولي، ترجمة محمد حسن حسني، ونيس فرح، دار المريخ، 2007.
21- إسماعيل إبراهيم ، إدارة العملات الأجنبية، الروزانا للطباعة، 2005.

II- قائمة الرسائل:

1- أمل عطاء عبد الكريم، دور الاحتياطي الدولي بالبنك المركزي المصري، رسالة ماجستير، جامعة عين الشمس، .1997
2- قحايرية آمال، الوحدة النقدية الأوروبية الإشكاليات والآثار على المديونية الخارجية لدول الجنوب، رسالة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية،جامعة الجزائر،2006.
3- علة محمد، أثر الدولار على الاقتصاد الجزائري، مذكرة ماجستير. تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر. 2003.
4- بوفليح نبيل، آثار برامج التنمية الاقتصادية على الموازنات العامة في الدول النامية دراسة حالة برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي "2001-2004"المطبق في الجزائر، رسالة ماجستير تخصص نقود ومالية،جامعة الشلف، 2004.

III- مصادر أخرى متنوعة:

1- محمد بن علي العقلا، محددات الاحتياطيات الدولية في الدول العربية. مجلة آفاق جديدة. السنة العاشرة العدد 3 جويلية 1998.

2- زايري بلقاسم، إدارة احتياطي الصرف وتمويل التنمية في الجزائر، بحوث اقتصادية عربية، العدد41، شتاء .2008

3- عبد المجيد قدي، الاقتصاد الجزائري و النفط، فرص أم تهديدات، مداخلة في المؤتمر العلمي الدولي للتنمية المستدامة والكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة، جامعة سطيف،7- 8 أفريل، 2008 .

4- ملخص تقرير مؤسسة " ميريل لينش " حول الصناديق السيادية 2007 التقرير منشور في جريدة الجريدة 12 جويلية .2008

5- جورج تافلاس " الاستخدام الدولي للدولار الأمريكي والأورو" مجلة التمويل والتنمية، جوان 1998.

6- صقر احمد صقر، عائدات النفط وبعض سياسات التنمية في العالم العربي مجلس التخطيط ، الإدارة الاقتصادية، سلسلة الدراسات الإنمائية، الكويت، أفريل .1974

7- احمد عبد الرحيم، مدخل الطاقة الاستيعابية، مجلة النفط والتنمية ، العدد 26 مارس 1983.

8- محمد حلمي مراد، رؤوس الأموال العربية بين فرص الاستثمار والقدرة على الاستيعاب ، أعمال مؤتمر الاقتصاديين العربي الخاص ، بغداد 15/12 أفريل 1975، اتحاد الاقتصاديين العرب، الأمانة العامة.

9- أكسل بيرتوش، ساموبلس وبار ميشوار راملوجان ، اليورو الأكثر عالمية دائماً ، مجلة التمويل والتنمية، مارس 2007، المجلد 44، العدد1.

10- صلاح الدين حامد، الأورو هل يتحدى الدولار الأمريكي، مجلة أوروبا والعرب، لندن، العدد 166، 1999.

11- مصطفى قادة ، محمد حامد الحاج، احمد الصفتي دور الصندوق في مساعدة الدول الأعضاء المتأثرة بارتفاع أسعار النفط العالمية، دراسة إنشاء تسهيل النفط. صندوق النقد العربي، 2007.

12- إبراهيم سيف، الصناديق السيادية، حل للأزمات المالية،مجلة المجلة ، العدد 13 سنة 2008

13- جيلليرمو كالفو وكارمن رينهارت (2002)، في تقريرهما المعنون ''الخوف من التعويم''.
14- " اليد الخفية للهيمنة الأمريكية " للبروفيسور ديفيد سييزو – نص مترجم ومنقول من مجلة جامعة هارفارد للأعمال والاقتصاد، سبتمبر، 2003.
15- صندوق النقد الدولي. تقرير الربع الأول، 2007.
16- التقرير السنوي لبنك الجزائر 2007.
17- تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، الفصل الأول، أفريل 2008.
18- البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية العدد 27، افريل2005.

ثانيا– المراجع باللغة الأجنبية:

1- Guillamant. la capacité d'absorption du capitale . hose paris. 1964.
2- Kenneth.G.jone.p. Les systèmes d'information de gestion, organisation de réseaux et Stratégique, 6éme édition, paris, 2001
3- Baboin R. et Saby J-G, - La gestion du risque de taux d'intéret , Ed. ESKA, 1991.
4- Benissad Hocine, " cours d'économie internationale ", édition publisud, France, 1983.
5- Berger pierre, " la monnaie et ses Mécanismes ", édition bouchéne, Alger 1993.
6- pascal kauffmann " L'EURO" dunod, Paris, 1999.

Autres ouvrages:

1- BLANCHARD, O., J.-C. Chouraqui, R.P. Hagemann et N. Sartor « La "soutenabilité" de la politique budgétaire : réponses nouvelles à une question ancienne »
2- Christian Bordes. Les réserves de change des banques centrales et les interventions sur le marché des changes Documents, exercices et questions sur le cours de Relations monétaires internationales.
3- Jean-Marie Albertini, dollar contre euro CAES magazine n° 78 . printemps 2006.
4- Jacobo De León, La gestion des réserves de change de la Banque du Canada. REVUE DE LA BANQUE DU CANADA • HIVER 2000-2001.
5- « L'évolution de l'activité de la banque centrale » BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX, Chapitre VIII du 67e rapport annuel, Bâle, juin.1997.
6- la gestion des réserves de change et ses conséquences sur les marchés,Angelika Lagerblom,bulletin de la banque de France, n 148 avril 2006.

7- Prudence et circonspection,Comment les banques centrales des pays en développement peuvent-elles intervenir au mieux sur des marchés de changes instables ? Jorge Iván Canales-Kriljenko, Roberto Guimarães, Shogo Ishii et Cem Karacada˘g Finances et Développement Septembre 2003.
8- Benaroya c Dissaux (1998) comment détecter les pays à risque le MOCI repris in problème économique N° 2548
9- Problèmes économiques ;N° 2.95102, juillet 2008 , Les fonds souverains.
10- Simon johnson, la montée en puissance des fonds souverains, finances et développement, septembre 2007
11- Sharma S, pent, on prédire les crises économique ? finances et dèvloppement Juin1999 .
12- CANDELON, B. et E. Cudeville ,« Politique monétaire et canal du crédit: Une estimation empirique sur l'économie française»,Revue d'économie politique, 1997.

ثالثا– مواقع الكترونية:

-http://www.lemaghrebdz.com.
-www.zaid street.com.
- www.deutsche-welle.com
- www.saudiinfocus.com
-www.ahl-alquran.com.
-www.siironline.com
-http://www.Zonebource.com/EUR-USD4591/actualiteanalysecons-olidation-de-l-euro-a-moyen-terme-1/7602.
-http://economyofkuwait.blogspot.com/2007/12/blog-post.html
-www.Bank-of-algeria.dz
-www.CNES.dz.
-bank.orgwww.world
-www.ons.dz
-www .zaydstreet .com
-www.fmi.org

الملحق

الملحـــــــق:

الجدول رقم (1): توزيع الأصول الاحتياطية خلال الفترة من 1985 ــ 1990 مليار وحدة سحب خ

السنوات / الأصول	1985		1986		1987		1988		1989		1990	
	مليار	%	مليار	%	مليار	%	مليار	%	مليار	%	مليار	%
أ ــ أصول خاصة بالصندوق	56,9		54,8		51,7		48,4		46		44,1	
احتياطيات بالصندوق	38,7	5,6	35,3	4,9	31,5	3,8	28,2	3,4	25,5	2,9	23,4	2,6
حقوق السحب الخاصة	18,2	2,6	19,5	2,7	20,2	2,4	20,2	2,4	20,5	2,3	20,7	2,3
ب ــ عملات دولية	348,5	50,6	364,1	50,4	456,1	54,4	494,5	59,4	545	62	593,7	66,5
ج ــ قيمة الذهب حسب سوق لندن	283,8	41,2	304,5	42,0	323,2	38,4	288,9	34,7	287,6	32,7	254,5	28,5
الإجمالي (أ + ب + ج)	689,0	100	723,4	100	831,0	100	831,8	100	878,6	100	892,3	100
نسبة التغير السنوية	100,0	ـــ	105,0	ـــ	120,5	ـــ	120,7	ـــ	127,5		129,5	ـــ

المصدر: إعداد الباحث استنادا إلى التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي لعام 1999

الجدول رقم (2):مؤشرات اقتصادية تبين مدى ارتباط الاقتصاد الجزائري بقطاع المحروقات خلال الفترة (**1996–2000**).

الوحدة: %

القـــــطـــــاع	1996	1997	1998	1999	2000
نسبة قطاع المحروقات من PIB	28.6	29.6	23	27.8	39.4
نسبة الجباية البترولية من إيرادات الموازنة العامة للدولة	63	63.96	54.98	61.89	76.87
نسبة صادرات المحروقات من إجمالي الصادرات	95.44	95.34	96.36	96.62	97.27

Source: IMF country report, **Algeria statistical appendix**, 2001–200

الجدول رقم (3): تطور موارد واستخدامات صندوق ضبط الموارد خلال الفترة (2000-2007).

الوحدة: مليار دج

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
الموارد:								
رصيد الصندوق في نهاية السنة السابقة	0	232.137	171.543	27.978	320.892	721.688	1842.686	2931.045
فائض قيمة الجباية البترولية*	453.237	192.864	26.504	448.914	623.499	1368.836	1798	327.279
تسبيقات بنك الجزائر	0	0	0	0	0	0	0	0
الاستخدامات:								
تمويل عجز الخزينة العمومية	-	-	-	-	-	-	91.530	0
سداد أصل الدين العمومي	211.100	184.467	170.060	156.000	165.559	247.838	618.111	63.489
التسديد المسبق للمديونية الخارجية	0	0	0	0	57.144	0	0	0
رصيد الصندوق في **12/31**	232.137	171.534	27.978	320.892	721.688	1824.686	2931.045	3194.835

Source : ministère des finances, rapport de Présentation du projet de la loi de finances pour 2008.

الجدول رقم (4): تطور رصيد الموازنة العامة للدولة خلال الفترة (2000-2006).

الوحدة: مليار دج.

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
الإيرادات العامة للدولة من دون فائض قيمة إيرادات الجباية البترولية	1152.87	1355.23	1576.79	1498.49	1591.70	1713.86	1828.9
النفقات العامة للدولة	1178.1	1321.0	1550.6	1691.4	1891.8	2052.0	2660.6
رصيد الموازنة العامة من دون فائض قيمة الجباية البترولية	-25.23	+34.23	+26.19	-192.91	-300.1	-338.14	-831.7

Source: - 2000-2005: imf country report; **Algeria statistical appendix** , 2001-2005 .

- 2006: ministère des finances**, rapport de présentation du projet de la loi de finances pour 20**

الجدول رقم (5): تغطية الاحتياطيات الرسمية للدول العربية للواردات بالأشهر و الأيام خلال الفترة

الدولة	1985	1986	1987	1988	1989	1990
1 ـ الدول النفطية بالأشهر :						
الامارات	6,5	6,9	8,8	6,9	5,8	5,2
البحرين	7,1	8,3	5,6	6,4	4,5	4,5
الجزائر	3,8	2,5	3,0	1,6	1,2	1,0
السعودية	14,7	12,9	14,9	12,5	10,5	6,5
العراق	000	000	000	000	000	000
عمان	4,3	5,0	9,5	6,0	7,6	8,0
قطر	5,4	7,0	7,3	5,0	5,4	5,0
الكويت	11,6	12,5	10,1	3,8	5,6	3,1
ليبيا	12,3	16,1	13,0	9,0	8,0	9,2
2 ـ الدول غير النفطية بالأيام :						
الأردن	63	73	64	16	90	118
تونس	66	41	67	93	84	55
السودان	8	33	6	5	5	6
سوريا	8	22	36	35	25	28
الصومال	3	13	7	26	16	000
لبنان	186	86	72	147	149	98
مصر	32	32	61	44	55	83
المغرب	12	22	38	45	35	118
موريتانيا	64	43	72	57	78	47
اليمن	102	165	139	69	77	88

المصدر: الجدول من إعداد الطالب اعتمادا على :

Source IMF Statistics Department COFER DATABASE.

الجدول (6) : عمليات التسديد التي قامت بها الجزائر في إطار اتفاقيات الدفع المسبق للديون

عمليات التسديد التي قامت بها الجزائر في إطار اتفاقيات الدفع المسبق للديون		
الدولة	التاريخ	القيمة
فرنسا	11 ماي 2006	1.6 مليار دولار
البرتغال	20 ماي 2006	20 مليون دولار
هولندا	22 ماي 2006	45 مليون دولار
بلجيكا	27 ماي 2006	225 مليون دولار
الدانمارك	6 جوان 2006	54.3 مليون دولار
أمريكا	15 جوان 2006	625 مليون دولار
النمسا	21 جوان 2006	369 مليون دولار
اسبانيا	22 جوان 2006	690 مليون دولار
كندا	24 جوان 2006	255 مليون دولار
السويد	26 جوان 2006	92 مليون دولار
النرويج	27 جوان 2006	15.6 مليون دولار
فنلندا	27 جوان 2006	11.8 مليون دولار
بريطانيا	29 جوان 2006	202 مليون دولار
سويسرا	15 جويلية 2006	66 مليون دولار
اليابان	07 أوت 2006	445 مليون دولار
ايطاليا	10 أوت 2006	1.7 مليار دولار
ألمانيا	27 أوت 2006	387 مليون دولار

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مراجع متعدد