



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم التجارية

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية
تخصص: مالية وتجارة دولية

أثر اختيار نظام الصرف على تراكم الاحتياطات الدولية دراسة حالة الجزائر

إعداد الطالب: بن هراوة محمد أمين

أعضاء لجنة المناقشة

الصفة	المؤسسة	الرتبة	
رئيسا	جامعة الشلف	أستاذ	أ.د/ محمد أمين بربري
مشرفا مقرا	جامعة الشلف	أستاذ	أ.د/ محمد ترقو
مناقشا	جامعة تيسمسيلت	أستاذ	أ.د/ عبد القادر بوكريد
مناقشا	جامعة الشلف	أستاذ	أ.د/ عبد الغني حبري
مناقشا	جامعة الشلف	أستاذ	أ.د/ عبد القادر قديد
مناقشا	جامعة تيسمسيلت	أستاذ محاضر - أ-	د/ حميد حايدي

السنة الجامعية: 2024-2025

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

وَمَا تَوْفِيقِي إِلَّا بِاللَّهِ عَلَيْهِ تَوَكَّلْتُ وَإِلَيْهِ أُنِيبُ

سورة هود 88

شكر وعرضان

عن أبي هريرة رضي الله عنه قال، قال رسول الله صلى الله عليه وسلم:

"من لا يشكر الناس، لا يشكر الله".

رواه الترمذي

نحمد ونشكر الله تبارك وتعالى على توفيقه لنا لإتمام هذه الأطروحة؛
كل الشكر والعرفان للقائمين على نبراس العلم بولايتنا - جامعة الشلف - وعلى
مجهوداتهم في سبيل رفع راية العلم والمعرفة؛

نتقدم بالشكر الجزيل إلى الأساتذة الكرام أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة
هذه الأطروحة وعلى تصويباتهم وتوجيهاتهم لتقويم هذا العمل؛

أتقدم بخالص الامتنان والتقدير إلى أستاذي الفاضل الدكتور محمد ترقو قدوة المثابرة
والنجاح الذي تفضّل بإشرافه على هذا العمل، كما نشكر له صبره علينا وتوجيهاته
القيمة ودعمه وتشجيعه الدائم لنا؛

كما لا يفوتنا أن نتقدم بالشكر والعرفان للأستاذ الدكتور رضوان أنساعد وفضله علينا
وتشجيعه لنا لواصله مسارنا الدراسي، والصديقين د. صالح حداد و د. معمر رياحي
على تعاونهما وتشجيعهما الدائم لنا طيلة رحلة البحث العلمي.

بن هراوة محمد أمين

إهداء

إلى أمي دائما وأبداً ...
حفظها الله وأطال في عمرها؛
وروح أبي الطاهرة رحمه الله؛

إلى كل أفراد عائلتي الكبيرة والصغيرة...
حفظهم الله ورعاهم وسدد خطاهم؛

إلى رفيقة دربي زوجتي الكريمة ... وابنتي مريم غفران؛
إلى كل ... من جمعني معهم نبراس العلم؛

ونسأل الله أن يوفقنا جميعا لما يحب ويرضى ...
بن هراوة محمد أمين

ملخص

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى قياس وتحليل أثر اختيار نظام الصرف على تراكم الاحتياطات الدولية خلال الفترة 1990-2023، من خلال التطرق إلى جانب نظري وتطبيقي قياسي، حيث تم عرض التأسيس النظري للمتغير المستقل المتمثل في نظام الصرف والإحاطة بإطاره المفاهيمي ومحددات اختياره وعرض مختلف الأدبيات الاقتصادية التي صنفت أنواعه وترتيباته ومراحل تطور نظام النقد الدولي ومستقبله، والمتغير التابع المتمثل في الاحتياطات الدولية من خلال عرض الجانب المفاهيمي ومؤشرات قياسها ومحددات الطلب عليها وأوجه التداخل مع السيولة الدولية بالإضافة إلى سياسات إدارتها ودورها في ظل أنظمة الصرف المختلفة.

ومن خلال تشكيل نموذج الدراسة الذي يتضمن متغيرات أخرى لها علاقة بتراكم الاحتياطات الدولية ممثلة في أسعار النفط، حجم الناتج المحلي الإجمالي ودرجة الانفتاح التجاري والمالي وباستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL تم التوصل للدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين الاحتياطات ومختلف المتغيرات المفسرة حيث توافقت هذه النتائج مع النظرية الاقتصادية وتؤكد أن التدرج في ترتيبات نظم الصرف من الثابت إلى الأكثر مرونة أو التعويم له تأثير على حجم ومستوى الاحتياطات الدولية.

كما توصلت الدراسة إلى وجود توافق نسبي بين التصنيف الرسمي والواقعي لنظام الصرف في الجزائر وأن السلطات النقدية لم تستوفي شروط ومتطلبات نظام التعويم المدار خصوصاً ما تعلق بالاستقلالية، درجة حركة رؤوس الأموال ومستوى تطور وتكامل النظام النقدي والبنكي.

كما أظهرت النتائج أن المتغيرات المدرجة في النموذج فسرت الاحتياطات الدولية بنسبة 95.34 بالمائة وارتباطها بمستوى أسعار النفط والإيرادات النفطية وبذلك يتعين السلطات النقدية تنويع مصادر الاحتياطات من خلال ترقية الصادرات خارج المحروقات وتبني نظام صرف يشجع الاستثمار والتدفقات النقدية.

الكلمات المفتاحية: نظام الصرف، الاحتياطات الدولية، محددات الإختيار، أسعار النفط، دراسة قياسية،

Abstract

This study aims to measure and analyze the impact of the choice of exchange rate regime on the accumulation of international reserves during the period 1990-2023, by addressing a theoretical and applied standard aspect. The theoretical foundation of the independent variable represented by the exchange rate regime was presented, along with its conceptual framework and the determinants of its choice, and a presentation of various economic literatures that classified its types, arrangements, and stages of development of the international monetary system and its future. The dependent variable represented by international reserves was presented by presenting the conceptual aspect, indicators for measuring it, determinants of demand for it, and aspects of overlap with international liquidity, in addition to its management policies and its role under different exchange rate regimes.

By forming a study model that includes other variables related to the accumulation of international reserves, represented by oil prices, the size of the gross domestic product, and the degree of trade and financial openness, and by using the autoregressive distributed lag (ARDL) model, the study reached the existence of a long-term equilibrium relationship between reserves and various explanatory variables. These results are consistent with economic theory and confirm that the gradual arrangement of exchange rate systems from fixed to more flexible or floating has an impact on the size and level of international reserves.

The study also found a relative convergence between the official and actual classification of the exchange rate system in Algeria, and that the monetary authorities had not met the conditions and requirements of a managed float system, particularly with regard to independence, the degree of capital movement, and the level of development and integration of the monetary and banking system.

The results also showed that the variables included in the model explained 95.34 percent of international reserves and their correlation with the level of oil prices and oil revenues. Therefore, monetary authorities must diversify the sources of reserves by promoting non-hydrocarbon exports and adopting an exchange rate system that encourages investment and cash flows.

Keywords: Exchange Rate Regime, International Reserves, selection determinants, Oil Prices, Econometric Study,

Résumé

Cette étude vise à mesurer et analyser l'impact du choix du régime de change sur l'accumulation des réserves internationales durant la période 1990-2023, en abordant un aspect théorique et appliqué standard. Les fondements théoriques de la variable indépendante représentée par le régime de change ont été présentés, ainsi que son cadre conceptuel et les déterminants de son choix, et une présentation de diverses littératures économiques qui classent ses types, ses arrangements et les étapes de développement du système monétaire international et son avenir. La variable dépendante représentée par les réserves internationales a été présentée en présentant l'aspect conceptuel, les indicateurs permettant de la mesurer, les déterminants de la demande et les aspects de chevauchement avec la liquidité internationale, en plus de ses politiques de gestion et de son rôle dans différents régimes de taux de change.

En élaborant un modèle d'étude incluant d'autres variables liées à l'accumulation de réserves internationales, représentées par les prix du pétrole, la taille du produit intérieur brut et le degré d'ouverture commerciale et financière, et en utilisant le modèle autorégressif à décalage distribué (ARDL), l'étude est parvenue à l'existence d'une relation d'équilibre à long terme entre les réserves et diverses variables explicatives. Ces résultats sont cohérents avec la théorie économique et confirment que l'aménagement progressif des systèmes de taux de change, passant d'un système fixe à un système plus flexible ou flottant, a un impact sur la taille et le niveau des réserves internationales.

L'étude a également constaté une relative convergence entre la classification officielle et la classification réelle du système de taux de change en Algérie, et que les autorités monétaires n'avaient pas satisfait aux conditions et exigences d'un système de flottement géré, notamment en ce qui concerne l'indépendance, le degré de mouvement des capitaux et le niveau de développement et d'intégration du système monétaire et bancaire.

Les résultats ont également montré que les variables incluses dans le modèle expliquaient 95,34 % des réserves internationales et leur corrélation avec le niveau des prix du pétrole et des revenus pétroliers. Les autorités monétaires doivent donc diversifier les sources de réserves en favorisant les exportations hors hydrocarbures et en adoptant un système de taux de change qui encourage l'investissement et les flux de trésorerie.

Mots clés : Régime de Change, Réserves Internationales, Déterminants de Sélection, Prix du Pétrole, Etude Econométrique,

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	البيان
	آية قرآنية
	كلمة شكر
	الإهداء
	ملخص
	فهرس المحتويات
	فهرس الجداول والأشكال
أ-ي	مقدمة
2	الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف
2	المبحث الأول: الخلفية التاريخية لنظام النقد الدولي ابتداء من 1870 إلى يومنا هذا.
2	المطلب الأول: مراحل تطور نظام النقد الدولي.
2	أولاً: نظام الذهب الكلاسيكي 1870-1914
3	ثانياً: نظام الأسعار في فترة ما بين الحربين 1914-1944
4	ثالثاً: نظام بريتون وودز وصندوق النقد الدولي 1944-1973
6	رابعاً: أسعار الصرف المرنة 1973 إلى يومنا هذا (2025).
8	المطلب الثاني: الانتقادات والتحديات التي تواجه نظام النقد الدولي.
8	أولاً: الانتقادات والتحديات لإدارة نظام النقد الدولي
9	ثانياً: الإصلاحات المنشودة في إدارة نظام النقد الدولي
13	المطلب الثالث: مستقبل نظام النقد الدولي نحو نظام متعدد الأقطاب.
13	أولاً: منظمة البريكس BRICS
13	ثانياً: نظام المدفوعات والتسويات لعموم إفريقيا PAPSS
14	ثالثاً: اتحاد عملة لبلدان الجماعة الإفريقية لدول غرب إفريقيا
14	رابعاً: مبادرة شيانغ ماي
16	المبحث الثاني: الإطار النظري لنظم سعر الصرف
16	المطلب الأول: مفاهيم وأنواع نظم سعر الصرف
21	المطلب الثاني: الأسباب والدوافع للانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام التعويم
23	المطلب الثالث: متطلبات وآليات الانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام التعويم
23	أولاً: المتطلبات الأساسية للانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام التعويم
24	ثانياً: آليات الانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام التعويم
28	المبحث الثالث: ترتيبات وتصنيفات أنظمة إدارة سعر الصرف
28	المطلب الأول: ترتيبات أنظمة إدارة سعر الصرف
28	أولاً: أنظمة إدارة سعر الصرف الثابتة
29	ثانياً: الأنظمة الوسيطة
30	ثالثاً: أنظمة التعويم
32	المطلب الثاني: تصنيفات أنظمة إدارة سعر الصرف
33	أولاً: تصنيفات الجيل الأول لأنظمة الصرف
33	-تصنيف لأنظمة أسعار الصرف عند Ghosh 1997
34	-تصنيف لأنظمة أسعار الصرف عند Kawai&Akiyama 1998
35	-تصنيف لأنظمة أسعار الصرف عند Frankel 1999
37	ثانياً: تصنيفات الجيل الثاني لأنظمة الصرف
37	-تصنيف لأنظمة أسعار الصرف عند RR2004 و IRR2019

فهرس المحتويات

39	-تصنيف لأنظمة أسعار الصرف عند LYS 2002 و 2005 و 2016
42	-تصنيف لأنظمة أسعار الصرف عند 2008 Mark Stone&Others
43	-تصنيف لأنظمة أسعار الصرف عند 2021 Couharde&Grekou
45	-ترتيب الصرف وفق التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي AREAER لسنة 2022
45	المطلب الثالث: محددات الفجوة بين التصنيف بحكم القانون وبحكم الواقع لنظم سعر الصرف.
47	المطلب الرابع: تطور تبني الدول لنظم سعر الصرف خلال الفترة 2000-2022.
50	المبحث الرابع: ارتباط اختيار نظام الصرف بالمتغيرات الاقتصادية الكلية
50	المطلب الأول: علاقة نظم الصرف بمتغيرات الاقتصاد الكلي
54	المطلب الثاني: المحددات النظرية والتجريبية لإختيار نظم الصرف
54	أولا: المحددات الكلاسيكية
59	ثانيا: المحددات الحديثة
64	ثالثا: محددات أخرى
68	المطلب الثالث: أطر السياسة النقدية في ظل أنظمة سعر الصرف
71	خلاصة الفصل
72	الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها
73	المبحث الأول: الإطار النظري للاحتياطات الدولية وصيغها والسيولة الدولية.
73	المطلب الأول: مفاهيم الاحتياطات الدولية.
76	المطلب الثاني: صيغ الاحتياطات الدولية.
77	أولا: الأصول الاحتياطية الرسمية
77	-الذهب
77	-حقوق السحب الخاصة
78	-احتياطي العملات الأجنبية
78	-الودائع لدى صندوق النقد الدولي
79	ثانيا: الأصول الاحتياطية الأخرى
79	-صافي قيمة ومراكز المشتقات المالية
79	-القروض قصيرة الأجل بالعملة الأجنبية
79	-القروض طويلة الأجل للحسابات الائتمانية
79	-الأصول المالية الأخرى
79	-الأصول محل معاملات إعادة الشراء السائلة والمتاحة
80	المطلب الثالث: مفهوم السيولة الدولية وعلاقتها بالاحتياطات الدولية.
80	أولا: مفهوم السيولة الدولية
81	ثانيا: أوجه المقارنة والتداخل بين السيولة الدولية والاحتياطات الدولية
82	المبحث الثاني: الطلب على الاحتياطات الدولية ومؤشرات قياس كفايتها.
82	المطلب الأول: أهمية الاحتياطات الدولية ودوافع حيازتها.
82	أولا: أهمية الاحتياطات الدولية
83	ثانيا: دوافع حيازة الاحتياطات الدولية
83	-دافع التدخل في سوق الصرف
83	-تأمين ذاتي ضد الصدمات
84	-تسوية المعاملات
85	-تمويل الإنفاق والتنمية
85	-زيادة الجدارة الائتمانية

فهرس المحتويات

86	-تعزيز الثقة في إطار سياسة الحكومة وقدرتها على تلبية الالتزامات الخارجية
86	ثالثا: مؤشرات قياس كفاية الاحتياطات الدولية
86	-نسبة الاحتياطات الدولية إلى الواردات
87	-مؤشر 1966 Robert H. Heller
88	-محاولة أجاروال 1971 وتحديثه
90	-نسبة الاحتياطات إلى عجز ميزان المدفوعات
91	-نسبة الاحتياطي للدين الخارجي قصير الأجل
91	-نسبة الاحتياطات إلى عرض النقود الواسع M2
92	-مقياس صندوق النقد الدولي
93	-نسبة الاحتياطات إلى إجمالي الديون الخارجية
93	-كفاية الاحتياطات على أساس حجم القطاع المصرفي
94	المطلب الثاني: محددات الطلب على الاحتياطات الدولية ومكاسب تراكمها
95	أولا: محددات الطلب على الاحتياطات الدولية
95	-المحددات التقليدية
95	أ-النظرية التجارية في الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي
95	ب-نظرية التأمين الذاتي أو دافع التحوط
96	-المحددات النظرية
96	-حجم الاقتصاد
97	-حالة الحساب التجاري
97	-حالة الحساب المالي
97	-درجة مرونة سعر الصرف
98	-تحقيق استقرار سوق الصرف الأجنبي
98	-تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ باحتياطي الصرف الأجنبي
100	ثانيا: نطاق الطلب على الاحتياطات الدولية
100	-خفض الطلب على الاحتياطات الدولية
100	-استدامة الاحتياطات الدولية
101	المطلب الثالث: تطور الطلب العالمي على العملات الدولية
101	أولا: شروط العملة الاحتياطية
103	ثانيا: تطور حيازة العملات الأجنبية الإرتكازية
107	المبحث الثالث: إدارة الاحتياطات الدولية والسياسات المتعلقة بها
107	المطلب الأول: إدارة الاحتياطات الدولية.
107	أولا: مفهوم إدارة الاحتياطات الدولية
108	ثانيا: أهمية وظيفة إدارة الاحتياطات الدولية
109	ثالثا: أهداف إدارة الاحتياطات الدولية
111	المطلب الثاني: مخاطر إدارة الاحتياطات الدولية.
111	أولا: مسؤولية إدارة الاحتياطات الدولية
112	ثانيا: مخاطر إدارة الاحتياطات الدولية
112	-مخاطر الائتمان
113	-مخاطر السوق
113	-مخاطر سعر الفائدة
113	-مخاطر السيولة

فهرس المحتويات

113	-المخاطر التشغيلية
113	المطلب الثالث: دور الاحتياطات الدولية في ظل أنظمة الصرف المختلفة
114	أولا: دور الاحتياطات الدولية في ظل نظام الصرف الثابت
116	ثانيا: دور الاحتياطات الدولية في ظل نظام الصرف المرن
116	ثالثا: دور الاحتياطات الدولية في ظل نظام التعويم الحر
119	خلاصة الفصل
120	الفصل الثالث: طبيعة نظام الصرف وتأثيره على حجم احتياطات الصرف في الجزائر
121	المبحث الأول: طبيعة ومراحل تطور نظام الصرف في الجزائر
121	المطلب الأول: مراحل نظام الصرف في الجزائر
122	أولا: مرحلة تثبيت الدينار الجزائري مقابل الفرنك الفرنسي 1964-1973.
123	ثانيا: مرحلة تثبيت الدينار الجزائري مقابل سلة من العملات 1974-1986.
124	ثالثا: مرحلة التحول إلى نظام صرف مرن للدينار الجزائري 1986-1994.
126	رابعا: مرحلة التعويم المدار للدينار الجزائري بعد سنة 1994 إلى يومنا هذا.
128	المطلب الثاني: طبيعة نظام الصرف في الجزائر
128	أولا: نظام الصرف الرسمي في الجزائر.
129	ثانيا: نظام الصرف الواقعي في الجزائر.
129	-تصنيف صندوق النقد الدولي
130	-تصنيف 2019 (IRR) Ilzenzki, Reinhart & Rogoff
130	-تصنيف 2005 (LYS) Levi-Yeyati & Struzzengger
131	-تصنيف 2002 (BOR) Bubula & Otker-Robe
131	المبحث الثاني: نطاق إدارة احتياطي النقد الأجنبي في الجزائر
131	المطلب الأول: مهام بنك الجزائر وصلاحيته في إدارة احتياطات الصرف
131	أولا: مهام وصلاحيات بنك الجزائر
134	ثانيا: الأهداف الرئيسية لإدارة النقد الأجنبي وفقا للقانون 09-23
134	ثالثا: آلية بنك الجزائر في تسيير احتياطات الصرف
135	المطلب الثاني: تحليل تطور حجم النقد الأجنبي في الجزائر
135	أولا: تطور مستوى احتياطي الصرف في الجزائر
137	ثانيا: إدارة واستخدامات احتياطي الصرف في الجزائر
137	-صندوق ضبط الإيرادات
143	-إدارة وتسوية الديون الخارجية
144	-تمويل برامج الإنعاش الاقتصادي
147	ثالثا: أهمية دعم الاحتياطات الدولية في الجزائر
151	المطلب الثالث: تحليل مدى كفاية احتياطي الصرف في الجزائر
151	أولا: مقاييس كفاية احتياطي الصرف
151	-نسبة تغطية الاحتياطات للواردات بالأشهر
152	-نسبة تغطية الاحتياطات للديون الخارجية
153	-الاحتياطات كنسبة من الكتلة النقدية M2.
154	ثانيا: سياسات الحفاظ على احتياطات الصرف في الجزائر وترشيد استخداماتها
155	-استحداث الوكالة الوطنية للتوازنات الكبرى لميزانية الدولة، الاستشراف والتخطيط.
155	-تقييد حركة النقد الأجنبي.
156	-تنظيم التجارة الخارجية.

فهرس المحتويات

158	المبحث الثالث: دراسة تحليلية قياسية لأثر نظام الصرف على تراكم حجم الاحتياطات الدولية في الجزائر.
158	المطلب الأول: تقديم نموذج الدراسة
166	المطلب الثاني: تقدير وتحليل نموذج الدراسة
167	أولا: اختبار جذر الوحدة ADF
169	ثانيا: اختبار الحدود
170	ثالثا: تقدير نموذج ARDL الأمثل
171	رابعا: تقدير العلاقة في الأجلين القصير والطويل
173	المطلب الثالث: تحليل ومناقشة النتائج
177	خلاصة الفصل
180	خاتمة
187	قائمة المراجع
196	ملحق

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
32-31	جدول يلخص ايجابيات وسلبيات نظم أسعار الصرف النموذجية	1-1
34	تصنيف نظم إدارة سعر الصرف عند Ghosh سنة 1997.	2-1
35	تصنيف نظم إدارة سعر الصرف عند Kawai&Akiyama سنة 1998.	3-1
36	تصنيف نظم إدارة سعر الصرف عند Frankel سنة 1999.	4-1
38	تصنيف نظم إدارة سعر الصرف عند Reinhart&Rogoff (RR) سنة 2004 وتصنيف الفئات التقريبية المستحدث عند IRR Reinhart&Rogoff سنة 2019	5-1
42	تصنيف نظم إدارة سعر الصرف عند Levy-Yeyati & Sturzenegger سنة 2016	6-1
45	تصنيف صندوق النقد الدولي لأنظمة سعر الصرف لسنة 2022.	7-1
48	تطور نسبي للدول المعتمدة لترتيبات الصرف خلال الفترة 2000-2022.	8-1
67	العوامل الأساسية في اختيار نظام الصرف	9-1
81	أوجه المقارنة بين السيولة بالعملة الأجنبية والاحتياطات الدولية	1-2
99	تكلفة الفرصة البديلة بين سندات أمريكية طويلة الأجل (10 سنوات) وأذون الخزانة قصيرة الأجل (3 أشهر).	2-2
104	التوزيع النسبي للعملات الأجنبية في تركيبة الاحتياطات الدولية للدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي للفترة 2000-2023	3-2
117	مقارنة دور الاحتياطات الدولية في ظل نظم الصرف المختلفة	4-2
124	الأوزان التوجيهية للعملات المكونة للسلة المرجعية.	1-3
133	يوضح الفروقات بين قانون النقد والقرض 90-10 والقانون المصرفي 09-23	2-3
140	جدول يقارن بين صندوق ضبط الإيرادات واحتياطات الصرف	3-3
143	تطور وضعية صندوق ضبط الإيرادات خلال الفترة 2000-2022 (مليون دينار)	4-3
154	إجمالي الاحتياطات (% من إجمالي الدين الخارجي) في الجزائر للفترة 2000-2022	5-3
155	نسبة المعروض النقدي إلى إجمالي الاحتياطات في الجزائر للفترة 2000-2022	6-3
166	الخصائص الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة	7-3
168	نتائج اختبار جذر الوحدة عند المستوى وعند الفرق الأول	8-3
168	درجة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة	9-3
169	نتائج اختبار الحدود	10-3

قائمة الجداول

170	نموذج ARDL الأمثل وفقا لمعيار Akaike	11-3
171	نتائج تقدير نموذج ARDL في الأجل الطويل	12-3
172	نتائج تقدير نموذج ARDL في الأجل القصير	13-3
173	نتائج اختبار Breusch-Godfrey	14-3
173	نتائج اختبار ARCH	15-3
174	نتائج اختبار Ramsey	16-3

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
27	خطوات نجاح التحول المنتظم لعملية تعويم سعر الصرف	1-1
61	عناصر نظرية الثلاثية المستحيلة	2-1
82	يوضح الترابط بين الاحتياطات الدولية والسيولة بالعملة الأجنبية	1-2
106	توزيع نسبي لحصص عملات الدولار الأمريكي واليورو وباقي العملات الأخرى	2-2
135	تطور الاحتياطات الدولية دون الذهب في الجزائر 1990-2023	1-3
136	تطور احتياطات الذهب في الجزائر 2000-2023 (بالطن)	2-3
144	يوضح المنحنى حجم الديون الخارجية في الجزائر خلال الفترة 2000-2023 (مليار دولار)	3-3
152	تطور الاحتياطات بدلالة عدد أشهر الاستيراد في الجزائر للفترة 2000-2023	4-3
159	تطور حجم الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر للفترة 1990-2023	5-3
160	تطور نسبة الانفتاح التجاري في الجزائر للفترة 1990-2023	6-3
162	تطور نسبة الانفتاح المالي في الجزائر للفترة 1990-2023	7-3
163	تطور أسعار النفط خام صحاري الجزائر بالدولار الأمريكي للفترة 1990-2023	8-3
164	تطور مؤشر استقرار سعر الصرف في الجزائر للفترة 1990-2023	9-3
171	نموذج ARDL الأمثل وفقا لمعيار Akaike	10-3
173	نتائج اختبار Jarque-Bera	11-3
174	شكل Cosum و Cosum of Squares لاختبار الاستقرار الهيكلي	12-3

مقدمة

مقدمة

تبرز أهمية سياسة سعر الصرف كأحد أدوات السياسة الاقتصادية إلى جانب سياسات أخرى باعتبارها آلية فعّالة لحماية الاقتصاد الوطني من الصدمات الداخلية والخارجية ولتحقيق استقرار سوق الصرف، والذي يتوقف على طبيعة نظام الصرف القائم، وهي تعبر عن مجموعة من السياسات والإجراءات التي تتبعها الحكومة أو البنك المركزي للتحكم في قيمة العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية.

يظهر تأثير نظام الصرف في قدرته على إحداث التوازن الداخلي والخارجي والحفاظ على الاستقرار الاقتصادي وتحقيق أهداف السياسات الاقتصادية، وتعدّ أنظمة سعر الصرف من أهم العناصر في النظام الاقتصادي الدولي حيث تلعب دوراً محورياً في تسهيل التبادل التجاري والتحويلات المالية بين الدول فهي تؤثر بشكل مباشر على استقرار الاقتصاد الكلي.

منذ التخلي عن قاعدة الذهب وقاعدة الصرف بالذهب وانهيار نظام بريتون وودز أصبحت مسألة اختيار نظام الصرف موضوعاً يلقي اهتمام كبير من طرف صانعي السياسات والأكاديميين والاقتصاديين خصوصاً لدى الدول النامية باعتبار عملاتها النقدية ليست عملات إرتكازية ولا تلقى قبولا في تسوية المدفوعات الدولية، حيث يتجدد البحث في كيفية تبني نظام صرف ملائم في ظل ظروف اقتصادية معينة بسبب الأزمات المالية الدولية وهذا ما أدى إلى تطور نظرية نظام الصرف وتبلور الأفكار بداية من Harrod 1988، Heller 1977، Kenen 1969، McKinnon 1963، Mundell 1961، Obstfeld & Rogoff 2000، في المفاضلة بين ربط العملة ومتطلباتها وآثارها الإيجابية والسلبية على الإقتصاد من جهة أو النظر في عملية الانتقال والتحول من نظام صرف ثابت إلى نظم صرف معومة وهي أفكار ثنائية القطب (نظرية الركن) دافع عنها العديد من الباحثين مثل Eichengreen 1994، Williamson 2000، Edwards 1996، وقد أثرت هذه الأفكار والبحوث على تصنيفات وترتيبات نظم الصرف والتي يصدرها رسمياً صندوق النقد الدولي أساسها التصريحات الرسمية من الدول الأعضاء توضح طبيعة نظام سعر الصرف المعتمد من السلطات النقدية إلى غاية 1999 أين أشارت بعض البحوث العلمية بوجود اختلاف في طبيعة النظام بين ما تصرح به الدول بحكم القانون وبين ما يتم تنفيذه في الواقع.

تعتبر الاحتياطات الدولية أحد أهم مؤشرات صحة الاقتصاد الوطني حيث تستخدم لتمويل الواردات الأساسية والحفاظ على استقرار العملة الوطنية، ويؤثر اختيار نظام سعر الصرف بشكل مباشر على تراكم الاحتياطات الدولية ويتعدى ذلك إلى تهديد استقرار الاقتصاد الكلي والنمو الاقتصادي.

وقد ارتبطت طبيعة نظام الصرف بمدى تأثيره على نمو وتراكم الاحتياطات من النقد الأجنبي التي تحوزها السلطات النقدية حيث وفقاً للأدبيات النظرية الاقتصادية فإن نظام التثبيت الذي يربط قيمة العملة الوطنية بعملة أجنبية أخرى أو بسلة من العملات يتطلب حيازة احتياطات دولية من أجل تنفيذ السلطات النقدية لتدخلات في سوق الصرف والدفاع عن قيمة العملة والحفاظ على استقرارها لتعزيز ثقة وتوقعات المستثمرين وهو ما يشجع على الاستثمار الأجنبي ويؤدي إلى تدفقات من النقد الأجنبي تعزز احتياطات السلطات النقدية، وفي المقابل فإن نظام التعويم لا يتطلب حيازة احتياطات دولية كبيرة من النقد الأجنبي باعتبار أن تحركات سعر الصرف تخضع لآلية التعديل التلقائي مما يساهم في إعادة التوازن في السوق بين العرض والطلب على العملة الوطنية دون الحاجة إلى تدخل من طرف السلطات

مقدمة

النقدية وهذا ما يقلل مخاطر تقلبات سعر الصرف ويقلل الحاجة إلى حيازة احتياطات كبيرة من النقد الأجنبي.

إن المتتبع لنظام الصرف في الاقتصاد الجزائري يلاحظ أن الدينار الجزائري ومنذ إنشاءه كعملة وطنية في 10 أبريل 1964 شهد نظم صرف عديدة ابتداء من نظام التثبيت مقابل الفرنك الفرنسي كعملة ارتكازية على أساس غطاء ذهبي يعادل 0,81 غ/ذهب ومن ثم الربط إلى سلة عملات، ثم جلسات التثبيت بداية من 01 أكتوبر 1994 إلى غاية نهاية 1995 وهي مرحلة انتقال نظام سعر الصرف الجزائري من التثبيت إلى نظام سعر الصرف المرن، وبداية من 02 جانفي 1996 تم إنشاء سوق الصرف ما بين البنوك وتبني بذلك نظام التعويم المدار حيث يتم تحديد قيمة الدينار الجزائري وفق العرض والطلب الذي يتقدم به بنك الجزائر، البنوك التجارية والمؤسسات المالية يوميا في سوق الصرف إلى يومنا هذا، وقد أثرت كل هذه النظم على مستويات وتراكم الاحتياطات الدولية التي تزامنت مع العديد من الأزمات المالية الدولية والصدمات التي أثار على المؤشرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد الجزائري.

أهمية الدراسة

تعدّ دراسة تداعيات اختيار نظام سعر الصرف وعلاقته بمستوى الاحتياطات الدولية في الجزائر ذات أهمية بالغة لصانعي السياسات والمستثمرين والأكاديميين على حد سواء لفهم تأثير العديد من المتغيرات والمؤشرات الاقتصادية على استقرار الاقتصاد الجزائري، فعالية إدارة تدفقات رأس المال، الطرق الكفيلة بتمويل عجز الميزانية، الحفاظ على قيمة الدينار الجزائري، تعزيز ثقة المستثمرين وضمان تمويل الواردات الأساسية، وكل ذلك في ظل ظروف دولية تتميز بالتعقيد والتغير المستمر والمنافسة بين الدول المتقدمة والدول الناشئة التي تبحث عن مكانة ضمن النظام الدولي الذي يستشره الباحثون ليكون نظام دولي جديد متعدد الأقطاب.

أهداف الدراسة

نهدف من خلال هذا البحث إلى تحقيق ما يلي:

- تتبع مسار تطور أنظمة الصرف الدولية وتحليل مختلف تصنيفاتها وترتيباتها بحكم القانون وبحكم الواقع ومحاولة تحديد نظام سعر الصرف الواقعي في الاقتصاد الجزائري.
- عرض وتحليل آثار وتداعيات اختيار نظام سعر الصرف على مؤشرات الاقتصاد الكلي في الاقتصاد الجزائري.
- تحليل محددات ومعايير اختيار نظام سعر الصرف لدى الدول المتقدمة، والأسواق الناشئة والبلدان النامية، وقياس مدى توافق الاقتصاد الجزائري مع متطلبات نظام سعر الصرف الرسمي بحكم القانون.
- اختبار العلاقة الديناميكية بين نظام سعر الصرف وتأثيره على نمو وتراكم الاحتياطات الدولية في الجزائر.

مقدمة

- اختبار التزام السلطات النقدية بنظام سعر صرف مستقر يساهم في تحسين المناخ الاقتصادي وبيئة الاستثمار وقادر على خفض المخاطر المرتبطة بتقلب العملات وتأثيرها على قيمة الدينار وتعزيز الثقة في الاقتصاد الجزائري.
- تحديد العوامل التي تؤثر على تراكم الاحتياطات الدولية وعلاقتها باختيار نظام سعر الصرف بهدف تحسين صياغة السياسة النقدية واستهداف مستوى معين من الاحتياطات التي تساهم في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في الجزائر.
- ضبط توجهات تعزز كفاءة إدارة الاحتياطات الدولية لتنويع الأصول الاستثمارية واستخدام الاحتياطات بشكل فعال لضمان تمويل الواردات الأساسية والحفاظ على استقرار الدينار الجزائري.

الإشكالية الرئيسية

تتمحور في دراستنا الإشكالية الرئيسية للبحث حول دراسة قياسية لاختيار نظام سعر الصرف وتأثيره على نمو وتراكم الاحتياطات الدولية لحالة الجزائر حيث تم ضبطها كالآتي:

ما مدى تأثير اختيار نظام الصرف على تراكم الاحتياطات الدولية في الجزائر؟

الأسئلة الفرعية

للإجابة عن الإشكالية الرئيسية تم صياغة مجموعة من الأسئلة الفرعية لفهم وتوضيح الموضوع كما يلي:

- هل يختلف أداء الاقتصاد الكلي في ظل الأنظمة البديلة لسعر الصرف؟
- هل اختيار السلطات النقدية في الجزائر لنظام سعر الصرف يستوفي الشروط النظرية الاقتصادية المتعلقة بنوع النظام المعتمد؟
- هل يؤثر تعديل نظام سعر الصرف على التدفقات المالية والتجارية؟
- هل الأنظمة المرتبطة معرضة لانتقال الأزمات فيما بينها؟
- هل يمكن القول أن نظام الصرف في الاقتصاد الجزائري يتميز بظاهرة الخوف من التعويم أو التثبيت؟
- هل مسار الانخفاض في قيمة الدينار الجزائري له ما يبرره ضمن نظام سعر الصرف الرسمي أو الواقعي؟
- هل استخدام الاحتياطات الدولية من طرف السلطات النقدية في الجزائر يقع ضمن متطلبات تبني نظام سعر الصرف الرسمي لديها؟
- هل توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع؟

للإجابة عن الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية للبحث تم صياغة الفرضيات التالية:

- يناسب نظام الصرف الثابت الاقتصاديات النفطية كحالة الجزائر.
- يتعين على الدول النامية الانتقال والتحول لتعويم عملتها لضمان تحقيق استقرار مؤشراتها الاقتصادية الكلية.
- تعد القدرة على تحقيق الاستقرار الاقتصادي ضمن إطار نظام صرف ثابت بمثابة مرحلة تمهيدية أساسية للانتقال نحو نظام صرف أكثر مرونة أو تعويم تدريجي
- الصدمات الخارجية في الدول النفطية هي المعيار الأساسي للخيار بين نظام صرف ثابت أو التوجه إلى المرونة أو التعويم.
- الاختلاف بين نظام الصرف الرسمي ونظام الصرف الواقعي يؤثر على تراكم الاحتياطات الدولية وعليه يمكن التأكيد على ظاهرة الخوف من التعويم.
- معايير الاختيار والمفاضلة بين نظم وترتيبات الصرف تختلف بين الدول.
- نظام الصرف المعتمد المؤشر الوحيد الذي يؤثر على تراكم الاحتياطات الدولية.
- تمتلك الجزائر شروط ومتطلبات الانتقال من نظام الصرف الثابت إلى التعويم.

دوافع اختيار الموضوع

تتعدد دوافع اختيارنا لموضوع الدراسة لتقدم مساهمة علمية لفهم الاقتصاد الجزائري وتوضيح كيفية صياغة سياسة نقدية ناجعة وذلك لأهمية موضوع العلاقة بين نظام الصرف والاحتياطات الدولية ضمن الدراسات الأكاديمية التي تهتم الباحثين في تخصص المالية الدولية في ظل التطورات الأخيرة والتي لها آثار متباينة على مؤشرات الاقتصاد الكلي، بالإضافة إلى أهمية الموضوع والذي نرى أنه لم يحظ بدراسات كافية في الجزائر مقارنة باهتمام المؤسسات المالية الدولية لاستقرار العملات في الدول النامية.

حدود الدراسة الزمنية والمكانية

تحلل الدراسة تأثير نظام الصرف على نمو وتراكم الاحتياطات الدولية في الجزائر خلال الفترة من سنة 1990 إلى سنة 2023 باعتبارها فترة زمنية سجلت العديد من الصدمات الخارجية التي أثرت على الاقتصاد الجزائري خصوصا ما تعلق بانخفاض أسعار النفط، جائحة كورونا والحرب الروسية-الأوكرانية مما يسمح بقياس واختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة بشكل عام على المدى الطويل.

تتميز هذه الدراسة بقياس واختبار العلاقة بين المتغيرات التفسيرية باستقرار نظام الصرف الرسمي بحكم القانون وهو التعويم المدار القائم في الاقتصاد الجزائري خلال كل فترة الدراسة.

منهج الدراسة

مقدمة

للإجابة على الإشكالية الرئيسية للبحث والوصول إلى نتائج تفسّر العلاقة بين متغيرات الدراسة واختبار صحة الفرضيات المطروحة، تم استخدام المنهج الاستنباطي بأداتي الوصف والتحليل، لعرض وتحليل المفاهيم النظرية المتعلقة بأنظمة الصرف ومحددات الاختيار وعلاقتها بمؤشرات الاقتصاد الكلي، ومفاهيم الاحتياطات الدولية وقنوات تراكم والمتغيرات التي تؤثر على مستوياتها مع التركيز على حالة الجزائر.

كما تم اعتماد المنهج الاستقرائي باستخدام أدوات القياس الاقتصادي لاختبار وقياس العلاقة السببية بين طبيعة نظام الصرف ومستويات نمو وتراكم الاحتياطات الدولية في الجزائر.

الدراسات السابقة

تعرضت العديد من الدراسات لاختبار وقياس و تحليل العلاقة بين أحد فئات نظام الصرف مقابل نمو تراكم والطلب على الاحتياطات الدولية باستخدام أدوات القياس الاقتصادي ووفق نماذج مختلفة خلال فترات زمنية متباينة تتضمن صدمات اقتصادية مختلفة، ومن بين هذه الدراسات قمنا باختيار دراسات وبحوث ذات صلة بموضوعنا نذكر منها ما يلي:

- دراسة عبد الحميد مرغيت¹ بعنوان:

Le Choix du Régime de Change, Que Nous Enseigne la Théorie Economique ?

حيث تطرقت الدراسة إلى تحليل تطور نظرية الاختيار الأمثل لنظام سعر الصرف والتعرض للآدبيات الاقتصادية التي حددت ثلاث اتجاهات:

أولاً: اتجاه المناطق النقدية المثلى والذي يركز على تحليل طبيعة الصدمات التي تشكل خطراً على الاقتصاديات وفق النظرية الحديثة، والتمييز والمقارنة بين الصدمات المماثلة والصدمات غير المماثلة التي تعاني منها الاقتصاديات كما حددتها النظرية التقليدية كمعيار أساسي في الاختيار.

ثانياً: اتجاه دراسة العلاقة بين أنظمة أسعار الصرف مقابل الهشاشة المالية لاقتصاد البلد، والذي نشأ كنتيجة للأزمات المالية في دول شرق آسيا خلال سنوات التسعينات من القرن العشرين، والتي أثرت على مصداقية أنظمة سعر الصرف الوسيطة والتأكيد على حلول الركن كخيار وحيد لنظم أسعار الصرف.

ثالثاً: اتجاه المقاربة الاقتصادية-السياسية التي تراعي دور المصداقية السلطات النقدية في تحديد اختيار نظام سعر الصرف من خلال المرتكز الاسمي الخارجي أو ثبات سعر الصرف.

أكدت الدراسة على عدم وجود نظرية عامة حول اختيار نظام سعر صرف محدد، وأن الاختيار الأمثل يعتمد على عدة معايير للمراجعة بين الترتيبات المختلفة وهي تؤكد مقولة Jeffrey Frenkel (1999) أنه: " لا يوجد نظام سعر صرف مثالي يناسب جميع الدول في جميع الأوقات".

- دراسة Can Sever¹ بعنوان:

¹ Abdelhamid Merghit, *Le Choix du Régime de Change : Que Nous Enseigne la Théorie Economique ?*, Revue Namaa pour l'économie et le commerce, Vol 04, N°02, Décembre (2020), pp 177-187.

Reserves and Cuurrency Crises, The Role of the Exchange Rate Regimes.

تبين هذه الدراسة أن تراكم الاحتياطات يساعد البلدان على تجنب أزمات العملة كما تقارن بين فوائد الاحتياطات الدولية في منع الأزمات عبر الترتيبات المختلفة لسعر الصرف حيث تؤكد أن تتبنى البلدان أنظمة أسعار الصرف المربوطة يتعين عليها العمل على تشكيل مستويات مقبولة من احتياطات النقد الأجنبي لتجنب مخاطر أزمات العملات أكثر من البلدان التي لديها أنظمة أسعار الصرف المرنة، ولم تتطرق هذه الدراسة إلى المستوى الكافي أو الأمثل للاحتياطات الذي يحد من مخاطر أزمات العملة.

- دراسة² Eman Elish بعنوان:

The Determinants of Optimal Exchange Rate Regimes in High and Low Oil-Producing Countries.

بحثت هذه الدراسة في المحددات النظرية لاختيار نظام سعر الصرف لدى الدول المنتجة للنفط ممثلة في المحددات النظرية الرئيسية وهي متغيرات منطقة العملة المثلى، متغيرات الاقتصاد الكلي والمتغيرات السياسية الخاصة بكل بلد بالإضافة إلى مؤشرات الحوكمة مع التركيز على إمكانية اختلاف محددات الاختيار بين الدول من خلال تصنيفها إلى دول نفطية ذات إنتاج مرتفع HOP ودول نفطية ذات إنتاج منخفض LOP، حيث تم استخدام نموذج الاحتمال الترتيبي (Ordinal Probit Model) لتحليل بيانات خاصة بـ: 38 دولة منتجة للنفط خلال الفترة 1996-2015.

وأظهرت النتائج إلى وجود اختلاف في محددات اختيار نظام سعر الصرف بين الدول HOP و LOP خصوصا ما يتعلق بإدراج مؤشرات الحوكمة في النموذج ضمن التصنيفات الواقعية وتأكيد أن هذه المؤشرات تعزز توفر الدعم لنظام سعر الصرف الثابت لدى البلدان المنتجة للنفط بالإضافة إلى تعزيز الظروف السياسية والمؤسسية لدى بلدان LOP في حالة تبني نظام سعر الصرف الثابت للحد من آثار ومخاطر تقلبات سعر الصرف والتضخم والقدرة على توفير شروط استقرار المعاملات التجارية.

- دراسة³ Andrew K.Rose بعنوان:

Exchange Rate Regimes in The Modern Era :Fixed, Floating, and Flaky.

من خلال هذه الدراسة الاستقصائية والانتقائية تطرق الباحث إلى حالات وأسباب وآثار اختيار بلد ما لنظام سعر الصرف الخاص به بالاعتماد على كتاب "أنظمة سعر الصرف في العصر الحديث" للاقتصاديان Michael Klein و Jay C. Shampaugh's (2010)، والتي يؤكد فيها الباحث أن النظام النقدي المتعلق بسعر الصرف الثابت وحركة رأس المال هو نظام واضح المعالم لكن التعويم عكس ذلك، وأنه لا يمكن إجراء مقارنة تجريبية للبلدان عبر أنظمة سعر الصرف لأنه يوجد العديد من الدول المماثلة في خصائصها الاقتصادية المتعلقة بالحجم، الدخل، المؤسسات والانفتاح التجاري فتختار أنظمة سعر

¹ Can Sever, **Reserves and Currency Crises : The Role of the Exchange Rate Regime**, Applied Economics Letters, Novembre 2020, DOI :10.1080/13504851.2020.1851019

² Eman Elish, **The determinant of optimal Exchange rate regimes in High and low oil-Producing countries**, Journal of Buisness Cyle Research (2019) 15, PP 97-120 <http://doi.org/10.1007/s41549-019-00037-8>

³ Andrew K. Rose, **Exchange Rate Regimes in the Modern Era : Fixed, Floating and Flaky**, Journal of Economic literature, 2011, 49 :3 PP 652-672. <http://www.aeaweb.org/articles.php?doi/10.1257=jel.49.3.652>

مقدمة

الصرف مختلفة جذريا دون إحداث عواقب جوهرية على نتائج الاقتصاد الكلي كنمو الناتج والتضخم كهونغ كونغ بنظام سعر صرف ثابت منذ سنة 1983 -مجلس العملة- مقابل سنغافورة بنظام سعر صرف مرن ضمن هوامش أفقية، والدنمارك نظام ربط باليورو من خلال آلية سعر الصرف الأوروبية* ERM II مقابل السويد بنظام سعر صرف مرن يستهدف التضخم وفنلندا عضو في اتحاد نقدي (منظمة اليورو)، وبنا بنظام الدولار مقابل كوستاريكا بنظام التعويم المدار.

- دراسة¹ Seung Gwan Baek و Changkyu Choi بعنوان:

Exchange Rate Regimes and International Reserves.

استخدمت هذه الدراسة تصنيف ترتيبات سعر الصرف لـ : Reinhart&Rogoff (2004) لاختبار النظرية الاقتصادية المتعلقة بإمكانية انخفاض مستوى الاحتياطات الدولية مقابل زيادة مرونة سعر الصرف من خلال تحليل بيانات مجمعة لـ 127 دولة خلال فترة 1980-2000.

وقد توصلت نتائج الدراسة إلى ما يلي:

- وجود ارتباط كبير وغير خطي بين الاحتياطات الدولية ونظام سعر الصرف.
- وجود علاقة عكسية بين درجة مرونة سعر الصرف ومستوى الاحتياطات الدولية حيث أن الأنظمة الوسيطة تتطلب احتياطات أكبر من الأنظمة القطبية (الربط الصارم والتعويم المدار).
- نظام الربط الصارم يتطلب احتياطات دولية أقل من التعويم الحر، وأن دول شرق آسيا في حالة تبني عملة موحدة في إطار اتحاد نقدي لا يتعين عليها الاحتفاظ بمستويات كبيرة من الاحتياطات.
- وجود علاقة عكسية بين نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (GDP per Capita) وحياسة الاحتياطات حيث أن هذا الارتباط يؤثر سلبا بالنسبة للدول الصناعية و إيجابا بالنسبة للدول النامية.
- تأثير محددات الطلب على الاحتياطات كحجم اقتصاد البلد والانفتاح التجاري والمالي تزيد من فرص حيازة الاحتياطات وبالمقابل فإن تكلفة الفرصة البديلة وتقلبات حصة الصادرات متغيرات لا تؤثر بنسب كبيرة.

- دراسة Ketil Hviding, Michael Nowak and Luca Antonio Ricci بعنوان:

Can Higher reserves Help Reduce Exchange Rate Volatility ?

استعرضت هذه الدراسة دور تزايد مستويات احتياطات النقد الأجنبي في الحد من تقلبات العملة في بلدان الأسواق الناشئة بتحليل ودراسة بيانات لـ : 28 دولة خلال الفترة 1986-2002

* آلية سعر الصرف الأوروبية ERM II هي نظام ربط العملات بين الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي التي لم تنظم إلى مجموعة اليورو، لتعزيز الاستقرار المالي، اتباع سياسة نقدية صارمة للسيطرة على التضخم و التحضير للانضمام لمنطقة اليورو والدول التي تعتمد هذه الآلية هي : بلغاريا، كرواتيا، الدنمارك، المجر، بولندا، رومانيا، التشيك.

¹ Changkyu Choi, Seung Gwan Baek, **Exchange rate regime and International reserves**, The Korean Economic Review, Vol 24, N°1, Summer 2008, pp 105-129.

مقدمة

باستخدام نموذج الطريقة المعممة للتقدير اللحظي (Generalized Method of Moments) (GMM-Estimation).

- تدعم نتائج الدراسة الفرضية القائلة بأن الاحتفاظ باحتياطات كافية يحد من تقلبات سعر الصرف وأن نظام سعر الصرف يمكن أن يؤثر على مستوى الاحتياطات وتقلبات سعر الصرف تأثير غير خطي وغير مباشر وأن هذا التأثير لا يكون عبر قناة استخدام الاحتياطات للتدخل في سوق الصرف الأجنبي بل من خلال وجود احتمال أكبر للتدخل والتأثير على مستويات النقد الأجنبي في حالة الأزمات.
- وجود تأثير سلبي غير خطي للاحتياطات على تقلب سعر الصرف الفعلي الحقيقي على المدى القصير لعدد من البلدان الناشئة.
- دراسة¹ Yeonjeong Lee and Song-Min Yoon بعنوان:

Relationship between International Reserves & FX Rate Movements.

تبحث هذه الدراسة في العلاقة بين تغيرات الاحتياطات الدولية وتحرك أسعار صرف العملات الأجنبية لخمس دول في شرق آسيا (الصين، اليابان، تايوان، هونغ كونغ وكوريا) خلال الفترة جانفي 1997-ماي 2020 لتحليل ودراسة البيانات تم استخدام اختبار السببية الكمي لـ Granger : ومُؤدج الانحدار الذاتي الكمي Quantile AutoRegressive Model لتتبع دوافع تدخل السلطات النقدية.

وقد أظهرت نتائج الدراسة ما يلي:

- اختلاف دوافع حيازة واستخدام الاحتياطات الدولية بين دول الدراسة.
- وجود علاقة سببية غير مماثلة بين التغيرات في الاحتياطات الدولية والتغيرات في أسعار الصرف بين بلدان الدراسة حيث لم تؤثر التغيرات في الاحتياطات الدولية بشكل كبير في إحداث تغيرات في أسعار الصرف، ما يدل على فعالية سياسة التعقيم التي تنتهجها السلطات النقدية في هذه البلدان.
- بالنسبة للصين وهونغ كونغ تُظهر العلاقة السببية وتدخلات السلطات النقدية أن حيازة وتراكم الاحتياطات يهدف إلى تعزيز القدرة على الاستجابة لارتفاع قيمة العملات للمحافظة على القدرة التنافسية التصديرية للمنتجات.
- بالنسبة لكوريا واليابان فإن استخدام الاحتياطات الدولية يهدف إلى التحوط وتثبيت استقرار العملة والدفاع عن قيمتها ضد الصدمات الخارجية، بالإضافة إلى وجود علاقة سببية مماثلة وبدرجة أقل في تايوان.
- وجود علاقة سببية قوية بين متغيرات الدراسة في دولة كوريا للتدخل والتأثير على قيمة العملة في حالة التقلبات السريعة للمتغيرات.
- عدم تسجيل علاقة سببية ثنائية الاتجاه بمعاملات انحدار كبيرة.

¹ Yeonjeong Lee, Seong-Min Yoon, Relationship between International Reserves and FX Rate Movements, Sustainability 2020, 12(17), 6961.

مقدمة

- دراسة¹ Taufiq Choudhry, Mohammad Hasan بعنوان:

Exchange Rate Regime and Demand for Reserves, Evidence from Kenya, Mexico and Philippines.

تبحث هذه الدراسة في الطلب على الاحتياطات الدولية (احتياطي النقد الأجنبي) خلال فترات أسعار الصرف الثابتة والمعومة في ثلاث بلدان نامية هي: كينيا، المكسيك والفلبين واعتماداً على النماذج النظرية يتم قياس وتحليل العلاقة بين الطلب على الاحتياطات الدولية ومتغيرات الدراسة ممثلة في متوسط ميل الاستيراد، حجم الواردات، تقلب قيمة الاحتياطات باستخدام منهجية التكامل المشترك وطريقة تصحيح الخطأ.

تشير نتائج اختبارات التكامل المشترك إلى وجود علاقتهم ثابتة وطوية المدى بين الاحتياطات الدولية والمتغيرات التفسيرية في بلدان الدراسة خلال فترات التثبيت والتعويم النظيف.

كما تشير نتائج تصحيح الخطأ إلى وجود علاقة سببية بين المتغيرات التفسيرية والاحتياطات في المدى القصير والطويل في ظل أنظمة التثبيت والتعويم.

- دراسة² Mohammad Mohidul Islam بعنوان:

Exchange Rate Movement and International Reserve position in the Floating Exchange Rate Regime of Bangladesh.

تعرضت هذه الدراسة إلى تحليل أداء وتأثير سعر الصرف على تراكم الاحتياطات بدولة بنغلاديش في ظل نظام تعويم سعر الصرف المعتمد من طرف البلد من خلال بيانات السلاسل الزمنية الفصلية للفترة الممتدة 2003-2018.

أظهرت نتائج التحليلات التجريبية ما يلي:

- نظام سعر الصرف العائم له تأثير إيجابي على سلوك الاقتصاد الكلي في بنغلاديش.
- احتياطات النقد الأجنبي ليس لها استجابة ذات دلالة إحصائية لتحركات سعر الصرف في ظل نظام التعويم وأن العلاقة بين تغيرات سعر الصرف الاسمي ومو الاحتياطات لا يمكن إثباتها تجريبياً.
- معدلات التضخم لها آثار سلبية كبيرة على نمو الاحتياطات.
- نمو تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر له تأثير إيجابي كبير على نمو الاحتياطات.

¹ Taufiq Choudhry, Mohammad Hasan, **Exchange Rate Regime and Demand for Reserves :Evidence from Kenya, Mexico & Pholippines**, Open Econ Rev (2008)19, pp 167-181 DOI 10.1007/s11079-007-9023-y

² Mohammad Mohidul Islam, **Exchange Rate Movement and International Reserve position in the Floating Exchange Rate Regime of Bangladesh**, Huazhong University, 2023.

قصد الإحاطة بكل أبعاد الدراسة، قمنا بشكل هيكل البحث كالتالي:

تعرضنا في الفصل الأول إلى نظرية نظام الصرف من خلال أربعة مباحث تتمثل في سرد الخلفية التاريخية لنظام النقد الدولي ابتداء من 1870، ثم الإطار النظري لنظم سعر الصرف مع إبراز ترتيباتها وتصنيفاتها الرسمية والواقعية، ومحددات اختيارها، بالإضافة إلى توضيح ارتباط اختيار نظام الصرف بالمتغيرات الاقتصادية الكلية.

وفصلنا في الفصل الثاني الاحتياطات الدولية وطرق قياسها ومختلف سياسات واستراتيجيات إدارتها لتحقيق الأهداف الاقتصادية من خلال ثلاثة مباحث تمثلت في الإطار النظري للاحتياطات الدولية والسيولة الدولية وزوايا التداخل بينهما ثم انتقلنا إلى توضيح دوافع الطلب على الاحتياطات الدولية ومؤشرات قياس كفايتها وصولاً وظيفية إدارة الاحتياطات الدولية والسياسات المتعلقة بها.

كما يهدف الفصل الثالث إلى اختبار طبيعة نظام الصرف الواقعي في الجزائر وتقدير حجم احتياطات الصرف الأجنبي في ظل الترتيبات المختلفة التي تبنتها السلطات النقدية خلال فترة الدراسة الممتدة 1990-2023 باستخدام مجموعة من النماذج النقدية من خلال ثلاثة مباحث حيث يتم في تحليل مراحل تطور وطبيعة نظام سعر الصرف في الجزائر ثم التطرف إلى تحليل مستويات احتياطات الصرف، قنوات تراكمها ومنافذ استغلالها لتحقيق الاستقرار الاقتصادي ومختلف السياسات النقدية التي تهدف إلى إدارة الاحتياطات وصولاً إلى تحليل أثر اختيار نظام الصرف على حجم وتآكل احتياطات الصرف في الجزائر وتحليل تأثير المتغيرات الاقتصادية من عملية الانتقال من ترتيب لآخر وتقدير العلاقة باستخدام نموذج قياسي.

الفصل الأول

نظرية أنظمة الصرف

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

تظل أهمية نظام سعر الصرف لأداء الاقتصاد الكلي قضية رئيسية في الاقتصاد الدولي حيث منذ انهيار نظام بريتون وودز توالى الدراسات والبحوث الاقتصادية واهتمام السياسيين والسلطات النقدية بتفاصيل ترتيبات أنظمة إدارة سعر الصرف لتحقيق الاستقرار الاقتصادي وتعزيز النمو خصوصا بعد سنوات التسعينات من القرن الماضي بسبب الأزمات المالية التي شهدتها الأسواق الناشئة والدول النامية نتيجة الانفتاح المالي لبعض الدول.

إن تطور تصنيفات أنظمة سعر الصرف لم يشهد في الكثير من مراحل اختلافات كبيرة في ترتيبات نظم سعر الصرف إلا أن تصنيف فئاتها ضمن النظام الثابت، الوسيط أو العائم تتطلب تحليل مستوى ودرجة المرونة لسعر الصرف¹، كما أن التصنيفات الفعلية تشترك في تصنيف أنظمة أسعار الصرف بالاعتماد على السلوك الفعلي لسعر الصرف أو حجم تدخلات البنك المركزي في سوق العملات.

المبحث الأول : الخلفية التاريخية لنظام النقد الدولي ابتداء من 1870.

الترتيبات النقدية العالمية التي برزت على طول مسار تطور نظام النقد الدولي بداية بقاعدة الذهب الكلاسيكي التي سادت في القرن التاسع عشر والتي تعني نظام سعر صرف ثابت للعملة مقابل الذهب حيث تبنت الدول الكبرى هذه القواعد النقدية بهدف دفع حرية حركة تدفقات رأس المال ما يساعد على ازدهار التجارة الدولية والتخلي على استقلالية السيادة النقدية. وبعد اتفاقية بريتون وودز وتأسيس صندوق النقد الدولي والبنك العالمي تباينت الاتجاهات العالمية بين الربط القابل للتعديل وحرية تدفق رأس المال من طرف الدول الكبرى من جهة وبين أسعار صرف ثابتة وسياسة نقدية مستقلة للدول الناشئة والنامية من جهة أخرى.

المطلب الأول : مراحل تطور نظام النقد الدولي

أولا: نظام الذهب الكلاسيكي² 1870 - 1914:

استمر العمل بمعيار الذهب الكلاسيكي خلال الفترة 1870-1914 والتي تميزت بحرية نسبية في التجارة وحركة رأس المال وفي ظل هذا المعيار يشير الباحثين أن التعديل لتحركات سعر الصرف وإعادة التوازن تحدث من خلال تدفقات رأس المال قصيرة الأجل (رفع

¹ عبد الحميد مرغيث، النقود والتمويل الدولي، مركز البحوث والدراسات، معهد الإدارة العامة، الرياض، 2019، ص 257.

² دومينيك سلفاتور ، نظريات ومسائل في الاقتصاد الدولي ترجمة محمد رضا على العدل ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص ص 212-215.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

أسعار الفائدة) والتغير في الدخل القومي وليس من خلال التغير في الأسعار والتي تسمى بآلية "التدفق السعري النقدي" حيث وفق هذه الآلية يمكن أن يؤدي عجز ميزان المدفوعات تدفق الذهب إلى الخارج وتخفيض المعروض النقدي ولكن يحدث انخفاض في الأسعار المحلية ما يؤثر إيجاباً على الصادرات وسلباً على الواردات إلى غاية التحسن في ميزان التجاري والوصول إلى حالة التوازن في ميزان المدفوعات.

عمل نظام النقد الدولي في هذه الفترة وفقاً لقواعد نظام الذهب الكلاسيكي وركز على إنجاح مصداقية الدولة في التحويل غير المشروط للعملة الورقية التي تصدرها إلى الذهب بسعر ثابت أي معادلة قيمة العملة مع قيمة وزن معين من الذهب بحيث يمكن مبادلة هذه العملة بالذهب أو العكس بسعر رسمي ثابت ما يترتب عنه خلق علاقة ثابتة بين قيم العملات التي تركز على الذهب مما زاد الثقة في نظام النقد الدولي¹.

وقد شهدت هذه الفترة وفق نظام قاعدة الذهب استقراراً نقدياً دولياً وتزايد نمو معدلات التبادل الدولي وازدهار التجارة الدولية وتحقيق معدلات نمو مرتفعة في الاقتصاد العالمي وبذلك أصبح الذهب من الناحية النظرية آلية لتصحيح الاختلالات في موازين مدفوعات الدول*.

ثانياً: نظام الأسعار في فترة ما بين الحربين 1914-1944 :

تميزت هذه الفترة بإنهاء الحرب العالمية الأولى لمعيار الذهب الكلاسيكي رغم جهود محاولة العودة إلى تبني قاعدة الذهب في مؤتمر جنوة بإيطاليا سنة 1924 حيث سادت الفوضى النقدية ككتلة الإسترليني التي تخلت عن قاعدة الذهب وخفضت قيمة عملاتها وكتلة الذهب (فرنسا) التي تبنت قاعدة الذهب بسعر مرتفع لعملاتها وخروج الولايات المتحدة الأمريكية عن قاعدة الذهب والتوجه لإنعاش اقتصادها عن طريق سياسة "نيو ديل New Deal" واستهداف النمو والإستقرار كما فرضت دول أخرى إجراءات مراقبة الصرف وكل ذلك في ظل تأثير السياسة على الاقتصاد بين الدول الكبرى والتي أثرت على حجم التجارة العالمية والتمويل الدولي وتراكم آثار التضخم وتنافس على

¹ توكاشت رانية، دور النظام المالي ونظام النقد الدولي في تعزيز التمويل الدولي، مجلة إيكوفانين المجلد 02 العدد 02/2020 ص 33-48، ص 39. وفقاً للآلية التالية: فحينما تستورد بريطانيا سلعا من فرنسا فهذا يعني تدفق الذهب من بريطانيا إلى فرنسا فينتج عنه عجزاً في بريطانيا وفائض في فرنسا. وأن انخفاض احتياط الذهب في بريطانيا سوف ينتج عنه انخفاض في عرض النقد فسيؤدي ذلك إلى انخفاض أسعار السلع فيها وبالتالي تكون أقل من أسعار السلع في فرنسا أو في الخارج مما يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع البريطانية فترتفع صادراتها حتى يعود التوازن إلى الميزان التجاري والمقابل فإن تدفق الذهب إلى فرنسا سوف يؤدي إلى ارتفاع احتياطاتها من الذهب وبالتالي زيادة العرض النقدي ومنه ارتفاع الأسعار وبالتالي انخفاض القدرة التنافسية لسلعها فينتج الميزان التجاري إلى وضع التوازن.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

تخفيض قيمة العملة (بتخفيض قيمة الفرنك الفرنسي سنة 1928 وتوقيف قابلية تحويل الجنيه الإسترليني إلى ذهب سنة 1931 وأسعار صرف غير مستقرة وانتشار التعريفات الجمركية ونظام الحصص وضوابط الصرف كتعليق الدول الكبرى لتعهداتها بتحويل عملاتها الورقية إلى ذهب لمواجهة أزمة الكساد الكبير.

ثالثا: نظام بريون وودز وصندوق النقد الدولي¹ 1944-1973 :

شهدت هذه الفترة تأسيس نظام بريتون وودز بداية من سنة 1944 لمحاولة منع تكرار الفوضى النقدية التي شهدتها فترات الحرب العالمية الأولى والثانية بإنشاء صندوق النقد الدولي ووضع مجموعة من القواعد تتعلق بتنظيم التجارة الدولية والتمويل الدولي وتقديم تسهيلات للدول التي تعاني من إختلالات مؤقتة في ميزان المدفوعات² وتمثلت هذه القواعد فيما يلي:

- الاشتراك في صندوق النقد الدولي (25% من حصة الاشتراك بالذهب وبالباقي بالعملة المحلية) وتثبيت قيمة العملة بدلالة الذهب أو الدولار وتقلب سعر الصرف الاسمي في حدود $\pm 1\%$ ، ويمكن تغير قيمة العملة في حالة الإختلال وبإذن من إدارة الصندوق وفي حدود $\pm 10\%$.

- تمويل العجز المؤقت في ميزان المدفوعات من الاحتياطات أو بالاقتراض من الصندوق وفي هذه الحالة تتحصل الدول على عملات قابلة للتحويل مقابل أسعار فائدة مرتفعة وإشراف يفرضه الصندوق.

تسارعت الأحداث الاقتصادية خلال هذه الفترة حيث سجلت معدلات التجارة الدولية نموا سريعا وارتفاع حجم الإنتاج العالمي ومن جهة أخرى ظهرت بوادر مشكلة عجز ميزان المدفوعات للولايات المتحدة الأمريكية سنويا بداية من سنة 1950 حيث تم تبني سياسات التصحيح وتمويل العجز باحتياطات الذهب لكنها فشلت في ذلك، والتي كانت سببا في انهيار نظام بريتون وودز ابتداء من مارس 1971، في ظل توقع تخفيض قيمة الدولار أدى ذلك إلى خروج رؤوس الأموال من الولايات المتحدة الأمريكية واستنفاد احتياطات كبيرة من الذهب أوقفت الولايات المتحدة الأمريكية تحويل الدولار إلى ذهب بتاريخ 1971/08/15.

¹ عبد الحميد مرغيث، النقود والتمويل الدولي، مركز البحوث والدراسات، معهد الإدارة العامة، الرياض، 2019، ص 263.

² رمزي زكي، التاريخ النقدي للتخلف، سلسلة عالم المعرفة يصدرها المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، أكتوبر 1987، ص 172-173

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

كما شهدت هذه الفترة مرحلتين متضادتين، مرحلة البحث عن الدولار الأمريكي (1945-1958) والتي تميزت بمساعي الدول في حيازة الدولار والتخلي تدريجياً عن الجنيه الإسترليني، ثم تلتها مرحلة الفائض من الدولار (1958-1971) والتي تميزت بتراكم احتياطات الدولار الأمريكي مقابل انخفاض نسبي للذهب النقدي وهذا ما دفع الدول إلى تحويل جزء من احتياطياتها من الدولار إلى ذهب.

وتزامنت هذه الأحداث بمحاولات لإصلاح النظام وإعادة الثقة في الدولار حيث وبسبب تزايد الطلب على تحويل الدولار إلى ذهب وأسست الولايات المتحدة الأمريكية والدول الصناعية سنة 1961 "مستودع الذهب" لبيع الذهب في سوق لندن ولمنع ارتفاع سعره عن المستوى الرسمي المحدد بـ 25 دولار للأوقية ولكن سرعان ما تم التخلي عن ذلك عند تأسيس النظام الثنائي ببيع الذهب وفق لقوى السوق والسماح له بالارتفاع عن السعر الرسمي وقد ظهرت أيضاً في هذه الفترة سوق الدولار الأوروبية التي تمركزت في لندن وهي عبارة عن ودائع الدولار في البنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية، كما سعت أمريكا والمملكة المتحدة والدول الأوروبية التوصل إلى صيغة اتفاق لإنقاذ النظام من خلال اتفاقية سيمثسونيان¹ في 16-17 ديسمبر 1971 تزامناً مع عجز ميزان المدفوعات للولايات المتحدة الأمريكية وكان من المفترض العودة إلى قابلية تحويل العملات فيما بينها وإزالة قيود التجارة تدريجياً في ظل الاتفاقية العامة على التعريفات الجمركية GATT وقد تضمن الاتفاق ما يلي:

- الزيادة في السعر الرسمي للذهب من 35 دولار إلى 38 دولار للأوقية (تخفيض قيمة الدولار بـ: 8.57%).
- رفع قيمة عدد قليل من العملات خصوصاً الين الياباني والمارك الألماني.
- توسيع هامش تقلب سعر الصرف من $\pm 1\%$ إلى $\pm 2.25\%$.
- إلغاء الولايات المتحدة الأمريكية رسم الاستيراد المحدد بـ: 10%.

هدفت اتفاقية سيمثسونيان إلى إنقاذ انهيار نظام بريتون وودز لكنها لم تدوم سوى 14 شهر وبالتالي فشلت في استعادة استقرار أسعار الصرف حيث استمرت التقلبات وبذلك تم انهيار النظام، وانتقلت في مارس 1973 العديد من الدول الأوروبية إلى تعويم عملاتها مقابل الدولار الأمريكي والين الياباني واعتماد تثبيت أسعار الصرف

¹ رمزي زكي، التاريخ النقدي للتخلف، عالم المعرفة-سلسلة كتب المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، ص216

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

فيما بينها بما يعرف بنظام الثعبان الأوروبي، كما قامت بريطانيا وإيطاليا بتعويم عملاتها بشكل مستقل.

وقد أسفر انهيار نظام بريتون وودز إلى العديد من التداعيات نذكر منها:

- استمرار التوسع في نمو التجارة الدولية.
- عملة الدولار غير قابلة للتحويل إلى ذهب و اعتمادها كمعيار للتقييم والتسعير الدولي.
- ارتفاع أسعار النفط حوالي أربعة أضعاف ما أدى إلى حالات العجز في ميزان المدفوعات للدول المستوردة للبترو.
- بروز مشكلة إعادة تدوير عائدات النفط المقومة بالدولار الأمريكي لدى الدول النفطية حيث ابتكر صندوق النقد الدولي ما يسمى بالتسهيلات النفطية¹ لمساعدة الدول الأعضاء التي تعرضت موازين مدفوعاتها للعجز بسبب ارتفاع أسعار النفط المستورد وكان مصدر هذه التمويلات استثمارات دول الأوبك في مؤسسات النقد الدولية (صندوق النقد الدولي، البنك الدولي، سوق الدولارات الأوروبية).
- إلغاء السعر الرسمي للذهب والسماح لمواطني الولايات المتحدة بامتلاك الذهب.
- تزايد حالة الشكوك وعدم اليقين إتجاه الطاقة، حالة الكساد والتوقعات التضخمية.

رابعاً: نظام أسعار الصرف المرنة 1973- إلى يومنا هذا:

- خلال هذه المرحلة شهد العالم تحولا كبيرا في نظم أسعار الصرف العالمية حيث انتقل من نظام بريتون وودز الثابت إلى نظام أسعار الصرف أكثر مرونة بطبيعة ديناميكية تتطور باستمرار وتتأثر بالعديد من العوامل المتغيرة والذي كان له الأثر العميق على الاقتصاد العالمي، وأهم ما ميز هذه المرحلة نذكر ما يلي:
- زيادة في تقلبات أسعار الصرف بسبب تفاعل العوامل الاقتصادية والمالية مثل التضخم، معدلات الفائدة، عمليات المضاربة، التدفقات الرأسمالية.
 - زيادة في استقلالية البنوك المركزية في تحديد السياسات النقدية التي سمحت بمواجهة التحديات الاقتصادية بفعالية وأكثر مرونة.
 - دور أكبر للأسواق المالية خصوصا في تحديد أسعار الصرف ومتابعة المستثمرين للتوقعات التضخمية وحركة العملات.

¹ رمزي زي، التاريخ النقدي للتخلف، عالم المعرفة-سلسلة كتب المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، ص 218

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

- تنوع أدوات السياسة النقدية المتاحة للبنوك المركزية التي تسمح بتنفيذ سياسات نقدية أكثر استهدافاً.

- زيادة التكامل المالي بين الأسواق المالية خصوصاً ما يتعلق بتحرير حركة رؤوس الأموال بين الدول ما جعل الاقتصاد العالمي أكثر ترابطاً.

في ظل تواصل عمليات المضاربة ضد الدولار الأمريكي أدى إلى تخفيض آخر في قيمته بنسبة 10% (زيادة السعر الرسمي للذهب إلى 42.22 دولار للأوقية) ليتقرر تعويم أسعار صرف الدولار بداية من أكتوبر 1975.

وعقد في هذه المرحلة مؤتمر جامايكا¹ سنة 1976 والذي تم فيه التعديل الثاني لاتفاقية بريتون وودز والاتفاق على ما يلي:

- حرية الدول الأعضاء في اختيار طبيعة نظام الصرف بما في ذلك التعويم.

- إلغاء السعر الرسمي للذهب ونزع الصفة النقدية عنه ليصبح كأى سلعة يتحدد سعرها بناء على العرض والطلب وفصله عن أي ارتباط بترتيبات سعر الصرف.

- إلغاء التزامات صندوق النقد الدولي والأعضاء تجاه نقل أو تلقي الذهب وإلغاء دور الذهب كاحتياطي دولي.

- إقرار أن تكون وحدات حقوق السحب الخاصة كأصول احتياطية أساسية في نظام النقد الدولي.

- ممارسة صندوق النقد الدولي إشرافاً على سياسات الدول الأعضاء بالنسبة لسعر الصرف مع التزامه بمبادئ محددة في مجال إرشاد الدول الأعضاء إزاء هذه السياسات.

ومن مظاهر الفوضى النقدي التي سادت بعد انهيار نظام بريتون وودز وتعويم العملات هي لجوء الدول الصناعية الكبرى إلى محاولة إيجاد استقرار تنظيمي لنظام النقد الدولي مبني على الاتفاقيات الدولية المتعلقة بضبط قيم وتقلبات سعر صرف العملات، ومن أهم هذه الاتفاقيات نجد اتفاقية بلازا 1985 وتصحيح مسارها باتفاقية لوفر 1987.

اتفاقية بلازا كنقطة تحول في نظام النقد الدولي وهي تعبر عن إمكانية التعاون الدولي في مجال السياسات الاقتصادية، تهدف إلى معالجة التحديات الناجمة عن ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي وتأثيره سلباً على الاقتصاد العالمي والذي أثر على تنافسية الصادرات

¹ رمزي زكي التاريخ النقدي للتخلف، عالم المعرفة-سلسلة كتب المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، ص 219-220

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

الأمريكية في الأسواق العالمية وأدى إلى زيادة العجز التجاري الأمريكي وبذلك اتفقت الدول الصناعية الكبرى على التدخل في أسواق الصرف الأجنبي ببيع الدولار وشراء العملات المحلية ما أدى إلى زيادة العرض من الدولار وانخفاض الطلب عليه إلى غاية انخفاض قيمته بشكل تدريجي.

اتفاقية لوفر والتي تهدف للسيطرة على تقلبات أسعار الصرف وتحقيق الاستقرار في أسواق الصرف العالمية والحد من الآثار السلبية لانخفاض قيمة الدولار الأمريكي والذي شهد انخفاضا أكثر من المتوقع ابتداء من 1987 بالإضافة إلى محاولة تجنب انكماش عالمي ولتنسيق السياسات الاقتصادية والتدخل في أسواق الصرف، وقد نجحت الاتفاقية في تخفيف الآثار السلبية لانخفاض قيمة الدولار إلا أنها لم تتمكن من حل الإختلالات الاقتصادية العالمية بشكل دائم.

المطلب الثاني: الانتقادات والتحديات والإصلاحات المنشودة لنظام النقد الدولي

أولا: الانتقادات والتحديات لإدارة نظام النقد الدولي

لقد واجهت طريقة إدارة نظام النقد الدولي من طرف صندوق النقد الدولي العديد من الإنتقادات منها¹:

- يتعين على الصندوق أن يطالب بإعتماد نظم مالية رصينة وبيانات ملائمة وموثوقة وذات شفافية واسعة لمعاملات السلطات النقدية وتطبيق صارم للقواعد المصرفية الدولية وقواعد محاسبية ثابتة ودقيقة ومتابعة انتقال رؤوس الأموال قصيرة الأجل ونشاطات الأسواق المالية وخاصة في البلدان البارزة.

- شدد صندوق النقد الدولي بشكل كبير على إحكام الإقتصاد الكلي وأهمل متابعة تطورات القطاع الخاص وما قد يشكله في خلق أزمات مالية كالأزمة الآسيوية.

- كانت معالجات صندوق النقد الدولي أقل فاعلية بوجه الأنظمة الفاسدة أو حينما تكون سمعة أو ثقة الحكومة ضعيفة.

- ضرورة وجود نظم رقابة ذات كفاءة عالية وذلك لمواجهة المخاطر التي تواجه رأس المال طويل الأجل (رأس المال طويل الأجل وتداخله مع رؤوس الأموال المضاربة)

¹ سعود جايد مشكور العامري، المالية الدولية نظرية وتطبيق، دار زهران، الطبعة الأولى 2010 الأردن، ص 102-103

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

كما يواجه نظام النقد الدولي مجموعة من التحديات المعقدة التي تشكل تهديدا لإستقراره وفعالته نذكر منها ما يلي:

- **صعود العملات الرقمية:** يشكل هذا الصعود تحدي لهيمنة الدولار الأمريكي وتقويضه كعملة احتياط عالمية وهذا ما توضحه إحصائيات تراجع الاحتياطيات الدولية بعملة الدولار مقابل حيازة وتراكم احتياطيات من النقد الأجنبي بعملات أخرى كالرمنيني الصيني، كما تؤدي العملات الرقمية إلى تداعيات سلبية في توجيه السياسة النقدية و صعوبة السيطرة على المعروض النقدي وما يصاحبها من تهديدا للاستقرار المالي بسبب تقلباتها الشديدة وهو ما يؤثر على الاستقرار النقدي والمالي الدولي.

- **التوترات والحروب التجارية:** من أهم أدوات الضغط التجارية التي تستخدمها الدول هي الحواجز والقيود التجارية التي تؤدي إلى تقويض التكامل الاقتصادي العالمي وتداعياتها المختلفة التي تحرك تقلبات أسعار الصرف وحرب العملات مما يعقد عمليات التجارة والاستثمار الدوليين والتي تعتبر من أهم أركان نظام النقد الدولي.

- **التكنولوجيا المالية :** تعتبر التكنولوجيا والتطور السريع في التكنولوجيا المالية تحدي يفرضه التحول الرقمي يؤدي إلى تغير جذري في النظام المالي الدولي خصوصا أنه يزيد من الهجمات السيبرانية التي تهدد استقرار النظام المالي بمخاطر الأمن السيبراني وهذا ما يتطلب تطوير أطر تنظيمية جديدة.

ثانيا: الإصلاحات المنشودة في إدارة نظام نقد الدولي

بعد ثمانية عقود من إنشاء صندوق النقد الدولي ضمن مخرجات مؤتمر بريتون وودز، يرى الكثير من الباحثين ضرورة إصلاح هذه الهيئة الدولية بإضفاء طابع مهني على قراراتها وعدم الأخذ بعين الاعتبار أبعادا سياسية، ويعتبر عدم رغبة الأعضاء المهتمين في التنازل عن السلطة التي تؤدي إلى ضعف التمثيل السياسي داخل الصندوق أهم تحديات الإصلاح، وتتمثل الإصلاحات التي يدعوا لها الباحثين فيما يلي:

- **الشرعية¹:** إن استيلاء الولايات المتحدة الأمريكية على شرعية صندوق النقد الدولي يعود لتمتعها بالقوة الاقتصادية والعسكرية لتلبية احتياجات أعضائه ضمن التحالف الغربي الذي يضم كندا وأوروبا الغربية، ولم يستطع الاتحاد السوفياتي سابقا والبلدان التابعة له التأثير على

¹ راغورام راجان، الإصلاح أو المخاطرة بفقدان أهميته، مجلة التمويل والتنمية صندوق النقد الدولي، جوان 2024.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

قرارات الصندوق باعتباره قوة عسكرية عظيمة لكنه قوة اقتصادية صغيرة خارج النظام التجاري العالمي، ولم تستطع اليابان أيضا أن تواجه السيطرة الغربية لكونها قوة اقتصادية كبيرة تعتمد بشكل كبير على الولايات المتحدة الأمريكية ولكن تنامي الصين كقوة عظيمة اقتصادية وعسكرية والتي تجاوزت اقتصاد اليابان بأربعة أضعاف وتنامي اقتصاد دولة الهند الذي تجاوز اقتصاد بريطانيا وفرنسا مجتمعين كل ذلك أدى إلى بروز إشكالية التمثيل من خارج التحالف الغربي والتي تفرض إعادة النظر في حصص أعضاء صندوق النقد الدولي التي تمثل الحقوق التصويتية وقيمة الاشتراك في الصندوق.

- إصلاح نظام الحصص¹: ويتعلق بإعادة توزيع حصص صندوق النقد الدولي على أساس الحجم النسبي للاقتصاديات، حيث يتعين على إدارة الصندوق أن تكون مهنية ومستقلة في اتخاذ قرارات تشغيلية لصالح الاقتصاد العالمي ويتعين على المجلس التنفيذي أن يضع أهداف عامة والتي يتم فحصها وتقييمها من طرف مكتب مستقل والتركيز على الحوكمة الرشيدة لهذه القرارات ومنع منح القروض إلى البلدان المرتبطة بشكل وثيق بالتحالف الغربي.

إضافة لما سبق يقترح العديد من الأكاديميين الباحثين ما يلي²:

- وضع نظام الرقابة فاعل للأنظمة المالية واستعمال الشفافية فيها ويجب أن تستعمل قواعد حذرة تفرض على المؤسسات المالية بطريقة يمكن من خلالها توحيد التحركات الدولية لرؤوس الأموال.

- إنشاء أدوات جديدة للإئتمان قصير الأجل بهدف معالجة مشاكل عجز رؤوس الأموال قصيرة الأجل في ميزان المدفوعات.

- زيادة الرقابة على تحركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل بحيث يمكن تجنب عدم تأثير هذه التحركات على توازن النظام النقدي الدولي بشكل عام.

- محاولة إعطاء صندوق النقد الدولي شرعية جديدة لكي يمكن قبول قراراته بشكل أفضل من خلال اعتماد تركيبة متوازنة لأجهزة اتخاذ القرار في صندوق النقد الدولي.

- تحديد مناطق أهداف لخصر العملات النقدية ذات التقلبات في أسعار الصرف بحيث يمكن للبنوك أن تلتزم باحترامها ومن جهة أخرى يفضل تكافؤ الأساس الذي يحدد معدلات الصرف المفضلة بين العملات النقدية التي بمقتضاها يتم تقييم السياسات النقدية حيث تتكفل

¹ خلاف وليم، تعزيز حوكمة صندوق النقد الدولي: دراسة في فعالية نظام حوكمته الداخلية وشرعيته تمثيلية، المجلة الجزائرية للعلوم الانسانية والاجتماعية، المجلد 06-العدد 01، جوان 2022 ص ص 203-225، ص 217.

² سعود جايد مشكور العامري، المالية الدولية نظرية وتطبيق، دار زهران، الطبعة الأولى 2010 الأردن ص 104

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

السلطات الاقتصادية بالتدخل و معالجة حالات اختلال التوازن المحتمل وأبعد من ذلك كما يدعوا فريق آخر إلى اعتماد عملة نقدية عالمية واحدة.

- في حالة توسع الفجوة بين الدولار الأمريكي وباقي العملات القيادية وجود إمكانية العمل باتفاقية بلازا مرة ثانية.

- وضع إجراءات رقابة متعددة الجوانب خصوصا ضرورة تكييف النظام النقدي الدولي للمتغيرات المالية والاقتصادية الجديدة مثلما شهد تغيرات بدخول عملة اليورو إلى التعامل والتطور نحو نظام متعدد العملات النقدية مع الدولار، والين والجنيه الإسترليني.

- من بين اقتراحات إصلاح صندوق النقد الدولي هي وجوب التمييز بين رأس المال المستثمر طويل الأجل ورؤوس الأموال المضاربة بهدف حماية النظام من مخاطر أو سوء استعمال هذه الأخيرة.

كما أكد الباحثين والاقتصاديين صانعي السياسات على ضرورة تميز نظام النقد الدولي الجديد¹ بما يلي:

- ضرورة تحقيق نظام النقد الدولي هدفين رئيسيين، أولا أن يكون قادرا على تحقيق الاستقرار النقدي اللازم للوصول إلى مستويات مقبولة من التوظيف والنمو وصياغة سياسات تحد من معدلات التضخم المفرط وحالات الكساد التي تهدد الاقتصاد العالمي، وثانيا يجب أن يدعم النظام عملية التنمية الدولية وخصوصا دول العالم الثالث.

- ديمقراطية الإدارة والرقابة ومراعاة مصالح أغلبية دول العالم وتجنب تأثير الدول القوية اقتصاديا على إدارة النظام.

- اكتساب صفة العالمية نظرا لنمو وتعاضم المعاملات التجارية والمدفوعات الدولية وهذا ما يدعوا إلى وجوب مشاركة جميع دول العالم في صياغة وتنفيذ الترتيبات المؤسسية لإدارة نظام النقد الدولي.

- إنشاء وحدة نقد عالمية كوسيلة للتبادل العالمي وأصل احتياطي أساسي وتجنب فرض الولايات المتحدة الأمريكية للدولار الأمريكي لتلعب هذا الدور ورفض عمليات المضاربة العالمية دون رقابة.

ولقد لخص الباحث وليام روتو¹ من زاوية الدول الإفريقية والدول النامية والبلدان الفقيرة المثقلة بالديون مطالب إصلاح مجالات عمل صندوق النقد الدولي والبنك العالمي في ظل

¹ رمزي زي، التاريخ النقدي للتخلف، عالم المعرفة-سلسلة كتب المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، أكتوبر 1987، ص 317-318.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

توقعات تضاعف حصة إفريقيا من القوى العاملة العالمية واحتمالات تفاقم آثار تغير المناخ والهشاشة الاقتصادية التي أحدثتها الصدمات العالمية في أربعة مجالات رئيسية:

1. **أدوات الإقراض:** وهي تتعلق أساساً بضرورة فصل الإقراض عن أنظمة الحصص بهدف إخضاع كل منها لمعايير خاصة بها باعتبارها سياسات تقييد وأن تكون موجهة بما يناسب التدخلات الحكومية التي تهدف إلى تحقيق احتياجات محددة وعلى عكس الوضع الحالي الذي يربط كافة الأدوات ببرامج الصندوق الاقتصادي الكلي.

2. **حقوق السحب الخاصة:** يعتبر إصدار حقوق السحب الخاصة أداة حيوية لإدارة الأزمات، حيث وفي سياق عمليات تخصيص حقوق السحب الخاصة للبلدان الأعضاء لسنة 2021 خصصت نسبة 64 بالمائة للاقتصاديات المتقدمة، 2,4 بالمائة للبلدان المنخفضة الدخل و5,2 بالمائة لاقتصاديات القارة الإفريقية مجتمعة وهذا ما يدعو إلى ضرورة إصلاح عدم الكفاءة في توزيع هذا الدعم المالي وتحقيق شبكة أمان مالي.

3. **المديونية الحرجة:** تواجه الدول النامية أزمة ديون وخالات تعثر في سداد الدين السيادي مع تفاقم تكاليف خدمة الديون بسبب أسعار الفائدة المتصاعدة وفي ظل هذه الظروف تظهر الحاجة لإصلاح وإطلاق مبادرات من طرف صندوق النقد الدولي والبنك العالمي وبرامج شاملة لإعادة تمويل الديون من أجل تخفيف مخاطرها ودعم التنمية المستدامة كمبادرة "هيبك" *HIPC.

4. **إصلاحات الحوكمة:**² ويقصد بذلك عدم مواكبة الصعود الاقتصادي للجنوب العالمي والتحول الجغرافية والسياسية الأخرى مقابل حقوق التصويت في المؤسسات المالية الدولية وهي لا تعبر عن معطيات الواقع الاقتصادي والديمقراطي خصوصاً مع المساهمة الكبيرة في إجمالي الناتج المحلي العالمي وبذلك تلح هذه الدول والاقتصاديات على الإصلاح وزيادة التمثيل في عمليات صنع القرار.

كما يتم التأكيد على إنهاء التقليد³ المتمثل في تعيين مدير عام لصندوق النقد الدولي من أوروبا ورئيس للبنك الدولي من الولايات المتحدة وأن يحل محله البحث عن أفضل مرشح ممكن من أي مكان في العالم لتسيير هذه الهيئة المالية الدولية.

¹ وليام روتو، توافق الآراء على إصلاح الصندوق، مجلة التمويل والتنمية، جوان 2024، ص 42-44.

* مبادرة مشتركة بين صندوق النقد الدولي والبنك الدولي تهدف إلى تخفيف عبء الديون الخارجية عن أفقر البلدان في العالم وأكثرها مديونية. تم إطلاق هذه المبادرة في عام 1996 بهدف مساعدة هذه البلدان على تحقيق نمو اقتصادي مستدام والحد من الفقر.

² خلاف وليد، تعزيز حوكمة صندوق النقد الدولي: دراسة في فعالية نظام حوكمته الداخلية وشرعيته تمثيلية، المجلة الجزائرية للعلوم الانسانية والاجتماعية، المجلد 06-العدد 01، جوان 2022 ص 203-225، ص 216.

³ مارتن وولف، لا وقت لأنصاف الحلول، مجلة التمويل والتنمية، جوان 2024، ص 15.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

كما أن العناصر الرئيسية المشكّلة لنظام النقد الدولي¹ بقيت من أهم مطالب الإصلاحات وهي كالتالي:

- وجود عملة تحظى بالقبول الدولي العام للوفاء بالالتزامات الدولية؛
- وجود ترتيبات مؤسسية لتسهيل وتعزيز عمليات التمويل الدولي؛
- وجود آلية تكيف موازين مدفوعات دول العالم؛
- وجود إدارة مركزية لقيادة نظام النقد الدولي وتوجيهه نحو تحقيق أهدافه والاستقرار النقدي العالمي؛

المطلب الثالث : مستقبل نظام النقد الدولي نحو نظام متعدد الأقطاب

إن العمل على إنشاء منظمات إقليمية وطرح مبادرات تهدف إلى الحد من الهيمنة التقليدية للدولار الأمريكي في المعاملات المالية العالمية وإعادة توزيع النفوذ الإقتصادي والمالي تمثل مؤشرات قوية على التحول مضطرب نحو بلورة نظام نقدي دولي جديد يمكن أن يكون متعدد الأقطاب.

ومن أهم هذا المبادرات نذكر ما يلي:

- **أولاً: منظمة البريكس (BRICS)²:** وهي مجموعة اقتصادية تضم خمسة دول رئيسية: البرازيل، روسيا، الهند، الصين وجنوب إفريقيا وهي تمثل قوة اقتصادية صاعدة تتحدى الهيمنة الغربية من خلال إنشاء بنك للتنمية وتقديم بدائل عن مؤسسات التمويل الدولية التقليدية وتعزيز التعاون الاقتصادي بين دول الأعضاء والعمل مستقبلاً على تسوية المدفوعات الدولية بين الدول الأعضاء بالعملات المحلية للحد من هيمنة الدولار الأمريكي، وقد تبنت روسيا والصين هذا الاتجاه عملياً بتقليل الاعتماد على الدولار الأمريكي في تسوية المعاملات التجارية بينهما إلى نسبة 90 بالمائة، كما تسعى المنظمة إلى تعميم هذا الطرح بين كل الدول الأعضاء في منظمة البريكس والذي سيواجه تحديات كبيرة واضطرابات بسبب اختلاف المصالح بين الدول وتأثير السياسات الاقتصادية العالمية.
- **ثانياً: نظام المدفوعات والتسويات لعموم إفريقيا (PAPSS)³:** يهدف هذا النظام إلى ربط البنوك المركزية الإفريقية والبنوك التجارية وشركات التكنولوجيا المالية بشبكة تتيح إجراء

¹ عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي الطبعة الثانية، الأردن، 2002، ص 215.

² <https://infobrics.org> تم الاطلاع على الموقع يوم 2023/10/01.

³ كريس ويليش، تحرير النقد الأجنبي في إفريقيا، مجلة التمويل والتنمية، سبتمبر 2022

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

معاملات سريعة وغير مكلفة بين عملات دول القارة والذي فرضته متطلبات نجاح اتفاقية منظمة التجارة الحرة الإفريقية والتي تهدف بذلك إلى تخفيض الحواجز التجارية لتنشيط التجارة وجذب الاستثمار الأجنبي المباشر وتعزيز النمو الاقتصادي.

وبذلك يسعى هذا النظام إلى تسوية المعاملات بالعملات الإفريقية المحلية وتجنب الحاجة إلى تحويلها إلى الدولار أو اليورو أو الجنيه الإسترليني قبل مبادلتها بعملة إفريقية أخرى وبالتالي الاستغناء تدريجياً عن تسوية المدفوعات من خلال البنوك الخارجية الأوروبية والأمريكية.

ويواجه نظام المدفوعات والتسويات لعموم إفريقيا العديد من التحديات حيث يتعين على البنوك المركزية أن تشكل محور عمل النظام والتوفيق بين الإختلالات في اللوائح والبنية التحتية ونظم الرقابة على المستويات الوطنية بالإضافة إلى صعوبة تحديد كيفية تسوية المعاملات بين العملات المتقلبة.

- **ثالثاً: إتحاد عملة لبلدان الجماعة الاقتصادية لدول غرب إفريقيا - إيكواس¹:** هي منظمة إقليمية تأسست عام 1975 بهدف تعزيز التعاون الاقتصادي والتكامل بين دول غرب إفريقيا واستهدفت بلدان إيكواس (15*) إنشاء اتحاد عملة نقدي مع نهاية سنة 2020 ولكن لم يتم تجسيد ذلك بسبب عدم وجود تقارب اقتصادي كلي بين بلدان مجموعة إيكواس لضمان كفاءة الاتحاد خصوصاً ما يتعلق بتقارب مستويات التضخم وانخفاض نسبة الدين العام إلى إجمالي الناتج المحلي، اختلاف مستويات التنمية بين البلدان، تباين حجم الاقتصاديات، تفاوت عدد السكان وعدم تناسب الهيكل الاقتصادي، اختلاف مستوى نصيب الفرد من الدخل الكلي وهي تمثل معوقات فنية، تشغيلية وسياسية لإنشاء اتحاد نقدي فعال وسيستمر لتحقيق منافع اقتصادية لهذه البلدان وتحدٍ من الوصول إلى تطبيق سياسة نقدية مشتركة.

- **رابعاً: مبادرة شيانغ ماي² سنة 2000:** المعروفة رسمياً باسم اتفاقية مبادرة شيانغ ماي المتعددة الأطراف ، وهي تتضمن جميع احتياطات النقد الأجنبي بين البلدان المشاركة في شكل ترتيبات التبادل الثنائي للعملات بين دول رابطة آسيان (آسيان) + 3 (الصين واليابان وكوريا الجنوبية) والتي تهدف إلى توفير السيولة بالدولار الأمريكي أو العملات

¹ إسوار براساد، وفيرا سونغوي، اندماج نقدي، مجلة التمويل والتنمية، جويلية 2021، ص 40-43.

* بلدان إيكواس هي: بنين، بوركينا فاسو، كوتديفوار، غينيا بيساو، مالي، النيجر، سنغال، طوغو، نيجيريا، غانا، الرأس الأخضر، غينيا، ليبيريا وسيراليون.

² Muhammad Sigit Andhi Rahman, **Multilateralism In East Asia** Multilateralism in East Asia: Analysis of Chiang Mai Initiative (CMI) within ASEAN+3 Framework, Jurnal Kajian, Vol.1 N°1, 2010 Hal 101-118. P103

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

المحلية للدول الأعضاء في أوقات الضغوط الخارجية والحالات الطارئة وتعزيز الاستقرار المالي في المنطقة وتتميز هذه الاتفاقية بالأمان المالي والاستقرار والتعاون الإقليمي وتواجه هذه الاتفاقية العديد من التحديات وتتعلق خصوصا بسقف الموارد حيث لا يمكن لبعض البلدان توفير الموارد الكافية للمساهمة في برامج التبادل بالإضافة إلى متطلبات التنسيق القوي بين الدول الأعضاء لنجاح المبادرة.

ومن جهة أخرى توقع الاقتصادي روبرت تريفن سابقا أن نظام النقدي الدولي الذي يقوم فيه الدولار الأمريكي بالدور المحوري كعملة إقتراض وتسعير وتلعب في الولايات المتحدة الأمريكية دور المقرض الأخير قد يتعرض للإنهيار على المدى الطويل حيث في إطار الطلب العالمي المتزايد على الدولار في شكل الأصول الآمنة يظهر عجز السلطات النقدية الأمريكية على استيعاب هذا الطلب العالمي فيؤدي ذلك إلى انخفاض تدريجي لأسعار الفائدة وضعف ثقة المستثمرين في الدولار وبالتالي خلق تقلبات وأزمات وهذا ما أجبر الولايات المتحدة الأمريكية سابقا التخلي عن قاعدة الذهب وتعويم الدولار.

ويرى الباحث إيمانويل فارحي¹ أن دخول منافسين جدد لعملة الدولار مثل اليورو، والرمينبي قد يحقق المنافسة على صراع العملة العالمية ويتيح حلا على المدى الطويل أكثر أمانا وكفاءة وفي استقرار نظام النقد الدولي بتعويض النقص في الأصول الآمنة وإعفاء الولايات المتحدة الأمريكية من مسؤولياتها وامتيازاتها الكبيرة وتجنب حدوث معضلة تريفن جديدة.

ويقترح في هذا الصدد مجموعة من الخطوات للاستعداد لفترة تحول قد تكون مضطربة نحو نظام نقدي دولي متعدد الأقطاب²:

- تعزيز شبكة الأمان المالي العالمية لتخفيف النقص العالمي في الأصول الآمنة؛
- الحفاظ على قدرة البنوك المركزية والحكومات على القيام بدور المقرض الأخير؛
- تشجيع العمل باتفاقيات خطوط تبادل النقد الأجنبي الثنائية بين البنوك المركزية؛
- تدعيم التسهيلات القائمة وتعزيز القدرات المالية للمنظمة الدولية ممثلة في صندوق النقد الدولي بهدف دعمها للترتيبات اللامركزية؛
- اضعاف الطابع المركزي على اتفاقيات تقاسم أو تبادل الاحتياطات من خلال إدارة صندوق النقد الدولي تقوم على حقوق السحب الخاصة؛

¹ إيمانويل فارحي، نحو نظام متعدد الأقطاب، مجلة التمويل والتنمية، جويلية 2019.

² إيمانويل فارحي، المرجع السابق.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

- انشاء صندوق النقد الدولي لغرفة مقاصة لاتفاقيات خطوط تبادل النقد الأجنبي
الثنائية بين البنوك المركزية؛

المبحث الثاني: الإطار النظري لنظم سعر الصرف

تبرز أهمية سياسة سعر الصرف كأحد أدوات السياسة الاقتصادية إلى جانب سياسات أخرى باعتبارها آلية فعّالة لحماية الاقتصاد الوطني من الصدمات الداخلية والخارجية ولتحقيق استقرار سوق الصرف، والذي يتوقف على طبيعة نظام الصرف القائم، وهي تعبر عن مجموعة من السياسات والإجراءات التي تتبعها الحكومة أو البنك المركزي للتحكم في قيمة العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية.

اجمع العديد من الأكاديميين والاقتصاديين على تعريف نظام الصرف على أنه مجموعة القواعد التي تحدد تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف، وبالتالي تحديد سلوك سعر الصرف¹ وهناك ترتيبات متعددة لأنظمة الصرف تنقسم نموذجياً إلى ثلاث فئات، ففي طرفي أحد الركن يظهر سعر الصرف الجامد وفي الطرف الآخر تقع أنظمة سعر الصرف المعومة وقد دافع العديد من الباحثين على وجود أنظمة وسيطة مرنة بدرجة محدودة.

المطلب الأول: مفاهيم وأنواع نظم سعر الصرف

نظام الصرف الثابت²: ارتبط هذا النظام بقاعدة الذهب واثبت لفترة طويلة قدرته على المحافظة على الاستقرار في نظام النقد الدولي وثبات معدلات التجارة الدولية، وبزوال رابطة الذهب مقابل العملات، شهد هذا النظام تثبيت العديد من العملات الدولية مقابل عملات ارتكازية التي تلقى قبولا كبيرا في تسوية المدفوعات الدولية وتقييم القروض كالدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، واليورو حاليا (المارك الألماني و الفرنك الفرنسي سابقا) أو التثبيت إلى سلة عملات.

من خلال تتبع اعتماد الدول لنظم الصرف يظهر أن أكثر الدول التي تتبنى هذا الصنف من الأنظمة هي الدول النامية بسبب ضعف اندماجها مع الأسواق المالية العالمية ومحدودية السوق المالي المحلي وارتفاع معدلات التضخم لديها وعدم القدرة على الالتزام بمصادقية السياسة النقدية.

¹ Cristina Terra, *Principal of international Finance and Open Economy Macroeconomics :Theories, Applications and Policies*, Elsevier Inc. 2015, p265

² أحمد مندور، مقدمة في الإقتصاد الدولي، الدار الجامعية، بيروت، 1990، ص150.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

حجج مؤيدي تبني نظام الصرف الثابت:

يدافع بعض الاقتصاديين على اختيار الأنظمة الثابتة خصوصا لدى السواق الناشئة والدول النامية بالاعتماد على الحجج التالية:

- **المصدقية:** من أهم حجج مؤيدي هذا الاتجاه هو ضرورة إضفاء البنك المركزي للمصدقية في السياسة النقدية المنتهجة من خلال ربط قيمة العملة مقابل عملة ارتكازية قوية لدولة أخرى مع احتمالية حدوث آثار سلبية قصيرة المدى لحماية قيمة العملة وبالمقابل ضمان حق السلطات النقدية للقيام بتخفيض مبرر لقيمة عملتها بحجة تآكل مستويات النقد الأجنبي.

- **توفير المرساة الاسمية للسياسة النقدية¹:** وهي عبارة عن التزام البنك المركزي بمصدقية السياسة النقدية المستقرة وهذا ما يؤدي إلى توقعات ايجابية تتعلق باستمرار قيمة العملة والحد من المخاطر التضخمية وزيادة تدفقات رؤوس الأموال الدولية ولا يمكن ضمان مصداقية مطلقة لأن إمكانية تخفيض قيمة العملة سبب كافي لزعة ثقة المستثمرين وتحفيز عمليات المضاربة، وأكثر مصداقية يمكن ضمانها هي في ظل أنظمة التثبيت الصارم ممثلة في اتحاد نقدي، مجلس العملة والدولة مع إمكانية تخفيض أو تقليل قيمة العملة. حيث وفي نظام التثبيت تختار البلدان تثبيت أحد المتغيرات النقدية عادة ما تكون سعر الصرف كأسلوب لارتكاز التحركات المتوقعة للمتغيرات الاسمية ويكون بذلك المرساة الاسمية عكس الترتيبات المرنة التي تختار مرساة اسمية بديلة كالمجمعات النقدية، استهداف مستوى معين من التضخم... الخ.

- **مواجهة الصدمات النقدية²:** إن ثبات سعر الصرف وفي ظل حرية تدفقات رؤوس الأموال يمكن أن يحد من مخاطر الصدمات النقدية والتأثير على الاقتصاد الحقيقي كالتغير في عرض النقود.

- **انضباط السياسة المالية:** إن عدم فعالية التوسع المالي يؤدي إلى وجود تكاليف، ففي ظل نظام الصرف الثابت تنخفض مستويات الاحتياطات وتراكم الديون بشكل ملحوظ ومتوقع عبر الزمن، وفي ظل نظام الصرف المرن ينم ذلك من خلال تحركات في سعر الصرف ومستوى الأسعار بشكل مفاجئ ومباشر.

¹ عزي خليفة، أثر أنظمة سعر صرف الدينار الجزائري على النمو الاقتصادي-دراسة قياسية للفترة 1985-2015، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة المسيلة، 2018، ص32.

² Cristina Terra, **Exchange Rate Regimes: Principal of international Finance and Open Economy Macroeconomics :Theories, Applications and Policies**, Elsevier Inc. 2015, p271.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

- الأثر على التجارة الخارجية والاستثمار: يوفر نظام الصرف الثابت حالة من الاستقرار في قيمة العملة والحد من تقلباتها وهذا ما يزيل مخاطر سعر الصرف وهو ما يشجع التجارة والاستثمار الدوليين وتخفيف تكاليف المعاملات.

- حرب العملات¹: يتميز نظام الصرف الثابت بالقدرة على منع تخفيضات أسعار الصرف التنافسية دون مستوى التوازن حيث تحاول كل دولة اكتساب ميزة تجارية وقد تم الحد من هذه الظاهرة التي عرفت "بحرب العملات" ضمن بنود اتفاقية بريتون وودز حيث لا يمكن مراجعة قيمة العملة لأي دولة عضو في صندوق النقد الدولي دون موافقة الدول الأعضاء، ولكنها عادت للظهور في سنوات التسعينات من القرن العشرين من طرف تايلاند، البرازيل والمكسيك.

- فقاعة المضاربة: وهي قدرة نظام الصرف الثابت على تجنب ظهور تقلبات في أسعار الصرف لا علاقة لها بالأسس النظرية الاقتصادية من خلال تثبيت سعر الصرف والتمثلة في توقع المستثمرين ارتفاع قيمة العملة سريعا ولمدة قصيرة بسبب الوفرة دون وجود مؤشرات اقتصادية في السوق.

حجج مناهضي تبني نظام الصرف الثابت:

بعد مناقشة عدد من الباحثين حجج مؤيدي الأنظمة الثابتة تم طرح فرضيات تؤيد رفض تبني هذه الأنظمة وهي كالتالي:

- استقلالية السياسة النقدية: إن التزام السلطات النقدية بنظام الصرف الثابت يؤدي إلى التخلي وعدم الاعتماد على سعر الصرف كأداة لامتصاص الصدمات الخارجية بالإضافة إلى الحد من استخدام السياسة النقدية المحلية لتحقيق الاستقرار والتوازن الاقتصادي الداخلي.

- هجمات المضاربة: إن مصداقية نظام الصرف الثابت وربط العملة تتجلى في قدرة السلطات النقدية على تعزيز ثقة المستثمرين والمضاربين وتقليل احتمالات حدوث المضاربة ولكن بالمقابل إذا تم استنزاف الاحتياطيات الأجنبية وعدم كفايتها للدفاع عن قيمة العملة فإن هجمات المضاربة تأخذ منحى تصاعدي وهذا ما يهدد الاحتفاظ بنظام صرف ثابت.

- ضعف المساءلة: وتتعلق مسألة ضعف المساءلة خصوصا لدى الأسواق الناشئة والبلدان النامية باعتبار أن الميزانية العمومية للبنك المركزي لا تتميز بالشفافية وأقل عرضة للنقاش عكس الدول المتقدمة.

¹ عزى خليفة، مرجع سبق ذكره، ص32.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

- فخ الانتقال من التثبيت إلى التعويم: إن محاولة الدول التوجه إلى الانفتاح المالي خصوصا في شرق آسيا سنوات التسعينات من القرن العشرين أدى إلى أزمات مالية انهارت على إثرها نظم الصرف بسبب استخدام سعر الصرف المربوط كأداة التزام للتحكم في معدلات التضخم وتحمل تكاليف المصدقية كل ذلك يخلق وضعية اقتصادية هشة لا تساهم في توفير متطلبات الانتقال الناجح نحو نظم صرف أكثر مرونة قادرة على تحمل تداعيات التحول والحفاظ على توازن المؤشرات الاقتصادية الكلية.

نظم الصرف الوسيطة: ارتبطت هذه النظم بمحاولة التوقيع بين نظم التثبيت والتعويم أو ما يعرف في الأدبيات الاقتصادية حلول الزاوية أو فرضية الركن بهدف تحريك سعر الصرف داخل نطاق معين حول سعر التوازن وقد تم تبني هذه الترتيبات من طرف الدول النامية لتخفيف الضغط والطلب على الاحتياطات الدولية في حالة الدفاع عن قيمة العملة من جهة ومحاولة محاكاة آلية التوازن التلقائية التي توفرها أنظمة التعويم ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف¹.

حجج مؤيدي تبني نظم الصرف الوسيطة:

يدافع بعض الاقتصاديين على اختيار الأنظمة الوسيطة خصوصا لدى الأسواق الناشئة والدول النامية بالاعتماد على الحجج التالية²:

- **فرضيات Williamson³:** إن تبني نظم الصرف الوسيطة تسمح بتوجيه السياسات للحد من الاختلالات سواء في حالة تقلب قيمة العملة الوطنية اتجاه الخليط من العملات الرئيسية في دول شرق آسيا وهي الدولار الأمريكي، الين الياباني، الجنيه الإسترليني أو اليورو وتجنب ضغوط انخفاض قيمتها أو من جهة أخرى تقويم العملة الوطنية بأعلى من قيمتها في حالة التوقعات التضخمية المحلية أكبر من الدولية كل ذلك في ظل تبني هذه الدول استراتيجيات موجهة للتصدير.

¹ أحمد مندور، مقدمة في الإقتصاد الدولي، مرجع سبق ذكره، ص153.

² أحمد بن خليفة، عزي خليفة، مقاربات منهجية وعلمية حول أنشطة أسعار الصرف العالمية، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية-العدد 02/سبتمبر 2017، ص ص 27-43، ص32.

³ John Williamson, **The Evolution of Thought on Intermediate Exchange Rate Regimes**, The Annals of the American Academy of Political and Social Science, Vol 579, Exchange Rate Regimes and Capital Flows, 2002, pp 73-86.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

- ظاهرة الخوف من التعويم¹: من أهم الدوافع لتبني الأنظمة الوسيطة هي ما تقدم به Calvo&Reinhart خصوصا لدى الأسواق الناشئة وهي الخوف من انخفاض قيمة العملة المحلية ما يؤدي إلى انكماش اقتصادي وانخفاض الدخل الحقيقي بسبب عدم مرونة الجهاز الإنتاجي على تحقيق مكاسب من هذا الانخفاض بالاتجاه إلى التصدير على عكس الدول المتقدمة.

حجج مناهضي تبني نظم الصرف الوسيطة:

يستدل عدد من الباحثين بعدم فعالية نظم الصرف الوسيطة بما يلي²:

- **الثلاثية المستحيلة** : يعتبر Milton Friedman 1954، Hausmann 1993، Eichengreen 1998، Obstfeld&Rogoff 1995 من أكثر الاقتصاديين الذين رفضوا تبني أسعار الصرف الوسيطة بسبب أن عدم وضوح مسار وأهداف سعر الصرف وهذا ما يحفز المضاربة ويكبح الاستثمار والنمو ولا يمنح المصدقية للإجراءات التي تتخذها السلطات النقدية والتي لا تتناسق مع سياسات الإقتصاد الكلي لأنها تحاول التركيز على حصر معدلات سعر الصرف ضمن النطاقات المستهدفة وأن هذه الأنظمة لا يمكنها في مثل هذه الظروف أن تجمع بين استقرار اسعار الصرف، استقلالية السياسة النقدية و حركة رأس المال.

نظم الصرف العائمة: تاريخيا يعتبر انهيار نظام بريتون وودز 1973 هو بداية ظهور نظام سعر الصرف الحر والذي لا يزال سائدا إلى يومنا هذا حيث في ظل هذا النظام يتم تحديد سعر الصرف طبقا لقوى السوق من خلال العرض والطلب على العملة في سوق الصرف الأجنبي كأي سلعة أخرى دون تدخل السلطات النقدية لتوجيه سعر الصرف فيكون بذلك سعر الصرف مستقل، كما يمكن للبنك المركزي التدخل في سوق الصرف بيعا وشراء للعملات الأجنبية لتفادي التقلبات الحادة في قيمة العملة وهو ما يعرف بالتعويم المدار.

يتبنى هذا النظام الدول الصناعية الكبرى والمتقدمة والتي تتميز بتكامل واندماج مالي كبير مع الأسواق المالية العالمية ولها تنوع في الإنتاج والتجارة وسلاسل توزيع تربطها مع معظم الدول في القارات الخمس وهو ما يجعل من عملتها رئيسية وارتكازية لتسوية المدفوعات الدولية.

¹ A. calvo, M. Reinhart, **Fear of Floating**, NBER WP 7993, Cambridge, November 2000, p27

² أحمد بن خليفة، عزي خليفة، مرجع سبق ذكره، ص35.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

حجج مؤيدي تبني نظم الصرف العامة¹:

يدافع الاقتصاديين على اختيار الأنظمة المعومة بإظهار المكاسب الاقتصادية التي يمكن تحقيقها من خلال ما يلي:

- آلية التعديل التلقائي من خلال تحركات سعر الصرف في الحد من مخاطر الصدمات.
- استقلالية السياسة النقدية في استهداف المتغيرات الاقتصادية الكلية.
- عدم الحاجة إلى حيازة مستويات كبيرة من الاحتياطات الدولية للتدخل في توجيه سعر الصرف.
- مرونة النظام في التجاوب مع أزمات العملة وانخفاض فرص المضاربة.

حجج مناهضي تبني نظم الصرف العامة:

يستدل عدد من الاقتصاديين بعدد من السلبيات التي تميز هذه الأنظمة للدفع بالتخلي عنها وعدم تبنيها بما يلي:

- إمكانية التدخل في سوق الصرف من طرف البنك المركزي للتأثير على قيمة العملة ما من شأنه نقل آثار الأزمات المالية والمصرفية إلى الدول الأخرى بسبب الارتباط بين الأسواق المالية.

المطلب الثاني: الأسباب والدوافع للإنتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام التعويم

شهد العالم تحولاً ملحوظاً خلال العقود الماضية من القرن العشرين من أنظمة الصرف الثابت إلى أنظمة التعويم بهدف إضفاء مرونة محدودة على سعر الصرف وانفتاح مالي لتحقيق نمو اقتصادي ولكن هذا التوجه يتطلب تقييماً دقيقاً للمخاطر والفوائد حيث تسعى الدول بالدرجة الأولى إلى تحقيق مكاسب اقتصادية من خلال هذا التوجه من التثبيت إلى التعويم أو نحو ترتيبات أكثر مرونة ومن دوافع² ذلك ما يلي:

- مرونة السياسة النقدية : يسمح نظام التعويم للبنوك المركزية بالتحكم بشكل أفضل في معدلات الفائدة دون القيود ربط العملة بسعر صرف محدد، حيث يمكن استخدامها كأداة لمكافحة التضخم وتحفيز النمو الاقتصادي دون التأثير على استقرار العملة.

¹ أحمد بن خليفة، عزي خليفة، مرجع سبق ذكره، ص40.

² بربري محمد أمين، مبررات ودوافع التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية-دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، 2010/4، ص ص 71-81، ص75.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

- التكيف مع الصدمات : يساهم نظام التعويم في امتصاص الصدمات الخارجية كالتقلبات في أسعار السلع الأساسية أو تدفقات رؤوس الأموال حيث يكون تعديل قيمة العملة تلقائياً للتخفيف من آثارها على الاقتصاد.

- التوجه العالمي : مع تبني العديد من الدول الكبرى أنظمة التعويم أصبح من الصعب على الدول الأخرى الحفاظ على أنظمة الصرف الثابت دون مواجهة مخاطر عدم الاستقرار المالي، ويؤكد في هذا الشأن الاقتصادي Bordo¹ أن اختيار نظام سعر الصرف في السنوات المائة الماضية كان الاختيار واضحاً حيث انضمت الأسواق الناشئة وبعض الدول النامية إلى قاعدة الذهب مثل البلدان المتقدمة، وفي حالة أسعار الصرف العائمة تحولت الأسواق الناشئة والدول النامية إلى هذا الاختيار مثل الدول المتقدمة وبهذا الأسلوب تحاول -الأسواق الناشئة والدول النامية- أن تحاكي التوجه العالمي.

- تطور الأسواق المالية : مع تزايد حجم وتنوع الأسواق المالية العالمية فرض هذا الوضع العديد من التحديات والصعوبات على البنوك المركزية للحفاظ على ربط العملة بشكل فعال خصوصاً في حالة تعدد الشركاء التجاريين وعدم ربط اقتصادياتهم بنفس العملة الرئيسية.

- الرغبة في زيادة الاستقلالية : يسمح الانتقال من نظام الصرف الثابت إلى ترتيبات أكثر مرونة للسلطات النقدية بزيادة استقلاليتها لتنفيذ سياساتها النقدية واستخدام كل أدواتها لتحقيق الأهداف الاقتصادية المحلية.

- عدم القدرة على التكيف مع التغيرات الهيكلية: يمكن أن يكون نظام الصرف الثابت غير مرناً بالشكل الكافي للتكيف مع التغيرات الهيكلية التي تصيب الاقتصاد كالتغير في مستويات الإنتاج أو تنافسية الصادرات.

- صعوبة إدارة تدفقات رؤوس الأموال : في ظل نظام الصرف الثابت يمكن أن تواجه السلطات النقدية صعوبة في إدارة تدفقات رؤوس الأموال الكبيرة مما يؤدي إلى ضغوط في الطلب على الاحتياطات من النقد الأجنبي أو ضرورة القيام بتدخلات مكلفة في السوق من طرف البنك المركزي.

¹ مايكل بوردو، المنظور التاريخي لاختيار نظام الصرف، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، الندوة المنعقدة في 16-17 ديسمبر 2002، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2003، ص22.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

- عدم كفاية الاحتياطات¹: عدم حيازة المستوى الكافي من النقد الأجنبي لدى السلطات النقدية يولد ضغوطا على استقرار سعر الصرف وقيمة العملة مما يهدد لاتخاذ قرار الانتقال من تبني نظام الصرف الثابت إلى ترتيبات أكثر مرونة أو إلى نظام التعويم.

المطلب الثالث: متطلبات وآليات الانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام التعويم

أولا: المتطلبات الأساسية للانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام التعويم

إن الانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام التعويم فرصة لتحقيق مرونة اقتصادية أكبر وسياسات نقدية أكثر استقلالية ومع ذلك يتطلب نجاح هذا الانتقال تخطيطا دقيقا والتزاما قويا بالاستقرار المالي وآليات متناسقة وتشمل بعض المتطلبات الأساسية ما يلي:

- **تقييم الوضع الاقتصادي الحالي:** وهو يتعلق بإجراء تحليل شامل للاقتصاد الكلي والذي يتضمن قياس قوة الميزانية العمومية وتوقعات مستويات التضخم، تنافسية الصادرات ومخاطر عدم الاستقرار المالي.

- **تقييم تأثير نظام التعويم:** من خلال تقييم أبعاد تأثير نظام التعويم على مختلف القطاعات والمؤشرات الاقتصادية الكلية خصوصا مراعاة الأثر على أسعار الصرف، معدلات التبادل التجاري، فرص الاستثمار الأجنبي، مستويات العمالة والأجور والإنتاج.

- **بناء إطار مؤسسي قوي:** من خلال تعزيز استقلال البنك المركزي ليتمتع بمستوى كاف لاتخاذ قرارات تتعلق بالسياسة النقدية دون تدخل أو غطاء سياسي وتطوير أساليب إدارة الصرف ومخاطر تقلبات أسعار الصرف وفعالية تنفيذ تدخلات في سوق الصرف عند الضرورة، بالإضافة إلى تعزيز تقنيات التحليل والتنبؤ للتطورات الاقتصادية والمالية خصوصا ما يتعلق بتدفقات رؤوس الأموال.

- **بناء إطار سياسي:** يتضمن الالتزام بالاستقرار المالي من طرف الحكومة والبنك المركزي واعتماد سياسات مالية ونقدية تهدف للحفاظ على الاستقرار الاقتصادي والحد من التضخم بالإضافة إلى تعزيز شفافية السياسات الاقتصادية لتعزيز الثقة وتقليل عدم اليقين لدى المستثمرين وإيجاد تواصل فعال بين الحكومة ومختلف فئات الجمهور والمهتمين بمزايا وعيوب نظام التعويم لإدارة التوقعات والحوكمة الرشيدة.

¹ أحمد بن خليفة، عزي خليفة، مقاربات منهجية وعلمية حول أنظمة أسعار الصرف العالمية، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية-العدد 2017/2، ص 27-43، ص 40.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

- الانتقال التدريجي: إن إتباع نهج تدريجي للانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام التعويم كتوسيع نطاق تقلبات العملة تدريجياً بهدف تكيف السلطات النقدية مع الظروف المتغيرة لإجراء التعديلات اللازمة على السياسات النقدية.

ثانياً: آليات الانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام التعويم

إن الانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام التعويم الذي يتخذ شكلان إما انتقال منتظم أو انتقال مدفوعاً بأزمات العملة هو قرار اقتصادي ذو آثار كبيرة على كل المؤشرات الاقتصادية الكلية ومعدلات التبادل التجاري ودرجة الاندماج المالي العالمي للدولة يتطلب تخطيطاً دقيقاً تنفيذياً مدروساً رغم أن نظم الصرف المرنة توفر عادة حماية أكثر ضد الصدمات الخارجية واستقلالية في صياغة السياسة النقدية لكن بالمقابل الكثير من البلدان ترفض تعويم أسعار الصرف خوفاً من التقلب المفرط وأثاره الجسيمة على الميزانية التي تؤدي إلى التضخم ، وتختلف آليات الانتقال والتحول باختلاف الظروف الاقتصادية لكل دولة والتي تهدف في مجملها إلى التحكم والتقليل من مخاطر التي يفتعلها التوجه من نظام الصرف الثابت إلى نظام أكثر مرونة وفق برنامج زمني متدرج يراعي المحافظة على الاستقرار الاقتصادي وترتيب الأولويات والتي يعتبرها الباحثون الكيفية المثلى للتحويل الناجح، ومن أهم ما يتطلب ضبطه سواء قبل أو أثناء مرحلة الانتقال نذكر ما يلي¹:

- تطوير سوق لصرف الأجنبي: تتميز أسواق الصرف الأجنبي لدى الأسواق الناشئة والدول النامية بضعف الاستجابة وعدم الكفاءة بسبب اعتمادها على لوائح تنظيمية لضبط سعر الصرف الأجنبي وهذا ما يعرقل نمو وتنمية السوق وعدم رغبة مختلف الفاعلين في السوق بالتأثير على اتجاهات سعر الصرف وتحقيق مكاسب من الاستثمار والمضاربة. و في حالة اتخاذ البلدان خطوات لتحسين كفاءة وعمق السوق يتعين عليها السماح بقدر من مرونة وتقلب لأسعار الصرف لخلق الحوافز للمشاركين في السوق وهي أولى الخطوات للانتقال نحو ترتيبات النظم المرنة ويكون بذلك جمع المعلومات وتتبع حركة السوق، تحديد سعر صرف العملات الأجنبية، وإدارة مخاطر سعر الصرف ويقترح في هذا الشأن مجموعة من التدابير كالتالي:

¹ سيم كاراكاداج، روبا دوتاجوبتا، جلبدا فيرنانديز، شوجو إيشي، من التثبيت إلى التعويم: لا داعي للخوف الآن، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2004، ص23.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

- 1- تخفيض دور البنك المركزي في صناعة وضبط السوق خصوصا ما يتعلق بعرض أسعار البيع والشراء والتخفيض لتداولاته مع البنوك.
- 2- زيادة المعلومات في السوق عن مصادر واستخدامات النقد الأجنبي وعن اتجاهات ميزان المدفوعات وأهداف السياسة النقدية.
- 3- التخلص تدريجيا من اللوائح الإدارية التي تؤطر نشاط السوق كحصرية تحصيل النقد الأجنبي من طرف البنك المركزي، الضرائب والرسوم المفروضة على معاملات النقد الأجنبي، القيود على عمليات التداول.
- 4- توحيد وتبسيط التشريعات الخاصة بالنقد الأجنبي وتجنب لاستثناءات المخصصة لحالات معينة للوصول إلى شفافية السوق وتقليل تكاليف المعاملات.
- 5- خلق وتطوير أدوات للتحوط من مخاطر عن طريق إلغاء القيود على نشاط السوق الآجلة.

- قدرة البنك المركزي على التدخل حيث في ظل نظام الصرف الثابت تهدف إلى سد الفجوة بين العرض والطلب على النقد الأجنبي عند سعر معين من خلال العمليات المفتوحة لشراء وبيع العملات الأجنبية وفي حالة نظام الصرف المرن يكون التدخل انسيابيا واتقائي لتحقيق أهداف معينة كتصحيح سعر التعادل، امتصاص آثار اضطراب السوق، حيازة احتياطات دولية إضافية، طرح وتوفير النقد الأجنبي وبذلك من الضروري في حالة المرونة تحديد أهداف التدخل، توقيتته وحجمه¹.

وفي حالة ما تنخفض الاحتياطات أو تكون التدفقات الرأسمالية كبيرة والتي من الممكن أن تؤثر على التدخل الناجح في سوق الصرف تظهر الحاجة إلى التدخل المباشر لاستعادة التوازن والاستقرار من خلال اتخاذ السلطات النقدية لسياسات نقدية تهدف إلى تقييد التدفقات المالية وتحديد ضوابط رأس المال مع الأخذ بعين الاعتبار أهمية توقيت تنفيذها وتوقيت إلغائها بسبب تداعياتها السلبية ومخاطرها في حالة إلغائها قبل أوانها أو إبقائها لفترة طويلة، فاستخدام ضوابط رأس المال بالشكل اللازم وفي التوقيت المناسب يمكن السلطات النقدية بالمحافظة على احتياطات النقد الأجنبي وتوفي الوقت اللازم لإجراء الإصلاحات

¹ روبا دوتاغوبتا، وغيلدا فرنانديز، وسيم كاراكاداغ، التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف ومتى وبأي سرعة؟ صندوق النقد الدولي، قضايا اقتصادية العدد

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

الضرورية ودعم الاقتصاد من خلال تطبيق سياسات ذات مصداقية تعيد الثقة في الاقتصاد المحلي رغم عدم الاستقرار الخارجي¹.

- الحاجة إلى ركيزة اسمية بديلة وسياسة نقدية تواكب حاجات الانتقال² وهو ما يجب على البلدان التي قررت التحول نحو ترتيبات أكثر مرونة أن تنشأ أداة تثبيت اسمية جديدة ويتطلب ذلك إعادة تصميم إطار السياسة النقدية بما يتناسب ومتطلبات الانتقال التدريجي. لجأت الكثير من البلدان لاستخدام نطاقا متحركا (يتسع تدريجيا) باعتباره ترتيبا وسيطا أكثر مرونة للانتقال والتحول خصوصا النامية منها لأنها لا يمكنها تحقيق المصدقية بالسرعة اللازمة لتواكب التحول وإيجاد أداة تثبيت اسمية بديلة. كما استطاعت دول أخرى ترتيب انتقال منتظم والتخلي عن نظام التثبيت باستهداف التضخم كأداة تثبيت اسمية بديلة على المدى الطويل والتي عادة ما تلائم فترات الانتقال الطويلة لتحقيق المتطلبات المؤسسية الضرورية والشروط الاقتصادية الكلية.

- إدارة مخاطر سعر الصرف يتعين على السلطات النقدية أن تحتوي وتسيطر على مخاطر سعر الصرف في كافة قطاعات الاقتصاد رفقة كل الفاعلين في السوق وكذلك قدرتها على الإشراف على تنظيمها ورقابتها. حيث أن هذه المخاطر موجودة في نظم الربط لأسعار الصرف بعملة أخرى إلا أن تنظيم وإدارة المخاطر أكثر تحديا في النظم المرنة لأن أسعار الصرف تتقلب يوميا لذلك تنطوي إدارة المؤسسات المالية لمخاطر سعر الصرف على إنشاء نظام معلومات لرقابة مصادر المخاطر وتصميم معادلات تستند على أسس ومعايير محاسبية وأساليب تقنية تحليلية حديثة لقياس المخاطر والتنبؤ بها تنتهي بوضع سياسات وإجراءات داخلية لمواجهة المخاطر³.

- توقيت تحرير حساب رأس المال يعتبر قرار تحرير حساب رأس المال من السياسات الواجب ضبط توقيتها بدقة مقارنة بفترة التحول أي بداية التحرير قبل أو بعد الانتقال إلى ترتيبات درجة أكبر من مرونة لسعر الصرف، وقد أثارت تجارب الأسواق الناشئة خلال سنوات التسعينات من القرن العشرين المخاطر المصاحبة لفتح حساب رأس المال قبل تبني سعر صرف مرن التي تؤدي إلى زعزعة مستويات السيولة المحلية، ويخلق اختلالات في توازن الاقتصاد الكلي ويحفز المضاربة، وبذلك فإن التحول نحو مرونة سعر الصرف ينبغي أن تحظى بالإلغاء

¹ سوكنيد سينغ، دواعي التدخل في سوق الصرف منظورات الأسواق الصاعدة، مجلة التمويل والتنمية، مارس 2023، ص ص 46-47

² روبا دوتاغوتا، وغيلدا فرنانديز، وسيم كاراكاداغ، التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف ومتى وبأي سرعة؟ مرجع سبق ذكره، ص 11.

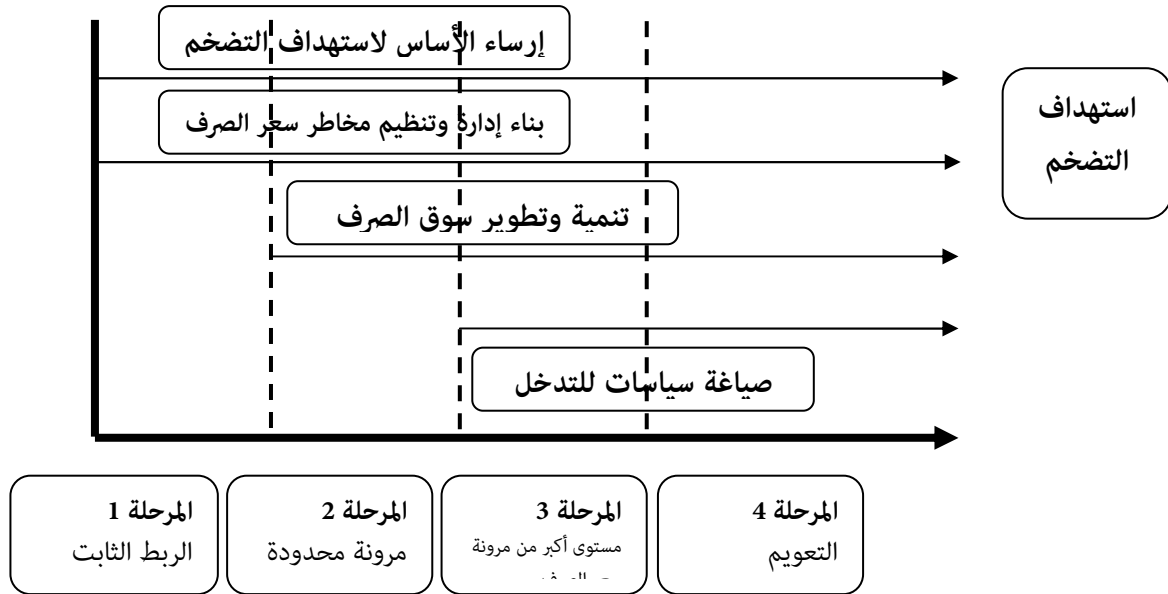
³ ترقو محمد، إمكانية تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في ظل اختيار نظام سعر الصرف الأمثل في الجزائر، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، 2016، ص 82.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

التدريجي لحالات عدم التناسق في حركة وتدفقات رأس المال لتسهيل عملية تصحيح منتظمة لأي اختلالات في تعادل سعر الصرف¹.

- السرعة، التسلسل والأولويات قرار الانتقال والتحول إلى مرونة سعر الصرف يتحدد بنطاق زمني مهم يتعلق بمدى سرعة التوجه ويقتضي التدرج والتسلسل وترتيب الأولويات وإتباع خطوات محسوبة التبعات نحو التعويم الحر والتي عادة يكون التدرج وفق ترتيبات من الربط الثابت بعملة واحدة إلى الربط الثابت أو المتحرك مقابل سلة عملات ثم التحول إلى هوامش أو نطاقات ضيقة وبعدها توسيع مدى التقلب. وبالمقابل من ذلك فالنهج السريع لا يحتاج إلى خطوات انتقال أكثر من التحول البطيء وتتحكم في درجة السرعة مستوى تطور المؤسسات والأسواق كمحدد أساسي لسرعة خطوات الانتقال من السيطرة على مخاطر التذبذب المفرط في سعر الصرف من جهة أو مصداقية السوق والتوقعات التضخمية من جهة أخرى.

الشكل رقم 1-1 : خطوات نجاح التحول المنتظم لعملية تعويم سعر الصرف



المصدر: سيم كاراكاداج، روبا دوتاجوبتا، جلبدا فيرنانديز، شوجو إيشي، من التثبيت إلى التعويم: لا داعي للخوف الآن، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2004، ص 23.

¹ ترقو محمد، إمكانية تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في ظل اختيار نظام سعر الصرف الأمثل في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 83.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

المبحث الثالث : ترتيبات وتصنيفات أنظمة إدارة سعر الصرف

منذ انهيار نظام بريتون وودز لأسعر الصرف في بداية السبعينات من القرن الماضي وفك الرابطة بين الذهب والدولار والسماح بتعويم العملات الرئيسية في أسواق صرف العملات، اتبعت البلدان أنماط مختلفة من ترتيبات أسعار الصرف كما أقرها التعديل الثاني* لمواد اتفاقية صندوق النقد الدولي رسميا والمتمثل في سلطة وحرية كل بلد في اختيار نظام سعر الصرف الذي يلائم ظروفه الاقتصادية ويحقق أهدافه والتي تعددت وتدرجت ضمن النظم الرئيسية من الثابتة مرورا بالوسيطه ووصولاً إلى المعومة.

ترتيبات نظم إدارة سعر الصرف المعتمدة والمطبقة فعليا في الواقع تندرج ضمن نمطين رئيسيين هما: نظم ثابتة تتسم بأسعار صرف مثبتة إلى عملة واحدة أو إلى سلة من العملات ويمكن تعديل مستوى الربط عند الضرورة والنمط الآخر هو نظم مرنة لإدارة سعر الصرف تتراوح بين التعويم المستقل بحث يحدد السوق سعر الصرف وبين التعويم المدار بحث تتدخل السلطات النقدية لتوجيه سعر الصرف ضمن هامش معنن.

المطلب الأول: ترتيبات أنظمة إدارة سعر الصرف

أولا: أنظمة إدارة سعر الصرف الثابتة

الإتحاد النقدي: هو مجموعة من الدول الأعضاء التي تربطها عملاتها الوطنية بنظام سعر الصرف الثابت وبالمقابل ترتبط عملات الدول الأعضاء في المنطقة النقدية بنظام صرف معوم مع باقي الدول خارج المجموعة¹.

ويعود تاريخ تشكل الاتحادات النقدية منذ تداعيات الحلاب العالمية الأولى وتشكيل كتلة الإسترليني وكتلة الفرنك بهدف تدعيم وتمويل الحرب من خلال المستعمرات البريطانية والفرنسية.

الدولة أو الأورو : وهي تفويض قانوني باستخدام عملة بلد آخر مثل بنما وبلغاريا وينقسم إلى نوعين : الدولة الرسمية وعي اعتماد عملة أجنبية كعملة قانونية ووسيلة للمعاملات المصرح بها كمخزن للقيمة ووحدة للحساب والدولة غير الرسمية وهي تداول

* تنص المادة الرابعة المعدلة من اتفاقية صندوق النقد الدولي صراحة بعدم الربط بالذهب وبالتالي فالقرار الأساسي للدولة والمتعلق باختيار نوع نظام إدارة سعر الصرف المعتمد يكون أساسا تعويم العملة أو الربط بقيمة خارجية بشكل أو بآخر.

¹ دوتاغوبتا، فرناندير وكاراكاداغ، مرجع سبق ذكره، 2006.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

مشترك للعملة الأجنبية كالدولار الأمريكي في بنما أو الأورو في بلغاريا واستخدامها كوسيلة للدفع ومستودع للقيمة بالتوازي مع العملة الوطنية¹.

مجلس العملة : مجلس العملة :هو نظام نقدي يقوم على التزام قانوني صريح بصرف العملة المحلية مقابل عملة أجنبية بسعر صرف ثابت مع إلزام سلطة الإصدار لضمان وفائها بالتزاماتها القانونية وبذلك عدم إصدار العملة المحلية إلا مقابل النقد الأجنبي وبالتالي عدم استقلالية السياسة النقدية للبنك المركزي وتجريده من وظائفه التقليدية كالرقابة النقدية و المقرض الأخير أي أنه إلتزام قانوني يسمح للبنك المركزي بالإحتفاظ بأصول أجنبية تعادل على أقل تقدير العملة المحلية المتداولة والإحتياطات المصرفية مثل هونغ كونغ.

ثانيا: الأنظمة الوسيطة : في هذا النظام يتم ربط العملة بقيمة مستقرة اتجاه عملة التثبيت أو سلة من العملات بنطاق ضيق $\pm 1\%$ أو في نطاق واسع $\pm 30\%$ حيث يمكن تحريك الربط تبعا لتباين معدلات التضخم السائدة في تلك البلدان².

الربط القابل للتعديل : ويعرف بإسم نظام بريتون وودز وهو التزام كل دولة عضو في صندوق النقد الدولي بتحديد قيمة ثابتة لعملتها الوطنية أو سعر التعادل مقابل وزن محدد من الذهب أو وحدات من الدولار الأمريكي مع السماح لسعر الصرف بالتقلب في حدود $\pm 1\%$.

الربط مقابل سلة عملات : تتشكل سلة العملات غالبا من عملات الشركاء التجاريين الرئيسيين للدولة ويكون الربط وفق أوزان محددة لحصر تقلبات أسعار الصرف المختلفة إتجاه العملة الوطنية ولكن تحديات تطبيق هذا النظام هي متطلبات تعديل قيم عملات هذه السلة إستجابة لتغيرات الهيكل الاقتصادي ورغبة في تحقيق أهداف اقتصادية أخرى كاستقطاب رؤوس الأموال، الرفع من معدلات التبادل التجاري، التصدي لأزمات العملة التي من المحتمل أن تحدث في عملة أحد الشركاء الاقتصاديين أو لمعالجة اخلالات الميزان التجاري أو التصدي لتوقعات التضخم.

الربط الزاحف: وفقا لهذا الترتيب تعدل قيمة العملة تعديلا دوريا طفيفا وبمعدل ثابت استجابة للتغيرات في مؤشرات اقتصادية معينة كتوقعات التضخم، معدلات التبادل التجاري.

¹ Cristina Terra, *Exchange Rate Regimes: principles of International, Finance and Open Economy Macroeconomics*, Op.Cit, p267

² Cristina Terra, Op.Cit, p268

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

المناطق أو النطاقات المستهدفة : التي تتدخل فيها السلطات النقدية عندما يصل سعر الصرف إلى هوامش معنوية عنها أي عند جانبي سعر التعادل المركزي وتمتاز هذه الترتيبات بضيق القلب.

ثالثاً: أنظمة التعويم

التعويم المدار : ضمن هذا الترتيب تتدخل السلطات النقدية في سوق الصرف من خلال شراء وبيع النقد الأجنبي مقابل العملة المحلية للحد من التقلبات القصيرة الأجل في سعر الصرف.

التعويم الحر¹ : في هذا النظام يتم إدارة وتحديد سعر الصرف وفق قوى السوق ونادراً ما تتدخل السلطات النقدية وتستهدف خفض محدود في معدل تغير سعر الصرف للحد من التقلبات المفرطة وليس لتحديد مستوى معين له، كما أن السياسة النقدية مستقلة عن نظام الصرف ويتم استخدامها لتوجيه الاقتصاد المحلي.

كما وضع العديد من الباحثين مزايا وعيوب أنظمة أسعار الصرف المختلفة²

- مزايا الأنظمة الصارمة ممثلة في الأنظمة الثابتة والوسيطه تساعد على تثبيت التوقعات التضخمية، دعم نمو الإنتاج وتعزيز التكامل الاقتصادي

- عيوب الأنظمة الثابتة والوسيطه محدودية استخدام سياسات الاقتصاد الكلي خصوصاً ما يتعلق بالثالوث المستحيل وهي إمكانية الوصول إلى خيارين من أصل ثلاثة مطروحة وهي سعر صرف ثابت، رأس مال مفتوح، سياسة نقدية مستقلة والذي لا يزال قائماً حيث تضطر البلدان التي لديها رأس مال مفتوح نسبياً إلى تعقيم تدفقات الاحتياطات الدولية كما أنها تواجه الانكماش الاقتصادي والتقلبات الدورية بسياسة محدودة تتعلق بتخفيض الضرائب وزيادة الإنفاق العام، احتمال التعرض للأزمات كالأزمات المصرفية أو الديون أو التوقف المفاجئ لتدفقات رأس المال، تباطؤ التكيف الخارجي والحد من الصدمات لأن سعر الصرف الحقيقي لا يستجيب بسرعة لسياسات البنك المركزي ما يؤثر على الناتج والتجارة ومن الصعب على اتباع سياسة اقتصادية توسعية في ظل أنظمة سعر الصرف الثابتة.

¹ Fahrettia Yagci, *Choice of Exchange Rate Regimes for Developing Countries*, African Region WPSeries N16, World Bank, April 2001, p4.

² Atish R. Ghosh et Jonathan D. Ostry, *Le choix du régime de change*, IMF Finances & Développement, Décembre 2009, pp 38-40

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

جدول رقم 1-1 : جدول يلخص ايجابيات وسلبيات نظم أسعار الصرف النموذجية

ترتيبات نظم الصرف	ايجابيات نظم الصرف	سلبيات نظم الصرف
أنظمة تعويم سعر الصرف		
التعويم الحر التعويم المدار بخفة	يناسب هذا النوع من الأنظمة اقتصاديات البلدان الصناعية الكبرى والمتوسطة وبعض الأسواق الناشئة المنغلقة نسبيًا أمام التجارة الدولية ولكنها مندمجة بشكل كبير في الأسواق المالية العالمية ولديها هيكل متنوع من الإنتاج والتجارة، وقطاع مالي عميق وواسع وتتميز بمعايير احترازية.	
	-عدم التأثير والقدرة على امتصاص مخاطر الصدمات الاقتصادية المعاكسة. -ضعف احتمال تعرض النظام للأزمات. -ليس بالضرورة حيازة مستويات عالية من الاحتياطات الدولية.	-تقلبات عالية على المدى القصير. -التقلبات الكبيرة على المدى المتوسط مرتبطة باختلال اقتصادي هيكلية. -سياسة نقدية يمكنها أن تحفز معدلات تضخم مرتفعة.
أنظمة سعر الصرف الوسيطة		
التعويم المدار الربط الزاحف	يناسب هذا النوع من الأنظمة اقتصاديات الأسواق الناشئة وبعض البلدان النامية التي لديها قطاع مالي قوي نسبيًا وتتمتع بمصدقية وانضباط في سياسات الاقتصاد الكلي.	
	-تسمح المرونة المحدودة بامتصاص جزئي للصدمات الاقتصادية المعاكسة. -يمكن الحفاظ على الاستمرار والقدرة التنافسية بوجود مصداقية وانضباط نقدي للنظام. -انخفاض احتمال تعرض الاقتصاد لأزمات العملة في حالة مرونة نطاق التثبيت.	-عدم شفافية معايير التدخل في حالة التعويم المدار وهو ما يؤدي إلى فقدان المصدقية وعدم اليقين في السياسة النقدية. -ضرورة حيازة احتياطات دولية عالية لضمان فعالية التدخل في سوق الصرف وتوجيه سعر الصرف.
أنظمة الربط المرن		
-الربط الزاحف ضمن نطاق -الربط الزاحف -الربط ضمن نطاقات -الربط الثابت	يناسب هذا النوع من الأنظمة اقتصاديات البلدان النامية ذات الروابط المحدودة بالأسواق المالية العالمية وعدم تنوع هيكل الإنتاج والتجارة، ولها سوق مالي ضيق وتفتقر إلى الانضباط النقدي والمصدقية كما أنها تتميز بمعدلات تضخم مرتفعة.	
	-في حالة مصداقية السياسة النقدية وموثوقية الربط يمكن للنظام الحفاظ على الاستقرار والقدرة التنافسية. يكرس أداة تثبيت اسمية ويمكن للسلطات النقدية التدخل واستهداف التضخم لتخفيض التوقعات التضخمية.	-إمكانية التعرض لأزمات العملة في حالة انفتاح مالي على الأسواق المالية العالمية. -ضرورة حيازة احتياطات دولية عالية. -ضعف القدرة على استيعاب الصدمات وتأثيرها على الاقتصاد الحقيقي.
أنظمة الربط الجامد		
مجلس العملة	نظام صرف مناسب لاقتصاديات البلدان التي تعاني بشكل مستمر من الاضطرابات النقدية وارتفاع	

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

معدلات التضخم وتتميز بعدم مصداقية السياسة النقدية وحاجتها إلى ركيزة قوية لتحقيق الاستقرار النقدي.	
نظام اتحاد العملة مناسب للدول التي لديها علاقات تجارية واقتصادية أخرى واسعة النطاق . أما الدولار فهي نظام صرف مناسب للدول الصغيرة اقتصاديا المندمجة كليا في دول مجاورة كبيرة اقتصاديا.	الإتحاد النقدي الدولة
-يفقد البنك المركزي دور المقرض الأخير باعتباره لا يملك سعر صرف قابل للتعديل، وبذلك احتمال التعرض لازمات السيولة. ارتباط معدلات الفائدة بين عملة البلدين الملتمزمتين بنظام ربط سعر الصرف. -في ظل مجلس العملة رسوم سك العملة منخفضة وفي حالة نظام الدولار منعدمة. تأثر النشاط الاقتصادي وعدم القدرة على استيعاب الصدمات. الخروج من نظام الدولار صعب ومكلف.	-يوفر مصداقية كبيرة للسياسة النقدية -أقل عرضة لأزمات العملة -تكاليف منخفضة وأسعار فائدة مستقرة. -تحقيق درجة عالية من الاستقرار في تسعير المعاملات الدولية.

المصدر:

Fahrettin Yagci, **Choice of Exchange Rate Regimes for Developing Countries**, African Region Working paper series N°16, World Bank, April 2001, pp 4-6.

المطلب الثاني: تصنيفات أنظمة إدارة سعر الصرف

شهدت أنظمة سعر الصرف تطورات كثيرة خصوصا في القرن الماضي بداية من معيار الذهب وحتى فترة بريتون وودز التي نتج عنها إنشاء صندوق النقد الدولي ثم فترات ما بعد انهيار بريتون وودز التي عرفت ظهور العملات الأجنبية واتحادات العملة وأنظمة هجينة تتراوح بين الثابتة والمعومة لإدارة سعر الصرف ونتيجة التزام الدول مع صندوق النقد الدولي من اجل العمل على استقرار النظام النقدي و المالي العالمي أثبتت الدراسات وجود تناقض بين نظم سعر الصرف القانونية والفعالية أي الأنظمة التي تدعي البلدان أنها تعتمد عليها رسميا وتقدم تقاريرها إلى صندوق النقد الدولي وبين الأنظمة التي تمارسها فعليا وواقعا.

وقد أجبرت هذه التناقضات صندوق النقد الدولي إلى جانب التصنيف القانوني ابتداء من سنة 1999 بالاعتماد على تصنيف واقعي يعتمد على دراسة سلوك سعر الصرف لتجنب اختلال السياسة النقدية والقرارات الاقتصادية وعلى حجم وأهداف تدخلات السلطات النقدية في سوق الصرف.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

يعتبر كينز أحد المهندسين لنظام بريتون وودز ورابطة الذهب-دولار بالإضافة إلى جهود هاري ديكستر وايت Harry Dexter White ووزارة الخزانة الأمريكية من أجل العمل على استقرار نظام النقد الدولي وتحقيق أهداف النمو والتجارة ، وقد تدافعت الدراسات والمقترحات في سبيل المحافظة على استقرار النظام النقدي والمالي الدولي بداية بفريدمان (1953) وجونسون (1961) بالتخلي على نظام الربط القابل للتعديل وتبني ترتيبات مرنة لإدارة سعر الصرف ومن جهة أخرى قدم منديل (1961) فكرة مناطق العملة المثلى، واستقر توجه الدول مع بداية انهيار نظام بريتون وودز في أوائل السبعينات من القرن العشرين في اعتماد نظم سعر الصرف تتراوح بين ربط العملات القابل للتعديل إلى أسعار الصرف المعومة والتي تُعرف عند الاقتصاديون بتصنيفات الجيل الأول لنظم إدارة سعر الصرف.

الخط الفاصل بين تصنيفات الجيل الأول والثاني من نظم سعر الصرف يتمثل في الجمع بين معايير التصنيف المبنية على التصريح الرسمي والسلوك سعر الصرف من طرف إدارة صندوق النقد الدولي ابتداء من سنة 1999 وتأثرها بتشكيل الاتحاد الأوروبي* وتوحيد عملة العديد من الدول الأوروبية تدريجياً منذ سنة 1999 وصولاً إلى 27 دولة وما يرتبط بها من عملات للدول الأخرى خاصة الإفريقية منها في شكل المجموعة الاقتصادية لدول غرب إفريقيا ممثلة في 15 دولة (إيكواس).

أولاً: تصنيفات الجيل الأول لأنظمة الصرف

- تصنيف لأنظمة أسعار الصرف عند Ghosh (1997): حاول Ghosh تصنيف ودراسة أنظمة سعر الصرف لقياس الأداء الاقتصادي الكلي خصوصاً توضيح العلاقة بين نظم الصرف والتضخم والنمو من خلال تحليل بيانات لـ 140 دولة خلال الفترة 1960-1990، وركزت الدراسة على دمج تصنيفات صندوق النقد الدولي مع تحليل إحصائي وتتبع لمسار سلوك سعر الصرف، حيث يرى Ghosh أن التصنيف القانوني يجسد الإلتزام الرسمي للبنك المركزي بالتدخل في سوق الصرف الأجنبي وأن التصنيف الواقعي يجسد السلوك الفعلي للسلطات النقدية.

وتوصلت الدراسة إلى أن انخفاض واستقرار توقعات التضخم وتقلب الناتج المحلي هي مرتبطة بأنظمة الربط وهذا ما يبرر تزايد الطلب النقدي وتباطؤ المعروض النقدي، كما صنفت

* اتفاقية ماستريخت سنة 1999.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

الدراسة أنظمة أسعار الصرف ضمن 9 ترتيبات رئيسية¹ ضمن الأنظمة الثابتة، الوسيطة والمعومة.

الجدول رقم 1- 2 : تصنيف نظم إدارة سعر الصرف عند Ghosh سنة 1997.

أنظمة ثابتة	أنظمة وسيطة	أنظمة التعويم
-الربط بعملة واحدة. -ربط بحقوق السحب الخاصة. -الربط بسلة من العملات مع تقلب ثابت. -الربط بسلة من العملات مع تقلب متغير.	-نظام تعاوي. -مرن مع تدخل ملحوظ ومؤثر من طرف السلطات النقدية. -مرن ضمن نطاق محدد مسبقا.	-تعويم مدار. -تعويم نظيف.

المصدر:

Ghosh, A. R., Gulde, A.-M., Ostry, J. D. & Wolf, H. C. , **Does the nominal exchange rate regime matter?** WP5874 NBER, Cambridge, January 1997 p4.

- تصنيف لأنظمة أسعار الصرف عند Kawai&Akiyama (1998)²: قدم الباحثان دراسة تهدف إلى تحليل تطور ترتيبات أنظمة أسعار الصرف المصرح بها رسميا والتي تتبناها الدول واقعيًا من طرف أكثر من 100 بلد خلال الفترة 1970-1996 وهي فترة بداية انهيار نظام بريتون وودز وتحديد مكانة العملات الرئيسية في استقرار أسعار الصرف لدى باقي البلدان، والتي توصلت إلى تبني الدول الصناعية و أغلب الدول النامية في آسيا وأمريكا اللاتينية نظام الربط مقابل عملة الدولار الأمريكي و تعتبر دول الشرق الأوسط أكثر استقرار في تثبيت أسعار الصرف مقابل الدولار الأمريكي، أما الدول الإفريقية تتباين أنظمتها بين الربط المرن والتعويم مقابل الفرنك الفرنسي والدولار الأمريكي، وأن حيازة وتشكيل الاحتياطات الدولية تتم بنفس عملة الربط، كما توقعت الدراسة أن تصبح عملة اليورو التي تزامن صدورها مع هذه الدراسة بأن تصبح العملة العالمية الثانية عالميا وأضافت أن اختيار نظام سعر الصرف يتعلق بالعديد من العناصر الأساسية الاقتصادية والسياسية أهمها درجة الانفتاح الاقتصادي وضوابط رأس المال والتدفقات التجارية، والحجم الاقتصادي لبلد العملة الاحتياطية

¹ Ghosh, A. R., Gulde, A.-M., Ostry, J. D. & Wolf, H. C. , **Does the nominal exchange rate regime matter?** WP5874 NBER, Cambridge, January 1997 pp 4-5.

² Masahiro Kawai, Shigeru Akiyama, **The Role of Nominal Anchor Currencies in Exchange Rate Arrangements**, Journal of the Japanese and International Economies 12, 334-387 Article N° JJ980419, October 1998.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

وهي عوامل أساسية تحدد عملة الربط المثالية لنظام الصرف بالإضافة إلى الروابط الاستعمارية السابقة للدولة وتاريخها وسياساتها وقربها الجغرافي.

الجدول رقم 1-3 : تصنيف نظم إدارة سعر الصرف عند Kawai&Akiyama سنة 1998.

ترتيبات سعر الصرف الأكثر مرونة	ترتيبات سعر الصرف ذات مرونة محدودة	ترتيبات سعر الصرف الثابت
-نظام قابل للتعديل وفق مؤشرات. -التعويم الموجه. -التعويم المستقل.	-مرونة محدودة مقابل عملة واحدة. -نظام تعاوي.	-الربط بعملة الدولار الأمريكي. -الربط بعملة الفرنك الفرنسي. -الربط بعملة الجنيه الإسترليني. -الربط بعملة المارك الألماني. -الربط بعملة الروبل الروسي. -الربط بعملات أخرى. -الربط بحقوق السحب الخاصة. -الربط بعملات أخرى مركبة

المصدر:

Masahiro Kawai, Shigeru Akiyama, **The Role of Nominal Anchor Currencies in Exchange Rate Arrangements**, Journal of the Japanese and International Economies 12, 334-387 Article N° JJ980419, October 1998, p338.

- تصنيف لأنظمة أسعار الصرف عند Frankel (1999)¹ : اقترح Frankel سنة 1992

تقنية لتقييم وتحديد طبيعة نظام سعر الصرف إذا كان ثابتاً أو معوم من خلال تقدير الأوزان² المخصصة للعملة المختلفة في السلة ففي حالة اعتماد السلطات النقدية نظام سعر الصرف الثابت بحكم القانون ولكن تحركات السوق تشير عكس ذلك وبالتالي لا تتضح طبيعة نظام سعر الصرف الذي يتبناه البلد. فأساس هذه التقنية هي تتبع مسار أسعار صرف العملة المحلية مقابل العملات الأساسية على مدى فترة معينة حيث يتم اختيار هذه العملات على أساس حجم التجارة والتدفقات المالية، ضوابط رأس المال، القيود التجارية التي تؤثر على تحركات أسعار الصرف ومن خلال هذه البيانات يتم حساب وقياس مدى انحراف سعر صرف العملة عن متوسط قيمتها مقارنة بالانحراف المعياري لجميع الانحرافات.

¹ Jeffrey A. Frankel, **No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times**, NBER WP7338, Cambridge, September 1999, pp 2-5

² Emmanuel Erem, **Investigation de Facto and de Jure Exchange Rate Regimes**, Review of Socio-Economic Perspectives, Vol. 5 Issue: 1/April 2020, p40.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

تصنف الدراسة ترتيبات أنظمة أسعار الصرف في 9 فئات رئيسة ضمن النظم الثابتة والوسيطية والمعومة حيث تقع ترتيبات اتحادات العملة التي تسمح لمجموعة من الدول تبني عملة واحدة ومجالس العملة التي ترخص للسلطات النقدية على الاحتفاظ بحجم من الاحتياطات موازي للقاعدة النقدية وأسعار الصرف الثابتة بحق كالمعتمدة في المجموعة الاقتصادية لدول غرب إفريقيا ضمن قسم ركن التثبيت.

وتضع الدراسة ترتيبات الربط القابل للتعديل الذي يسمح للسلطات النقدية بالتعديل الدوري لسعر الصرف والربط الزاحف الذي يخفّض بانتظام من طرف البنك المركزي والربط مقابل سلة العملات الذي يثبت غالبا مقابل عملات الشركاء التجاريين الرئيسيين ونظام الهوامش والنطاقات المستهدفة الذي تسعى فيه السلطات لضبط استقرار قيم سعر الصرف معلنة مسبقا في قسم الترتيبات الوسيطية.

كما تضع الدراسة ترتيبات ركن التعويم وتتعلق بالتعويم المدار الذي يسمح للسلطات النقدية بتوجيه قيمة سعر الصرف في الاتجاه الذي يحقق الأهداف الاقتصادية المسطرة وبالتعويم الحر الذي تتحدد في قيمة سعر الصرف وفقا لقوى السوق دون تدخل السلطات النقدية.

والخط الفاصل بين الترتيبات الثابتة والترتيبات الوسيطية يتعلق بوجود التزام مؤسسي، والخط الفاصل بين الترتيبات الوسيطية والترتيبات التعويم هي وجود نطاق مستهدف تتدخل السلطات النقدية في إطاره.

الجدول رقم 1- 4 : تصنيف نظم إدارة سعر الصرف عند Frankel سنة 1999.

الترتيبات ثابتة	الترتيبات الوسيطية	أنظمة التعويم
-اتحاد العملة. -مجلس العملة. -أسعار صرف ثابتة بحق.	-الربط القابل للتعديل. -الربط الزاحف. -الربط مقابل سلة عملات. هوامش أو نطاقات مستهدفة	-التعويم المدار. -التعويم الحر.

المصدر:

Jeffrey A. Frankel, **No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times**, NBER WP7338, Cambridge, September 1999, pp 2-5

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

ثانيا : تصنيفات الجيل الثاني لأنظمة الصرف

- تصنيف Reinhart & Rogoff (RR) 2004 و (IRR) 2019: استحدث الباحثان Reinhart&Rogoff تصنيف لأنظمة أسعار الصرف باستخدام قاعدة بيانات واسعة تتعلق بأسعار الصرف الموازية التي يحددها السوق كمدخل رئيسي في التصنيف باعتباره شائع الاستخدام في العديد من المعاملات ووجود تباين كبير مقارنة مع سعر الصرف الاسمي والذي يعتبر في الأدبيات الاقتصادية من أهم مؤشرات السياسة النقدية.

وتصنف أنظمة إدارة سعر الصرف حسب مقترح RR¹ بالتدرج وحسب درجة المرونة في 14 ترتيب ضمن 5 فئات رئيسية وهي : نظام ثابت، الربط الزاحف (مرونة محدودة)، التعويم المدار، التعويم الحر، التعويم الحر ذو ثقل كبير (السقوط الحر).

لقد أدرج تصنيف RR ترتيب مستحدث يتمثل في السقوط الحر ويعني تقلب العملة بشكل كبير خلال فترات التضخم المرتفع كما توضح الدراسة أن هذه الظاهرة تتعلق بتقييم المزايا الاقتصادية لمختلف نظم إدارة سعر الصرف والتي يمكن حصرها في الجانب السلبي باعتبارها تؤثر على استقرار المؤشرات الاقتصادية الكلية.

وتؤكد الدراسة أن التصنيف المعلن يتطلب تصريح رسمي من طرق السلطات النقدية وأن التصنيف الواقعي يتطلب تحليل الأسواق المالية لتحديد سياسة سعر الصرف.

وتبين الدراسة من جهة أخرى أن هذا التصنيف المقترح يمكن انتقاده في عدم توضيح الدراسة إذا كان سلوك الاحتياطات الدولية لبلد ما يؤثر على تصنيفه بالإضافة إلى غياب دور الصدمات من أجل الحكم على توافق التصنيف بحكم القانون مع التصنيف بحكم الواقع.

وقد تم تحديث هذا التصنيف في دراسة تحليلية حديثة (IRR 2019)² اقترحت تصنيف نظم إدارة سعر الصرف واختبار العملة الأساسية كأداة تثبيت اسمية باستخدام قاعدة بيانات تتضمن معلومات عن أسعار الصرف الموازية، أسعار الفائدة، ضوابط رأس المال والاحتياطات الدولية بهدف تتبع الاتجاهات العالمية لتطور نظم سعر الصرف حيث توصلت الدراسة أن

¹ Carmen M. Reinhart, Kenneth S.Rogoff, **The modern history of exchange rate arrangements: A reinterpretation**, the quarterly journal of economics, vol97, issue1, February 2004.

² Ethan Ilzetzki, Carmen M. Reinhart, Kenneth S.Rogoff, **Rethinking Exchange Rate Regimes**, WP29347 NBER, Cambridge October 2021.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

الدولار الأمريكي أصبح أكثر من أي وقت مضى كأداة تثبيت اسمية لنظم التثبيت والعملية المرجعية لتكوين الاحتياطات الدولية¹.

الجدول رقم 1 - 5 : تصنيف نظم إدارة سعر الصرف عند Reinhart&Rogoff (RR) سنة 2004 وتصنيف الفئات التقريبية المستحدث عند Ilzetzki, Reinhart&Rogoff IRR سنة 2019

ترتيبات النظام	الفئة التقريبية للنظام	طبيعة النظام	الرقم
ترتيبات الربط	نظام تثبيت	اتحاد العملة	1
		ربط مععلن أو ترتيب مجلس العملة	2
		نطاق أفقي مععلن أقل من أو يساوي $\pm 2\%$	3
		ربط واقعي	4
ترتيبات وسيطة	الربط الزاحف (مرونة محدودة)	ربط زاحف مععلن	5
		نطاق زاحف مععلن أقل من أو يساوي $\pm 2\%$	6
		ربط زاحف واقعي	7
		نطاق زاحف واقعي أقل من أو يساوي $\pm 2\%$	8
	نطاق زاحف مععلن أكبر من $\pm 2\%$	9	
	التعويم المدار (الموجه)	نطاق زاحف واقعي أقل من أو يساوي $\pm 5\%$	10
نطاق غير زاحف أقل من أو يساوي $\pm 2\%$ (يكون فيه التقلب مع مرور الوقت)		11	
ترتيبات التعويم	التعويم الحر	التعويم المدار	12
		التعويم الحر	13
		التعويم الحر ذو تقلب كبير (السقوط الحر)	14

¹ Ethan Ilzetzki, Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, **Exchange Arrangements Entering The 21st Century: Which Anchor Will Hold?**, wp23134 NBER, Cambridge February 2017.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

المصدر:

-Carmen M. Reinhart, Kenneth S.Rogoff, **The modern history of exchange rate arrangements: A reinterpretation**, the quarterly journal of economics, vol97, issue1, February 2004, p25

-Ethan Ilzetzki, Carmen M. Reinhart, Kenneth S.Rogoff, **Exchange Arrangements Entering The 21st Century:Which Anchor Will Hold?** wp23134 NBER, cambridge february 2017, p17

- تصنيف Levy-Yeyati & Sturzenegger¹، 2002² (LYS) 2005²

اقترح الباحثان Levy-Yeyati & Sturzenegger (2002) نموذج لتقدير وتصنيف طبيعة نظم إدارة سعر الصرف المتبناة من طرف 183 دولة عضو في صندوق النقد الدولي خلال الفترة 1974-2000 حيث يعتمد هذا النموذج على قياس درجة تدخل السلطات النقدية في أسواق الصرف وتحديد المرونة الفعلية التي يمكن أن تؤدي إلى صدمات محتملة بتحليل إحصائي عنقودي وفقا للتقلب النسبي لأسعار الصرف ومستوى التغير في الاحتياطات الدولية، والفكرة في ذلك هي أن حيازة وتراكم الإحتياطات من النقد الأجنبي أو طرحها في سوق الصرف هي سياسة نقدية شائعة في ادارة سعر الصرف حيث من المفترض أن يؤدي ربط سعر الصرف إلى تقلبات منخفضة في أسعار الصرف وتقلبات عالية في الاحتياطات وبالمقابل من ذلك فإن نظام سعر الصرف المرن يسجل تقلبات عالية في أسعار الصرف وتقلبات منخفضة في الاحتياطات.

و أعيد اختبار تقدير النموذج³ خلال فترة 1974-2013 من طرف الباحثان ليشمل فترة أوسع حيث لخصت الدراسة كل أبعاد الدراسات السابقة والتي حددت خمسة (05) أصناف رئيسية لأنظمة إدارة سعر الصرف تندرج ضمن نظم الثابت، التعويم والوسيط.

لقد تم تصميم هذا النموذج (LYS) على أساس مبدأ قياس درجة تدخل البنك المركزي في سوق الصرف لتحديد طبيعة نظام الصرف السائد وفق فرضية أن تبني نظام تثبيت سعر الصرف يُلزم البنك المركزي على بيع وشراء النقد الأجنبي دفاعا وحفاظا على توازن سعر الصرف المستهدف وبالتالي تقلب الاحتياطات الدولية بهدف تحقيق الاستقرار في سعر الصرف الاسمي وبالمقابل تستغني البلدان التي تتبنى نظام التعويم عن تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف للدفاع أو الحفاظ على معدل سعر الصرف باعتبار أن قيمة العملة تتحدد وفقا لقوى

¹ Eduardo Levy-Yeyati & Federico Sturzenegger, **A de facto classification of exchange rate regimes: A methodological note**, business school, Universidad torcuato Di tella, Buenos Aires; Argentina 2002. P5.

² Eduardo Levy-Yeyati & Federico Sturzenegger, **Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. word**, European Economic Review 49 ,2005, P-P 1603 – 1635

³ Eduardo Levy-Yeyati & Federico Sturzenegger, **classifying exchange rate regimes: 15 years later**, faculty research working papers series, havard kennedy school of government, june 2016, RWP16-028.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

السوق وبالتالي لا تتأثر مستويات الاحتياطات الدولية في هذا النظام في ظل مبدأ فعالية وتأثير السياسة النقدية على السيولة (الأساس النقدي).

ولتوصيف النموذج اعتمدت الدراسة على المقاييس التالية:

- متوسط نسبة التغير الشهري المطلقة في سعر الصرف
- الإنحراف المعياري لنسبة التغير الشهري في سعر الصرف
- نسبة التغير في مستوى الاحتياطات الدولية من القاعدة النقدية للشهر السابق.

ونظرا لصعوبة تقدير مستوى الاحتياطات الدولية لدى البلدان المتعلقة بعمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي بسبب تداخل متغيرات أخرى وتأثيرها على حجم النقد الأجنبي كإصدار ديون بالعملة الأجنبية، معاملات المشتقات المالية، المعاملات الخفية للصرف الأجنبي إلا أن الباحثان لمعالجة هذا المشكل تم استبعاد الودائع الحكومية لدى البنك المركزي من صافي الأصول الخارجية للبنك وبذلك تم صياغة النموذج بمؤشر بديل لتقدير صافي الاحتياطات الأجنبية الذي يحدد التدخل في سوق الصرف كما يلي¹:

$$R_t = \frac{(FA)_t - (FL)_t - (CGD)_t}{e_t}$$

حيث أن:

R_t : هو صافي الاحتياطات الأجنبية المقوم بالدولار الأمريكي في المدة (t) التي هي نهاية الفترة لكل شهر؛

FA_t : هي الموجودات الأجنبية في المدة (t) مقومة بالعملة الوطنية؛

FL_t : هي المطلوبات الأجنبية في المدة (t) مقومة بالعملة الوطنية؛

CGD_t : هي الودائع الحكومية من العملة الوطنية لدى البنك المركزي في المدة (t)؛

e_t : هي سعر صرف العملة الوطنية مقابل الدولار الأمريكي خلال المدة (t).

وبناء على هذه المتغيرات صياغة النموذج لتحديد درجة التدخل الشهري للبنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي باستخدام الصيغة التالية:

¹ عبد الحميد مرغيت، محاولة قياس درجة تدخل بنك الجزائر في سوق الصرف الأجنبي باستخدام نموذج Levy-Yeyati&Sturzenegger ، مجلة اوراق اقتصادية العدد 03، ديسمبر 2018 ص ص 146-147.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

$$r_t = \frac{R_t - R_{t-1}}{MO_{t-1}/e_{t-1}}$$

وهذه المعادلة يمكن كتابتها كما يلي:

$$r_t = \frac{\Delta R}{MO_{t-1}/e_{t-1}}$$

حيث:

r_t : هو مستوى التدخل الشهري المطلق من طرف البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي؛

ΔR : هو التقلب في صافي الاحتياطات الدولية؛

MO_{t-1} : هو الأساس النقدي في المدة السابقة ويتضمن كل من العملة المصدرة مضافا إليها الودائع الجارية لكل من (المصاريف التجارية، المؤسسات المالية الأخرى، القطاع الخاص) لدى البنك المركزي.

e_{t-1} : هو سعر صرف العملة الوطنية مقابل الدولار الأمريكي في المدة السابقة.

يظهر من خلال النموذج المقترح في الدراسة أن:

- مستوى التدخل هو متوسط التغير الشهري المطلق في صافي الاحتياطات الأجنبية المقوم بالدولار بالنسبة إلى الأساس النقدي المقوم بالدولار في الشهر السابق.

- التقلبات في صافي الاحتياطات الأجنبية ΔR هي دالة في مستوى التدخل الشهري المطلق من طرف البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي r_t .

ولتقدير نتائج النموذج فإن الدراسة حددت ثلاث حالات ممكنة وهي:

- $r_t \cong 0$ معناه أن نظام سعر الصرف المعتمد هو التعويم؛

- $r_t \cong 1$ معناه أن نظام سعر الصرف المعتمد هو التثبيت؛

- $1 > r_t > 0$ معناه أن نظام سعر الصرف المعتمد هو النظام الوسيط؛

وقد صنفت هذه الدراسة على ضوء نتائج النموذج المقترح أنظمة إدارة سعر الصرف كالتالي:

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

الجدول رقم 1- 6 : تصنيف نظم إدارة سعر الصرف عند Levy-Yeyati & Sturzenegger سنة 2016

تقلب مستوى الاحتياطات	تقلب التغير في سعر الصرف الاسمي	تقلب سعر الصرف الاسمي	طبيعة التصنيف
ضعيف	ضعيف	ضعيف	1 نظام غير محدد وفق نتائج النموذج
ضعيف	عالي	عالي	2 نظام التعويم الحر
عالي	عالي	عالي	3 نظام التعويم غير النظيف
عالي	ضعيف	عالي	4 نظام الربط الزاحف
عالي	ضعيف	ضعيف	5 نظام التثبيت

المصدر:

Eduardo Levy-Yeyati & Federico Sturzenegger, *Classifying Exchange Rate Regimes: 15 years later*, faculty research working papers series, Havard Kennedy School of government, June 2016, RWP16-028, p12

توصلت الدراسة من خلال تقدير النموذج لتصنيف نظم إدارة سعر الصرف خلال الفترة 1974-2013 إلى نتائج التالية:

- تغير مسار اعتماد الدول على أنظمة التثبيت حيث تراجعت النسبة من 71% إلى حدود 43% خصوصا خلال سنوات 1990 ويعود السبب في ذلك إلى موجة الانفتاح المالي الذي شهدته الأسواق الناشئة خصوصا في دول شرق آسيا.

- استقرار نسبة الدول في الإعتماد على الأنظمة الوسيطة بين 10%-14% على طول فترة الدراسة.

- ارتفاع نسبة تبني الدول أنظمة التعويم خلال سنوات 1990.

- تصنيف 2008 حسب دراسة¹ Mark Stone, Harald Anderson & Romain

Veyrune تنقسم أنظمة سعر الصرف نموذجيا إلى ثلاث فئات :

أنظمة ربط سعر الصرف الصارم بعملة أخرى	أنظمة الربط المرن لسعر الصرف	أنظمة سعر الصرف المعومة
-الدولة الكاملة -مجلس النقد	الربط مقابل -عملة التثبيت أو سلة من العملات	-تعويم حر -تعويم موجه
	نطاق التقلب -نطاق ضيق $\pm 1\%$ أو نطاق واسع $\pm 30\%$	

¹ Mark Stone, Harald Anderson & Romain Veyrune, *Exchange rate regimes: Fix or float?*, Finance and Development, A quarterly magazine of the IMF, March 2008, Vol45 N01, pp 42-43.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

المصدر :

Mark Stone, Harald Anderson & Romain Veyrune, **Exchange rate regimes: Fix or float?**, Finance and Development, A quarterly magazine of the IMF, March 2008, Vol45 N01, pp 42-43

وتصف هذه الدراسة أن نظم الربط الصارم تسير الظروف الاقتصادية للدول التي تسعى إلى إدخال تغييرات في سياساتها المالية والهيكلية و لها مستويات منخفضة للتضخم وبذلك فهي توفر درجة عالية من الاستقرار في تسعير المعاملات الدولية لكن هذه النظم لا توفر للسلطات النقدية الاستقلالية في تسطير سياستها النقدية باعتبارها لا تملك سعر صرف قابل للتعديل وأن أسعار الفائدة لديها مرتبطة بتلك السائدة في بلد عملة التثبيت.

بينما أنظمة الربط المرن تهتم بتباين معدلات التضخم عبر دول التثبيت وبالتالي فهي تسعى للمحافظة على أداة اسمية تستخدمها في صلب سياستها النقدية لمواجهة توقعات التضخم كما تسعى لتخفيف حدة الصدمات ومحاولة امتصاص أثارها عن طريق درجة محدودة من المرونة في تقلبات سعر الصرف ويعتبر هذا الجانب السلبي في هذه الفئة من الأنظمة هو الدرجة الكبيرة في احتمال تعرضها لمخاطر الأزمات المالية ما يؤثر على قيمة العملة واستقرار النظام.

وبالنسبة لأنظمة سعر الصرف المعومة فتصفها الدراسة أنها تمنح البنك المركزي سياسة نقدية مستقلة باعتبار سعر الصرف يتحدد وفقا لقوى السوق وتشتط الدراسة توفر العديد من الظروف في اقتصاديات الدول لنجاح تبني هذا النظام حيث يتعين وجود سوق الصرف الأجنبي والأسواق المالية عميق بالقدر الكافي لامتصاص الصدمات وحدث التوازن دون تعرض سعر الصرف لتقلبات كبيرة، بالإضافة إلى إيجاد الأدوات المالية اللازمة لتغطية المخاطر التي يمكن حدوثها نتيجة تقلب سعر الصرف.

- تصنيف تجميعي لأنظمة أسعار الصرف عند Couharde&Grekou¹ (2021): تقترح هذه الدراسة تصنيف تجميعي (تطابقي) فعلي جديد لأنظمة سعر الصرف فهي تضع إطار موحد يجمع بين تصنيف RR وتصنيف LYS أكثر شمولية ويواكب التطور التاريخي لنظم إدارة سعر الصرف بعد انهيار نظام بريتون وودز لعينة مكونة من 195 دولة خلال الفترة 1946-2016، وخلصت الدراسة إلى أن فرضية التفريغ أو تجويف الوسط في الأنظمة الفعلية

¹ Cécile Couhard, Carl Grekou, **Better Tow Eyes than One: A Synthesis Classification of Exchange Rate Regimes**, CEPII Working paper N° 2021-07 October 2021.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

بالنسبة للأسواق الناشئة والبلدان النامية قد شهدت من سنوات 1990 انتقال نحو أنظمة وسيطة مدارة أكثر مرونة وليس تبني نظرية الركن (أنظمة التثبيت أو أنظمة التعويم)، كما أشارت الدراسة إلى وجود ارتباط بين أزمات العملة وتزايد مرونة سعر الصرف ضمن الأنظمة الوسيطة والعائمة في كل من الأسواق الناشئة والدول النامية.

تعتمد الدراسة في التصنيف التجميعي لأنظمة سعر الصرف على استنتاج أقرب فئة أو ترتيب لسعر الصرف بالنسبة لبلد معين في سنة معينة باستخدام خوارزمية k^{th} (kNN) Nearest Neighbor حيث تم مقارنة تصنيف RR بتصنيف LYS ومحاولة قياس نسبة التوافق بين التصنيفين، وتعتبر هذه الخوارزمية من الأدوات التي تستخدم في التصنيف، الانحدار والتنبؤ وخصوصا في تحديد البيانات الشاذة أو القيم المتطرفة وتتمحور فكرتها على أساس تحديد صنف أو قيمة معينة جديدة بناء على موقعها من أقرب عينات من مجموعة البيانات الأخرى وتعتمد في ذلك حساب التشابه بين الحالات والقيم وحساب المسافة بين البيانات باستخدام مقياس المسافة الاقليدية بهدف التحقق من فرضية أن البيانات القريبة من بعضها تكون متشابهة وأن البيانات البعيدة عن بعضها البعض تكون غير متشابهة.

حيث يتم حساب قيمة المسافة الاقليدية (Euclidean distance) (d) بين النقطتين x و y بالمعادلة التالية:

$$d(x, y) = \sqrt{(x_1 - y_1)^2 + (x_2 - y_2)^2 + \dots + (x_n - y_n)^2}$$
$$= \sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - y_i)^2}$$

وتوصلت الدراسة إلى وجود توافق عام بين تصنيف RR وتصنيف LYS بنسبة 57.7% كما تم تسجيل أعلى نسبة توافق بين التصنيفين في ترتيبات أنظمة التثبيت ثم يليه التوافق بين الأنظمة الوسيطة. وقد فسرت الدراسة الاختلافات بين التصنيفين بطبيعة سعر الصرف الاسمي (أسعار الصرف الرسمية مقابل أسعار الصرف الموازية) والعتبات التي تحدد فئات وترتيبات أسعار الصرف المختلفة وهي مرتبطة أساسا بالمجال الزمني لقياس تقلب أسعار الصرف.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

- ترتيبات الصرف وفق التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي لسنة 2022: قدم الإصدار 73 من التقرير السنوي لترتيبات الصرف وقيود الصرف¹ (AREAER) ترتيبات أسعار الصرف للدول الأعضاء (190 دولة عضو) التي تتضمن الترتيبات القانونية المقترحة من طرف خبراء صندوق النقد الدولي والترتيبات الفعلية والمصنفة في 10 فئات كما يشير التقرير إلى إمكانية وجود اختلافات بين الترتيبات بحكم القانون De jure والترتيبات بحكم الواقع De facto، وتم اعتماد هذا التصنيف بداية من 2 فيفري 2009 لوضع تصنيفات موضوعية وأكثر اتساقاً بالتصنيفات السابقة للدول وتحسين شفافية الرقابة الثنائية ومتعددة الأطراف التي يقوم بها صندوق النقد الدولي

الجدول رقم 1-7 : تصنيف صندوق النقد الدولي لأنظمة سعر الصرف لسنة 2022.

نوع النظام	فئة النظام
الربط الجامد	-ترتيبات الصرف بغير عملة قانونية مستقلة (اتحاد نقدي، الدولار). -ترتيبات مجالس العملة.
الربط المرن	-ترتيبات الربط الثابت التقليدي. -ربط سعر الصرف ضمن نطاقات أفقية. -ترتيبات مستقرة. -الربط الزاحف. -الربط ضمن نطاقات تقلب زاحفة.
أنظمة التعويم (قوى السوق تحدد سعر الصرف)	-تعويم. -تعويم حر
باقي الأنظمة	-ترتيبات مدارة اخرى.

المصدر:

Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2022 (AREAER), IMF, July 23, 2023.

المطلب الثالث: محددات الفجوة بين التصنيف القانوني والواقعي لنظم سعر الصرف

تطرت العديد من الدراسات إلى تحليل محددات الاختلاف بين نظم أسعار الصرف بحكم القانون ونظم أسعار الصرف بحكم الواقع التي تدفع بالدول إلى عدم الالتزام بطبيعة النظام الرسمي والمصرح به لدى صندوق النقد الدولي، والتي يصنفها العديد من الباحثين كفجوات معدل العائد الاقتصادي ذات طبيعة مؤسسية بحتة وعكس ذلك تصنف بعض

1 Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2022 (AREAER), IMF, July 23, 2023

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

الدراسات هذه تناقضات في نظم سعر الصرف للبلدان (التصنيف القانوني والتصنيف الفعلي) كظاهرة اقتصادية سلبية تشكك في مصداقية السياسة النقدية وخرق السلطات النقدية لالتزاماتها بنظام سعر الصرف الرسمي.

قدم الباحث Viktor Dudzich¹ العديد من المتغيرات التفسيرية ذات الطبيعة الاقتصادية والسياسية التي تدفع بالدول على الإخلال بالالتزام سياسة نقدية معينة في ظل نظم سعر الصرف الرسمي المصرح به لدى صندوق النقد الدولي.

- **المتغيرات ذات الطبيعة الاقتصادية:** حيث تؤثر احتياطات النقد الأجنبي في السياسة النقدية الفعلية وترتبط مستوياتها وتوقعات التضخم ومعدل نمو الكتلة النقدية بمفهومها الواسع باحتمال حدوث تناقضات بين الأنظمة القانونية والفعلية لنظم سعر الصرف. كما يؤثر ميزان الحساب الجاري وتحقيق فوائض مصحوبة بمستويات منخفضة من الدين الخارجي من احتمال وجود فجوات بين النظام الرسمي والفعلي لسعر الصرف، بالإضافة إلى درجات الانفتاح الاقتصادي حيث تميل البلدان الأكثر انفتاحا اقتصاديا إلى عدم التزامها بنظام سعر الصرف بحكم القانون ومسائر ظروفها الاقتصادية للمحافظة على استقرار المؤشرات الاقتصادية الكلية كما يساهم وجود أسعار الصرف المتعددة وتبني سياسات استهداف التضخم لتغيير النظام القانوني لسعر الصرف وحدوث فجوات في معدل العائد الإقتصادي.

- **المتغيرات ذات الطبيعة السياسية:** ويقصد بها مستويات الديمقراطية والتقدم المؤسسي حيث أن الدول الأكثر تقدما مؤسسيا أقل احتمالا لحدوث فجوات في معدل العائد الاقتصادي و الدول الأقل تقدما يزيد فيها احتمال حدوث هذه الظاهرة بسبب عدم وجود استقرار سياسي ما يجبر العديد من البلدان إلى عدم الالتزام بنظم سعر الصرف القانوني والمصرح به رسميا لدى إدارة صندوق النقد الدولي.

ووجود فرقا بين نظم سعر الصرف بحكم القانون وبحكم الواقع وبالنسبة للعديد من الأسواق الناشئة والدول النامية هي تتعلق أساسا بظاهرة الخوف من التعويم أكثر من ظاهرة الخوف من الربط والتثبيت، وان معظم الدول بنسبة تقارب 70% تفضل أنظمة الربط مقابل

¹ Viktor Dudzich, **Determinants of De Jure – De Facto Exchange Rate Regime Gaps**, Journal of central Banking theory and practice, 2022, vol1, pp 151-177.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

عملات أساسية معينة كالดอลลาร์ الأمريكي واليورو حيث هذا الأخير أثر سلبا على حصة الجنيه الإسترليني والين الياباني¹.

المطلب الرابع: تطور تبني الدول لنظم إدارة سعر الصرف خلال الفترة 2000-2022

بعد مرحلة الاستقرار في ظل نظم أسعار الصرف الثابتة وكفاءتها في معالجة اختلال ميزان المدفوعات وتحقيق الاستقرار النقدي والمالي، عرفت الفترة بين انهيار نظام بريتون وودز سنة 1971 إلى غاية سنة 1999 تقلبات في ترتيبات أسعار الصرف وتركيز السياسات الاقتصادية للحد من آثار الصدمات والتوقعات التضخمية والدفع بمعدلات النمو وإعادة التوازن لميزان المدفوعات وتحسين مستوى الأداء الاقتصادي الكلي من خلال الاعتماد واستخدام أداة سعر الصرف بشكل أساسي ما أدى إلى تحول ملحوظ وانتقالا من أنظمة التثبيت إلى أنظمة التعويم سنوات 1990 من القرن العشرين والتي عرفت بظاهرة "تجويف الوسط" والتي شهدت تزايد التدفقات رؤوس الأموال بين الدول بسبب تخفيف إجراءات الرقابة على حساب رأس المال واستحداث أسواق مالية جديدة خصوص بدول جنوب شرق آسيا.

شهد تصنيف نظم إدارة سعر الصرف نقطتي تحول أساسيتين خلال العقدين الماضيين أولا بداية بتحقيق صندوق النقد الدولي في مدى توافق أنظمة وترتيبات سعر الصرف المصرح بها رسميا بحكم القانون وأنظمة وترتيبات تعتمد عليها الدول بحكم الواقع منذ سنة 1999 والتي أسفرت على وجود حالة عدم التطابق، وأجبر هذا الوضع صندوق النقد الدولي إضافة على التصريح الرسمي للدول بطبيعة النظام المعتمد إلى دراسة وتتبع السلوك الفعلي لسعر الصرف بهدف ضبط تصنيفات وترتيبات نظم سعر الصرف والتي تزامنت مع اندماج المارك الألماني والفرنك الفرنسي لتأسيس عملة اليورو الموحدة للمجموعة الأوروبية.

وثانيا أن حالة الاستقرار التي يشهدها نظام النقد الدولي لا تؤثر على التصنيفات والترتيبات المعتمدة من طرف الدول إلا في حالات الأزمات المالية والنقدية كالأزمة المالية سنة 2008 أو الحروب وعدم الاستقرار السياسي للعديد من الدول والتي يكون لها تداعيات وانتقال الدول من تصنيف لآخر بحثا عن الاستقرار النقدي والمالي أو الدخول في مرحلة إنعاش وتوسع اقتصادي وقد أوضحت في هذا السياق العديد من الدراسات والإحصائيات الصادرة عن

¹ Emmanuel Erem, *Investigating De facto and De jure Exchange Rate Regimes*, Review of socio-economic perspectives, Vol 5 Issue 1, April 2020, pp 35-60.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

صندوق النقد الدولي هذه التحولات في تصنيف نظم إدارة سعر الصرف وانتقال الدول من ترتيب لآخر.

الجدول رقم 1- 8 : تطور نسبي للدول المعتمدة لترتيبات الصرف خلال الفترة 2000-2022.

أنظمة إدارة سعر الصرف				السنوات
ترتيبات المدارة الأخرى	أنظمة التعويم	الربط المرن وأنظمة وسيطة	الربط الجامد	
-	41.7	33.5	24.8	2000
-	43.1	31.7	25.2	2001
-	44	30.5	25.5	2002
-	45	29.5	25.5	2003
-	47.2	27.3	25.5	2004
-	47.2	27.3	25.5	2005
-	44.1	43.7	12.2	2006
-	44.1	43.7	12.2	2007
8	39.9	39.9	12.2	2008
11.2	42	34.6	12.2	2009
11.1	36	39.7	13.2	2010
8.9	34.7	43.2	13.2	2011
12.6	34.7	39.5	13.2	2012
9.9	34	42.9	13.1	2013
9.4	34	43.5	13.1	2014
5.2	35.1	47.1	12.6	2015
10.4	37	39.6	13	2016
9.4	35.9	42.2	12.5	2017
6.8	34.4	46.4	12.5	2018
6.8	34.4	46.4	12.5	2019
7.8	32.8	46.9	12.5	2020
6.2	33.2	47.7	13	2021
5.7	34	46.9	13.4	2022

المصدر : من إعداد الطالب إستنادا على التقارير السنوية لصندوق النقد الدولي المتعلقة بترتيبات

الصرف وقيود الصرف (AREAER Data, www.elibrary-areaer.imf.org) 2001- 2007، 2008، و2022.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

يتضمن الجدول أعلاه تطور وانتقال الدول بين مختلف ترتيبات الصرف (كنسبة من الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي) خلال الفترة 2000-2022 ضمن ثلاث فئات رئيسية، الربط الجامد المتضمن ترتيبات الصرف بغير عملة قانونية مستقلة و مجالس العملة، والربط المرن أو الأنظمة الوسيطة المتضمن ترتيبات الربط بعملة واحدة أو الربط بسلة عملات و ترتيبات الربط الزاحف والربط ضمن نطاقات وهوامش، وأنظمة التعويم المتضمنة أنظمة التعويم المدار و الحر، كما تم استحداث فئة إحصائية أخرى تتضمن أنواع من الترتيبات الدارة ضمن التقارير السنوية لصندوق النقد الدولي والمتعلقة بترتيبات الصرف وقيود الصرف ابتداء من الأزمة المالية لسنة 2008 وهي تتعلق بتبني دول لترتيبات مدارة أخرى غير واضحة المعالم في المرتكزات الاسمية وغير معلنة الأهداف.

تم حساب النسبة المئوية للفئات الرئيسية بين الدول للفترة 2000-2007 بناء على التقارير السنوية لصندوق النقد الدولي لذات الفترة.

أوضحت البيانات النسبية المتعلقة بطبيعة نظم وترتيبات سعر الصرف المعتمدة من طرف الدول الأعضاء في الصندوق الملاحظات التالية:

- وجود استقرار عام على طول الفترة في طبيعة الأنظمة التي تبنتها الدول بالنسبة للربط الجامد تراوحت النسبة بين 12.2% و 13.4% ابتداء من سنة 2006 أما خلال الفترة 2000-2005 فقد ربط العديد من الدول عملاتها باليورو، وبالنسبة للربط المرن والأنظمة الوسيطة تراوحت في الانخفاض والارتفاع بين 34.6% و 46.9% أما أنظمة التعويم عرفت تفاوت نسبي طفيف بين 34% و 47.2%، مع إشارة التقارير إلى وجود تصنيفات مدارة أخرى لم يتم تحديد معايير واضحة لتصنيفها ضمن إحدى الفئات الرئيسية بداية من سنة 2008.

- بناء على البيانات الموضحة في الجدول يظهر انخفاض في نسبة أنظمة الربط الجامد بداية من سنة 2006 وارتفاع في نسبة الربط المرن والأنظمة الوسيطة واستقرار في نسبة أنظمة التعويم وتعود أسباب ذلك إلى التغيرات التي طرأت في تصنيفات التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي لسنتي 2005 و 2006 حيث تم إعادة تصنيف دول إتحاد العملة لشرق الكاريبي ECCU* من ترتيبات الصرف بغير عملة قانونية مستقلة إلى ترتيبات مجلس العملة وإعادة تصنيف دول الإتحاد الاقتصادي والنقدي لغرب إفريقيا WAEMU** و الجماعة الاقتصادية

* ECCU ستة (6) دول اتحاد العملة لشرق الكاريبي وهي: أنتيغوا وباربودا، دومينيكا، غرينادا، سانت كيتس ونيفيس، سانت لوسيا، سانت فينسنت والغرنادين.
** WAEMU ثمانية (8) دول الإتحاد الاقتصادي والنقدي لغرب إفريقيا وهي: البنين، بوركينا فاسو، ساحل العاج، غينيا بيساو، مالي، النيجر، سنيغال، الطوغو.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

والنقدية لوسط إفريقيا^{***} CAEMC من ترتيبات الصرف بغير عملة قانونية مستقلة إلى نظام الربط المرن مقابل عملة واحدة باعتبارها تاريخيا وسياسيا كانت ضمن كتلة الفرنك الفرنسي بالإضافة إلى إعادة تصنيف منطقة الأورو EURO Area من إتحاد نقدي ضمن ترتيبات الصرف بغير عملة قانونية مستقلة إلى التعويم الحر لأنه لا يوجد لهذه البلدان رכיعة اسمية محددة بوضوح لكنها تعتمد في إدارة سياستها النقدية على عدة مؤشرات مختلفة، وهو ما أثر على نسبة تصنيف الدول في مختلف الترتيبات لأنظمة سعر الصرف لكنها تبقى مستقرة في اتجاه عام، وهذا ما يؤكد أن تغيير نظام سعر الصرف والانتقال بين مختلف الترتيبات يكون بسبب يتطلب فترة طويلة نسبيا تتعلق بإنشاء الهيكل المؤسسي يسهل عملية الانتقال أو أزمة مالية عالمية كبيرة أو بسبب الحروب.

المبحث الرابع: ارتباط اختيار نظام الصرف بالمتغيرات الاقتصادية الكلية المطلب الأول: علاقة نظم الصرف بمتغيرات الاقتصاد الكلي

تعتبر نظم الصرف من الآليات الاقتصادية الأساسية التي تستخدمها الدول لتحديد قيمة عملاتها الوطنية مقابل العملات الأجنبية، هذه النظم تؤثر بشكل كبير على مجموعة واسعة من المتغيرات الاقتصادية نتيجة العلاقة المعقدة بين نظم الصرف وهذه المتغيرات والتي من المحتمل أن تؤثر إيجابا أو سلبا على أهداف السياسة النقدية.

- علاقة نظام سعر الصرف بظاهرة التضخم

إن مؤشر التضخم المرتفع غير حاسم في قرار اختيار نظام سعر الصرف لأنه حسب الدراسات يتلاءم مع الأنظمة والترتيبات المختلفة ولكن بالمقابل أهداف السلطات النقدية هي التي تأخذ بعين الاعتبار في ذلك، فهدف تخفيض معدلات التضخم يفضل اعتماد نظام سعر الصرف الثابت وهدف تصحيح وإعادة التوازن الخارجي لميزان المدفوعات يفضل تبني نظام سعر الصرف المرن.

يعرف استهداف التضخم على أنه إطار للسياسة النقدية تلتزم بموجبه السلطات النقدية بالوصول إلى معدل تضخم عادة ما يحدد بمدى معين خلال فترة زمنية¹، ويتم تحقيق هذا

^{***} CAEMC ستة (6) دول الجماعة الاقتصادية والنقدية لوسط إفريقيا وهي: الكاميرون، إفريقيا الوسطى، تشاد، الكونغو، الغابون، غينيا الإستوائية.
¹ عبد الحميد مرغيث، مدى قابلية تطبيق استراتيجية استهداف التضخم في الجزائر، مجلة أوراق اقتصادية، المجلد 04 العدد 02، ديسمبر 2020.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

الهدف بالتزام صريح للبنك المركزي ووفقا للظروف والوضع الاقتصادي العام للدولة وغالبا ما يحدد نطاق 3% كمعدل مستهدف للتضخم.

وقد برز استهداف التضخم كهدف للسياسة النقدية لدى البلدان النامية وفي الأسواق الناشئة بعد موجة الانفتاح المالي التي أدت إلى إدخال تغيرات على الهيكل المالي واستحداث أدوات مالية في ظل التحول من أنظمة الربط الثابت لسعر الصرف والانتقال إلى أنظمة إدارة سعر الصرف الأكثر مرونة وتخليها عن الركيزة الاسمية لعمليتها.

ومن بين متطلبات نجاح إستراتيجية استهداف التضخم¹ هي ضرورة اعتماد نظام سعر صرف مرن وأن يكون الهدف الأساسي للسياسة النقدية هو استهداف معدل التضخم بشكل مباشر وعدم التزام البنك بضرورة التدخل لإعادة التوازن في تقلبات سعر الصرف حيث أن استهداف التضخم وسعر الصرف في آن واحد يؤدي إلى تغيرات كبيرة في سعر الفائدة وبالتالي التأثير على توقعات وحجم الاستثمار ومعدلات النمو بالإضافة إلى متطلبات أخرى كمتانة الوضعية المالية للدولة وضرورة التنسيق بين السياسة المالية والنقدية التي تعزز من استقلالية البنك المركزي وفعالية تدخلاته واستقرار القطاع المالي والمصرفي وكفاءته من خلال توفر قاعدة بيانات شاملة ودقيقة وهذا ما تؤكدته الدراسات² أن استهداف التضخم بشكل سمي ومعلن يتطلب تبني ترتيبات إدارة سعر الصرف ذات مرونة محدودة.

وحسب دراسة Ilzetzki & others 2017 المتعلقة بتصنيف 194 دولة باستخدام بيانات شهرية عن سعر الصرف والتضخم خلال الفترة 1946-2016 توصلت الدراسة إلى أن 40 بالمائة من البلدان التي تستهدف التضخم تبني ترتيبات مرنة محدودة تقترب من نظام الربط وبالتالي ليس بالضرورة تبني نظام التعويم من أجل استهداف التضخم كما توصلت الدراسة إلى وجود زيادة في توجه الدول في اعتماد الأنظمة الوسيطة مع انخفاض في تبني حلول الركن.

أثبتت الدراسات³ أن أنظمة سعر الصرف الثابتة الواقعية توفر للدول مناخ اقتصادي لتحقيق نتائج ايجابية واستقرار في توقعات التضخم لدى البلدان النامية والأسواق الناشئة ويعزز هذا الموقف مصداقية التزام السلطات النقدية في الدفاع عن توازن سعر الصرف، إلا في

¹ عبد الحميد مرغيث، مدى قابلية تطبيق استراتيجية استهداف التضخم في الجزائر، نفس المرجع السابق.

² Ethan Ilzetzki, Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, **Rethinking Exchange Rate Regimes**, WP29347 NBER, Cambridge October 2021 p28

³ Atish R. Ghosh et Jonathan D. Ostry, **Le choix du régime de change**, IMF Finances & Développement Décembre 2009 pp 38-40

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

حالات تقييم العملة بأقل من قيمتها الحقيقية ما يؤثر سلبا على معدلات النمو ويحقق فوائض في الميزان التجاري وتراكم في مستويات الاحتياطات وبالتالي قد لا يفيد ربط العملة في التحكم في توقعات التضخم ويمكن أن تتناقض نتائج هذه الدراسة المتعلقة بمكاسب التضخم في ظل أنظمة الصرف الثابتة في حالة الاعتماد على تحليل أنظمة سعر الصرف بحكم القانون

أما بالنسبة لأنظمة سعر الصرف الوسيطة فهي لا تحقق نفس المكاسب المتعلقة بتثبيت التوقعات التضخمية ومكافحة التضخم باعتبارها نظام التكافؤ الثابت دون التزام قانوني ومؤسسي يمنح المصدقية للسلطات النقدية.

- علاقة نظام سعر الصرف بالأزمات المالية

في ظل العوامة والتكامل المالي العالمي تتداخل وتتشابك اقتصاديات الدول ما يزيد من احتمال مخاطر الأزمات المالية وأزمات العملة وسرعة انتشارها بين الأسواق الدولية وعليه يتعين على الأخذ بعين الاعتبار المخاطر الخارجية كهجمات المضاربة والصدمات ضمن أساليب إدارة السياسة النقدية ويذكر في الشأن الإقتصادي أن الأسواق المالية تعمل أساسا من خلال آليات توقع ليست واضحة المعالم ولتجنب هذه المخاطر تؤكد الدراسات على أن تقييم قيمة العملة هو أهم مؤشر عناصر صد هجمات المضاربة على العملة¹.

إن حالة وجود عجز في الحساب الجاري أو انخفاض مستويات الاحتياطات الدولية وعدم كفايتها للدفاع عن قيمة العملة يعرض نظام الصرف الثابت والمرن لاحتمال أزمة العملة وهجمات المضاربة وهذه الحجج يستدل بها الباحثون² في التأكيد على ضعف أنظمة الصرف الوسيطة في تعرضها لأزمات العملة.

- علاقة نظام سعر الصرف بالنمو

أنظمة أسعار الصرف الوسيطة ذات مرونة محدودة باعتبارها حلا وسطا بين التثبيت والتعويم تعزز من نمو الناتج لما توفره من ظروف اقتصادية ملائمة لزيادة معدلات النمو والتي تتميز بمعدلات تضخم منخفضة، تقلبات محدودة أسعار الصرف الاسمية والحقيقية، وانفتاح

¹ هادف حيزية، مواجهة الأزمات المالية من خلال الاختيار الصحيح لنظام سعر الصرف، مجلة آفاق علوم الادارة والاقتصاد، المجلد 02/العدد02 (2015) ص 30-50.

² Bubula Andrea, Otker-Robe, Are Pegged and intermediate Exchange Rate Regimes More Crises Prone ?, IMF WP 03 /223, 2003.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

تجاري وبالمقابل يكن لسعر الصرف المبالغ فيه أن يؤثر سلبا على القدرة التنافسية للبلد ما يقوض من معدلات النمو.

- علاقة نظام أسعار الصرف بالسياسة النقدية والمالية

تركز السلطات النقدية على تحقيق استقرار الأسعار كهدف أساسي للسياسة النقدية حيث تدعم هذه المقاربة تبني أنظمة سعر الصرف الثابتة وبالمقابل يمكن أن تسعى السلطات النقدية إلى تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات كهدف أساسي للسياسة النقدية وتعتمد في ذلك على أنظمة سعر الصرف المرنة باعتبارها تحدد قيمة العملة وفقا لقوى العرض والطلب في السوق.

تطرت الدراسات¹ إلى توضيح فعالية وعلاقة السياسة النقدية والمالية بنظم أسعار الصرف وأشارت أن العمالة والتوظيف لا تتأثر بالسياسة النقدية في ظل أسعار الصرف الثابتة ولا بالسياسة المالية في ظل أسعار الصرف المرنة ولكن بالمقابل تتأثر العمالة والتوظيف بالسياسة المالية في ظل أسعار الصرف الثابتة وهو ما يتوافق مع المدرسة الكينزية التي ترى أن الطلب هو المحرك الرئيسي للنشاط الاقتصادي وأن الإنفاق الحكومي يحفز النمو الاقتصادي في حالة عدم فعالية القطاع الخاص بالإضافة إلى أهمية البنوك المركزية والسياسة المالية في إدارة الاقتصاد، كما تتأثر بالسياسة النقدية في ظل أسعار الصرف المرنة وهو ما يتوافق مع النظرية الكمية الكلاسيكية للنقود وخصوصا ما يتعلق بوجود علاقة مباشرة بين حجم النقود المتداولة والمستوى العام للأسعار كما أنها لا تؤثر على حجم الإنتاج الحقيقي (الإنتاج والتوظيف).

وتضيف الدراسة أن السياسة النقدية في ظل أسعار الصرف الثابتة هي أداة للتأثير على مستويات الاحتياطات الأجنبية والسياسة المالية في ظل أسعار الصرف المرنة هي أداة لإعادة توازن الميزان التجاري حيث يؤدي العجز أو الفائض في الميزانية الناجم عن التغيرات في الضرائب أو الإنفاق الحكومي إلى تغيرات مقابلة في الميزان التجاري، كما أن تنفيذ عمليات السوق المفتوحة من طرف البنك المركزي تؤثر بحجم متساو في مخزون الذهب فالمشتريات تخفض حجم الذهب والمبيعات تزيد من حجم الذهب وبالتالي فسياسة تعقيم الذهب ليس لها أي تأثير في ظل نظام أسعار الصرف الثابتة أو المرنة لأن محاولة التأثير على المعروض

¹ R. A. Mundell, *Capital mobility and stabilization Policy : Under Fixed and Flexible Exchange Rates*, The Canadian Journal of Economics and Political Science, Vol29 N04 Nov. 1963, pp 475-485.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

النقدي من طرف البنك المركزي غير فعّال بسبب تدفقات رأس المال إلى الخارج وتعويض الفجوة بعمليات معادلة الصرف (سعر الصرف التوازني).

المطلب الثاني: المحددات الكلاسيكية والهيكلية لاختيار نظام إدارة سعر الصرف

إن مسألة اختيار نظام سعر الصرف المناسب سواء في البلدان المتقدمة أو البلدان النامية على حد سواء هو موضوع يتجدد في نقاشات التمويل الدولي بعد كل فترة يكون فيها ظهور مخاطر تهدد استقرار نظام النقد الدولي، حيث يتميز اختيار طبيعة نظام الصرف بالتعقيد وتعدد الخيارات التي تبدأ من التعويم الحر مروراً بالترتيبات الوسيطة والمرنة ووصولاً إلى الربط الجامد في شكل مجلس العملة، الدولار والاتحاد النقدي.

ومن أهم القرارات الاقتصادية وأكثرها تعقيداً التي تواجه الدول هي مسألة اختيار نظام إدارة سعر الصرف حيث يعتمد الاختيار الأمثل أو الملائم لدولة ما على مجموعة مختلفة من العوامل والتي تتعلق أساساً بالهيكل الاقتصادي ومستوى التطور المالي والمصرفي ودرجة الانفتاح والتكامل التجاري، كما تجدر الإشارة أن نظام الصرف المناسب لبلد ما يتغير بمرور الزمن بسبب تغير الظروف الاقتصادية والسياسية للبلد.

تهدف الدراسات في هذا الإطار إلى محاولة حصر تكاليف وفوائد أنظمة الصرف المختلفة والمفاضلة بين ثبات ومرونة سعر الصرف من خلال التساؤل عن تأثير السياسة المالية والنقدية على متغيرات الاقتصاد الكلي في ظل نظم سعر الصرف المختلفة لتحقيق أهداف النمو والتضخم المنخفض أو المستوى المستهدف والحفاظ على القدرة التنافسية وليس الإعتماد على مؤشر واحد.

وقد تطرقت الدراسات الأكاديمية والبحوث العملية للعديد من المعايير الرئيسية التي يتعين على أصحاب القرار في السياسات الاقتصادية أخذها بعين الاعتبار، ويعتبر الباحث الاقتصادي R. Heller¹ من الأوائل في تحديد الخصائص الاقتصادية ذات الصلة بإختيار نظام سعر الصرف لدى الدول والتي خلصت في البحوث الأكاديمية كما يلي:

أولاً: المحددات الكلاسيكية

معيار Mundell-Fleming: قدم الباحثان مقترح حركة رؤوس الأموال فيما يتعلق بنظرية اختيار نظام سعر الصرف والتي نتج عنها فكرة الثلاثية المستحيلة ومنطقة

¹ H. Robert Heller, **Determinant of Exchange Rate practices**, journal of money, Credit and Banking, August 1978 vol10.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

العملة المثلى وقد شكل نموذج Mundell-Fleming أبعاد جديدة في نظرية اختيار نظام سعر الصرف وهي الثلاثية المستحيلة ومنطقة العملة المثلى وهي معايير قائمة على المفاضلة بين مزايا التكامل مقابل مزايا سياسة نقدية مستقلة¹.

1. **منطقة العملة المثلى:** والتي تعرف بأنها : منطقة من الأمثل أن تكون لها عملة واحدة وسياسة نقدية واحدة²، وأكد Frankel هذا المفهوم على أنه أساس ومعياري لإنشاء اتحاد نقدي في ظل أسعار صرف جامدة بين الدول الأعضاء مع ضرورة تبني سياسة نقدية مشتركة.

فوفقا لهذه النظرية فإن الدول التي تشترك وتتشابه في مجموعة من الخصائص الاقتصادية يكون من مصلحتها تبني نظام سعر الصرف الثابت بهدف تعظيم فوائدها الاقتصادية و تتمحور هذه النظرية حول التساؤل المتعلق بإمكانية تعظيم المنافع من خلال تكوين اتحاد نقدي وتبني عملة موحدة لا تتوافق بالضرورة مع الحدود الوطنية، فمنطقة العملة المثلى هي المنطقة التي من الأفضل أن تكون لها عملتها الخاصة وسياستها النقدية الخاصة حيث تكون فيها الوحدات الأصغر تميل إلى أن تكون أكثر انفتاحا وتكاملا مع جيرانها من الوحدات الأكبر³

- قُدمت هذه النظرية من طرف الاقتصادي مندل Mundell سنة 1961 والذي يرى فيها أن حرية انتقال عناصر الإنتاج وخاصة عنصر العمل أنه المحدد والدافع الرئيسي لإنشاء اتحاد نقدي وأن محدودية التنقل لها العنصر تهدد وجود منطقة نقدية مثلى تحقق منافع اقتصادية ونقدية للدول الأعضاء فيها.

وقد أكد Mundell (1961) على حركية عوامل الإنتاج كمعيار أساسي يحدد درجة التكامل بين الدول لتشكيل منطقة العملة المثلى وأن تعظيم الفوائد وزيادة درجة التكامل ضمن هذه المنطقة هو أحد الشروط الأساسية لتأسيس اتحاد أو وحدة نقدية وتظهر مثالية المنطقة في تصحيح الاختلال وإعادة التوازن بانتقال وحركية عوامل الإنتاج بين الدول الأعضاء. ويضيف Mckinnon (1963) معيار قياس درجة الانفتاح الاقتصادي للدولة بهدف زيادة درجة التكامل التجاري بين الدول الأعضاء في المنطقة في ظل نظام سعر صرف ثابت والذي يحقق استقرارا في تقلبات سعر الصرف بين الدول ويعزز معدلات التبادل التجاري.

¹ مايكل بوردو، المنظور التاريخي لاختيار نظام سعر الصرف، ندوة نظم وسياسات أسعار الصرف، صندوق النقد العربي 16-17 ديسمبر 2002، أبوطي، 2003، ص ص 22-61.

² Frankel J. , **No Single Currency is Right for All Countries or at All Times**, Princeton Essays in International Finance 215, International Finance Section Department of Economics Princeton University, 1999.

³ Jeffrey A. Frankel, **No single currency regime is right for all countries or at all times**, Op. Cit. p14

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

ومن جهة أخرى يوضح Kenen (1969) أن التنوع في المنتجات والتكامل المالي داخل دول المنطقة يساهم في توزيع الصدمات التي من المحتمل أن تصيب المنطقة بين كافة الدول الأعضاء حيث أن تبني نظام صرف ثابت وتنويع الإنتاج والاستهلاك وعدم تخصص اقتصادياتها يساهم في تخفيف أثر الصدمات بين الدول داخل المنطقة المثلى.

كما أضاف Mintz (1970) أبعاد أخرى تتعلق بضرورة التكامل السياسي بين دول منطقة العملة المثلى تعزز التوافق النقدي والمالي، ويؤكد Fleming (1971) على مؤشر التشابه في معدلات التضخم نظرا لوجود علاقة طردية بين معدل التضخم المحلي و التضخم المستورد الذي يؤثر على كل دول المنطقة النقدية المثلى¹.

ويوضح 1999 Frankel المفهوم الحركي لمناطق النقد المثالية وضرورة وجود تقلبات اقتصادية لدى الدول الأعضاء متشابهة تمس أساسا الناتج المحلي الإجمالي، مستويات البطالة وتوقعات التضخم في ظل تكامل تجاري عالٍ وحرية انتقال للعمالة ورأس المال بين الدول الأعضاء²

وتشير دراسة³ أخرى إلى مسألة العدد الأمثل للبلدان والعملات لتشكيل منطقة العملة المثلى حيث توسع هذا التساؤل الاقتصادي إلى نقاش سياسي بسبب زيادة عدد العملات نتيجة تزايد البلدان المستقلة في العالم وأشارت الدراسة إلى أهمية معيار طبيعة النظام السياسي ومدى الاستقلالية النقدية خصوصا لدى البلدان النامية لإنشاء اتحاد نقدي.

وبمقابل هذه المثالية للمنطقة النقدية تؤكد دراسات أخرى أن آلية التصحيح والتوازن بين بلدان المنطقة تكون أكثر فعالية في حالة تعرض البلدان الأعضاء لصدمات غير متماثلة (الصدمات التي تؤثر على جزء من الاتحاد النقدي) والتي يتم استيعابها وتخفيف آثارها ولكن لا يمكن استيعاب الصدمات المماثلة المشتركة التي يتعرض لها الاتحاد النقدي من خلال آليات التكيف الكلاسيكية حيث سجلت دراسة حديثة⁴ أن دورة الأعمال لكل بلدان منطقة الأورو لم تتأثر بشكل كبير بأزمة الديون السيادية التي مست بعض البلدان بداية من سنة 2011 وتم التكيف وإعادة التوازن لمجموعة الدول الأعضاء باعتبارها صدمة غير متماثلة ولكن من جهة

¹ عزي خليفة، مسعودي زكرياء، الجدول القائم حول منطقة العملة المثلى-المعايير والتقييم والدوافع- مجلة آفاق للبحوث والدراسات، العدد 3، جانفي 2019 ص51.

² Jeffrey A. Frankel, **No single currency regime is right for all countries or at all times**, Op. Cit. p9.

³ Alberto Alesina, Robert J. Barro, Silvana Tenreyro, **Optimal Currency Areas**, Harvard University, NBER Macroeconomics Annual 2002, Vol 17, pp. 301-356.

⁴ Davor Kunovac, Diego Rodriguez Palenzuela, and Yiqiao Sun, **A new optimum currency area index for the euro area**, Working Papers W-67, Croatian National Bank and European Central Bank, December 16, 2022, pp1-50

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

أخرى تأثرت بأزمة كوفيد19 وأدت إلى تباعد اقتصادي في المنطقة وأن دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار معقد في مثل هذه الظروف الاستثنائية التي تؤثر على المنطقة ككل. إن كل متطلبات إنشاء منطقة نقدية مثلى أو اتحاد نقدي المتمثلة في حركية عوامل الإنتاج، الانفتاح الاقتصادي والتكامل التجاري، تماثل الصدمات والتي تمثل درجة تكامل الدول الأعضاء في المجموعة قد أثبتت كل الدراسات فعاليتها وفق سياسة نقدية مشتركة ضمن نظم أسعار الصرف الثابتة.

- مزايا تثبيت سعر الصرف في المنطقة النقدية المثلى¹:
 - تقليل تكاليف المعاملات ومخاطر سعر الصرف التي يمكن أن تثبط التجارة والاستثمار.
 - إرساء قاعدة اسمية موثوقة للسياسة النقدية وبالتالي ربط سعر الصرف يثبت مستوى الأسعار داخل المجموعة ما يحد ويقلل من التوقعات التضخمية.
 - عدم الحاجة إلى التوسع النقدي أو تخفيض قيمة العملة بوجود انفتاح اقتصادي متكامل يسهل انتقال اليد العاملة الناتجة عن ركود محلي في احد دول المجموعة.
- مأخذ المنطقة النقدية المثلى :

- تثبيت سعر الصرف يعني التخلي على تحديد سعر الفائدة بشكل مستقل.

2. **طبيعة الصدمات:** يهتم صانعي السياسات النقدية والمالية بطبيعة الصدمات الحقيقية أو الاسمية التي من المحتمل أن يتعرض لها الاقتصاد في اختيار نظام سعر الصرف حيث تتعلق هذه الصدمات بحركية رؤوس الأموال فبالنسبة لاقتصاد مفتوح يتمتع بتدفقات مالية كبيرة في ظل نظام سعر الصرف المرن يمكنه التصدي والحماية من الصدمات الحقيقية كالتغير في الطلب على الصادرات أو التغير في معدلات التبادل التجاري من خلال التأثير على مستويات الاستهلاك والادخار والإنفاق وامتصاص أثر الصدمات بالتكيف وإعادة التوازن مع الناتج الإجمالي الحقيقي. أما في ظل نظام سعر الصرف الثابت يمكن للسلطات النقدية معالجة الصدمات الاسمية كالتغير في الطلب على النقد باستخدام الاحتياطات الدولية والتأثير على عرض النقود والسيولة.

إن اختيار نظام سعر الصرف وفقا لمعيار الصدمات التي تنجم عن حركة رؤوس الأموال معقد بسبب صعوبة تنبؤ السلطات النقدية والمالية بطبيعة الصدمات وتحديد مصادرها وأثر

¹ Jeffrey A. Frankel, No single currency regime is right for all countries or at all times, Op. Cit. p15.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

أبعادها على المؤشرات الاقتصادية الكلية والتي في الكثير من الأحيان تكون فيها استجابة المتغيرات الاقتصادية بطيئة أو مفاجئة تبعا لحجم الاقتصاد ومستوى الاندماج العالمي.

إن صافي الفوائد الذي تتوقعه الدولة من مشاركتها في اتحاد نقدي مقارنة مع تبني نظام سعر الصرف المرن يزداد بتوسع الفرق بين التوقعات التضخمية المحلية والتوقعات التضخمية داخل الإتحاد النقدي من جهة وبين تباين مصادر الصدمات النقدية والتوقعات التضخمية المحلية حيث تنتقل آثار هذه الصدمات إلى الدولة الصغيرة من حيث حجم الإقتصاد داخل الإتحاد النقدي من جهة أخرى، كما أن صافي الفوائد ينخفض مع تقلب الصدمات الحقيقية المحلية وتقلب الصدمات النقدية للدولة الصغيرة داخل الإتحاد¹.

تستند السلطات النقدية في اختيار نظام الصرف إلى طبيعة الصدمات التي قد يواجهها الإقتصاد والتي تتباين حسب الاقتصاديين بين الصدمات الحقيقية من جهة والمتعلقة خصوصا بالتغيرات التي قد تطرأ في معدلات التبادل التجاري كالزيادة في أسعار الصادرات أو الواردات أو التباين في الطلب الخارجي على صادرات السلع والخدمات أو التغير في معدل نمو ومستويات الإنتاجية مقارنة بالشركاء التجاريين. ومن جهة أخرى بالصدمات الاسمية المتعلقة بالنظام النقدي والمالي المحلي كعدم الاستقرار في الطلب على النقود وحياسة العملة المحلية والتي تقترن بالأدوات المالية المبتكرة.

حيث يرى الاقتصاديون أن الاقتصاديات الأكثر عرضة للصدمات الاسمية من مصلحتها أن تعتمد نظم أسعار الصرف الثابتة والتي تسمح بتعديل الكتلة النقدية المتداولة وبالتالي التأثير على حجم الطلب على النقود. أما بالنسبة للاقتصاد المُعَرَّض للتقلبات الحقيقية ينبغي اختيار نظم أسعار الصرف المرنة باعتبارها تساعد على معالجة الاختلالات بين الناتج الحقيقي الإجمالي وبين الصدمات الخارجية²

قدم Hoffmann³ تقييم يتعلق باستجابة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والميزان التجاري وسعر الصرف الحقيقي لصدمات أسعار الفائدة الحقيقية العالمية والناتج العالمي ضمن نظم أسعار الصرف المختلفة واختبار النظرية القائلة أن أسعار الصرف الاسمية تعمل على امتصاص الصدمات في ظل أنظمة أسعار الصرف العائمة فهي تخفف من آثار الصدمات الخارجية وتوفر عملية تعديل أكثر سلاسة في اقتصاديات أسعار الصرف العائمة والتي تساعد

¹ Chrysost Bangake, Jean-Baptiste Desquilbet, Nabil Jedlane, **The Exchange Rate Regimes for small Countries:an Application to the Maghreb Countries**, document de Recherche n°2008-28, Laboratoire d'Economie d'Orléans UMR CNRS 6221, Faculté de Droit, D'Economie et de Gestion, Université d'Orléan, France.

² لطلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة حسن العصرية، لبنان، 2010، ص138.

³ Mathias Hoffmann, **Fixed Versus flexible Exchange rate: Evidence from developing countries**, WP n° 05-03, centre for financial research (CFD), University of Cologne, February 22, 2005.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

على تحقيق تعديل أكثر ثباتا لمتغيرات الاقتصاد الكلي حيث ونظرا للصدمات التي يتعرض لها سعر الفائدة الحقيقي أو الناتج العالمي فإن عملية تعديل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي تكون هامشية في ظل التعويم بسبب تحركات انخفاض سعر الصرف الحقيقي في ظل أسعار الصرف المعومة لكن الاستجابة في ظل نظام الربط تظهر في تراجع حجم الصادرات لأن البلدان تتميز بانفتاح مالي وتجاري.

ثانيا: المحددات الحديثة

1. **مرساة سعر الصرف** : تستخدم الدول أداة سعر الصرف كمرتكز اسمي واعتباره حجة لربط سعر الصرف في ظل ظروف اقتصادية تتميز بعدم تمتع السلطات النقدية بالمصادقية وعدم القدرة على بناء ثقة لدى المستثمرين بالحفاظ على الاستقرار الاسمي ومحاولة الدولة تعزيز وتقوية نقاط الضعف خلال هذه الفترة لتحقيق استقرار المؤشرات الاقتصادية الكلية هم طريق تثبيت العملة مقابل عملة قوية ومستقرة وصياغة سياسات نقدية ومالية للخد من مخاطر التضخم بشكل غير مباشر، ومن جهة اخرى فإن الحكومات القوية ذات المصادقية والانضباط النقدي وتتمتع باستقرار وتوازن المؤشرات الاقتصادية الكلية ترغب في تبني واعتماد خيار اسعار الصرف المرنة¹.

2. **الثلاثية المستحيلة**: وهي تعبر عن إمكانية اختيار البلدان اثنين من ثلاث حالات ممكنة، حركة رأس المال، سياسة نقدية مستقلة، نظام سعر الصرف الثابت، وعرفت هذه الفكرة اهتمامات كبيرة في الأدبيات الاقتصادية والتي توصلت حسب Obstfeld&Taylor رأي ثنائي مبني على زيادة حركة وتكامل أسواق رأس المال التي أنتجتها العوامة وفي ظل ظروف الدعم السياسي أن اختيار طبيعة نظام سعر الصرف حصرا بين تبني نظام ربط جامد في أحد الأشكال، اتحاد العملة، الدولار أو مجلس العملة وبين نظام التعويم وهذا ما يثبتته واقع الدول المتقدمة فهي تتبنى التعويم في إدارة سعر الصرف أو الانضمام إلى اتحاد اقتصادي ونقدي².

وتبرز أهمية هذا العنصر ضمن مسألة اختيار نظام سعر الصرف بإعتبار أن الاندماج المالي العالمي تفرضه تداعيات العوامة، وقد تناولت الأدبيات الاقتصادية بداية من Mundell-Fleming (1963) ما يسمى بالثلاثية المستحيلة والمسماة حديثا بالانفتاح أو التكامل المالي والتي أصبحت أداة قياس حديثة لدرجة الإندماج النقدي والمالي ووفقا لتحليل الباحثان

¹ Emilija Bekev, **Exchange Rate Regime choice**, panoeconomicus,UDC 339.743, 3/2006, pp 313-334, P325

² Obstfeld Maurice, Alan M. Taylor, **The Great Depression as a Watershed : International Capital Mobility over the Long run**, WP 5960 NBER, Cambridge, March 1997.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

والمتعلق بحركة وتدفقات رأس المال تتعلق عوامل الاختيار بين سعر الصرف الثابت وسعر الصرف الموعوم إلى مصادر الصدمات وطبيعتها الحقيقية أم الاسمية ودرجة حركة رأس المال وعليه ففي اقتصاد مفتوح يتميز بتدفقات مالية كبيرة يمكن اعتماد نظام سعر الصرف العائم الذي يوفر حماية من الصدمات الحقيقية كالتغير في الطلب على الصادرات أو معدلات التبادل التجاري وبالمقابل يمكن لنظام سعر الصرف الثابت حماية الاقتصاد من الصدمات الاسمية كالتحول في الطلب على النقود

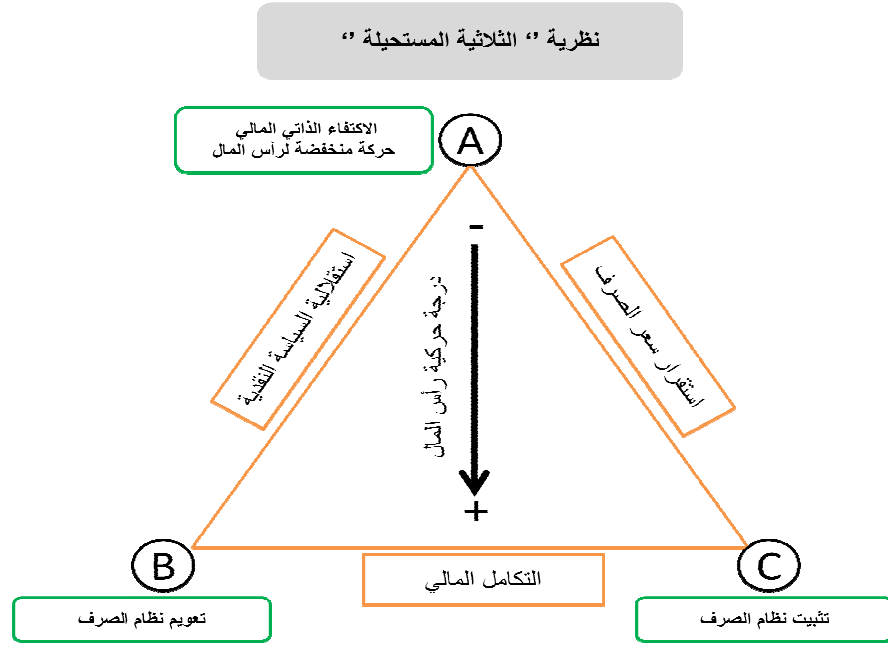
إن طرح Mundell-Fleming لفكرة الثلاثية المستحيلة (1963) التي أثبتت مصداقيتها خلال أزمات الأسواق الناشئة سنوات التسعينات من القرن العشرين في إشارة إلى أن أسواق رأس المال المفتوحة والسياسة النقدية المستقلة في ظل ربط سعر الصرف هي سياسات لا تتسق مع بعضها البعض، كما حدث للبلدان المتقدمة في بريتون وودز وآلية أسعار الصرف الأوروبية (1992) وهذا أكد وجهة نظر الثنائية القطبية التي ترى بأن البلدان الناشئة من الأحسن لها الاختيار بين الربط الجامد (مجلس العملة، الدولار أو الاتحاد النقدي) وذلك لقدرتها على تجنب أزمات العملة ضمن هذه الترتيبات ويرتبط الاستقرار النقدي أيضا باختيار عملة الربط مع بلد معين يربطهما تبادل تجاري واسع ويتميز باستقرار في قيمة العملة¹.

وعلى أساسها يتضح طبيعة نظام سعر الصرف المعتمد في الدول باعتبارها تتعلق بدرجة الانفتاح المالي الذي تتبناه السلطات النقدية ضمن نظام ثابت أو موعوم وفي ظل سياسة نقدية معينة لتحقيق الاستقرار في المتغيرات الاقتصادية الكلية والمحافظة على تقلبات قيمة العملة. حيث أن زيادة التكامل والانفتاح المالي يؤدي إلى تدفق رؤوس أموال كبيرة وبالتالي تتأثر قيمة العملة في ظل نظام صرف ثابت وبذلك يتعين على السلطات الدفاع عن قيمة العملة ومن جهة أخرى في ظل نظام صرف مرن يمكن امتصاص صدمات تدفقات رؤوس الأموال ومنع حدوث تقلبات كبيرة في قيمة العملة.

¹ مايكل بورديو، المنظور التاريخي لاختيار نظام سعر الصرف، ندوة نظم وسياسات أسعار الصرف، صندوق النقد العربي 16-17 ديسمبر 2002، أبوظبي، 2003، ص ص 22-61.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

الشكل رقم 1 - 2 : عناصر نظرية الثلاثية المستحيلة



المصدر :

Aizenman, Joshua, **The Impossible Trinity (aka the policy Trilemma) : The Encyclopedia of financial globalization**, WP N°666, University of California, Economics Department, Santa Cruz, CA, May, 2010 P17.

تتلخص فكرة الثلاثية المستحيلة المنبثقة عن عمل G. Haberler سنة 1937 التي قدمها بعدها الاقتصادي R. Mundell¹ في سنوات الستينات من القرن العشرين والتي أعيد صياغتها من طرف الباحث T. Padoa-Schioppa سنة 1987 بهدف تحليل أسس الوحدة النقدية الأوروبية ، من خلال ما يعرف بالمثلث المتعارض والذي حسبهم تمثل أضلاعه ثلاثة أهداف، استقلالية السياسة النقدية، استقرار سعر الصرف، التكامل المالي حيث لا يمكن تحقيق ثلاثة أهداف مجتمعة في آن واحد في ظل اقتصاد مفتوح وتتوافق زوايا هذا المثلث مع السياسات النقدية المتاحة وهي الاكتفاء المالي (A) والمتعلق بالإجراءات التي تمس حركة رأس المال، مقابل خيار نظام الصرف المعتمد حيث أن الدولة مجبرة بين اعتماد نظام الصرف الحر (B) وبالتالي عدم تدخل البنك المركزي لتحقيق استقلالية في السياسة النقدية وتكامل مالي أو نظام الصرف الثابت (C) والذي يمكن من خلاله التوفيق بين تكامل مالي واستقرار سعر الصرف

¹ R. A. Mundell, **Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates** Canadian journal of economics, 1963 vol29 n4 pp 475-485

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

تعمل أسعار الصرف الثابتة على تعزيز التجارة الخارجية من خلال توفير بيئة نقدية مستقرة، وإن استقلالية السياسة النقدية تجعل من الممكن تحديد أسعار الفائدة وفقا لاحتياجات الاقتصاد الوطني لمحاربة التضخم أو البطالة أو تعزيز النمو، ويعزز التداول المالي الحر التبادلات وأفضل تخصيص للأموال ويسمح بالوصول إلى رأس المال في أفضل الظروف الممكنة.

ومع ذلك لا يمكن للسلطات النقدية إن يحقق هذه الأهداف الثلاثة في آن واحد¹ فمن الضروري التخلي عن احدهما، إذا انخفضت أسعار الفائدة في اقتصاد ما يؤدي إلى تدفق رأس المال إلى الخارج بحثا عن معدلات أكثر ربحية وبالتالي يزيد من المعروض النقدي للعملة الوطنية في سوق الصرف الأجنبي مما يخلق ضغوطا لخفض قيمة العملة وعلى العكس من ذلك يؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى تدفق رأس المال والضغط من أجل ارتفاع قيمة العملة.

3. **عدم تطابق العملة أو تفاوت العملة:** وهي تتعلق بأثر تقلبات أسعار الصرف على تكاليف المديونية أو ما يعرف بالخطيئة الأولى أو الأصلية هي وضعية تتعلق خصوصا بالدول النامية حيث لا تستطيع الحصول على قروض من الأسواق المالية أو الاقتراض طويل الأجل بعملتها الخاصة فتكون مجبرة على إصدار سندات الدين بعملة أجنبية إرتكازية، وفي حالة عدم حيازتها على احتياطات من العملات الأجنبية يولد لديها عدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها وتسديد المديونية

كما أشار Eichengreen&Hausman (1999)² أن الأسواق الناشئة التي تتبنى نظم الربط الجامد أو التعويم تعاني من الهشاشة المالية وضعف الاندماج المالي وتاريخ من التضخم المرتفع ويتعلق ذلك بمشكلة الخطيئة الأولى وعدم القدرة على الاقتراض في الأجل الطويل أو أن يقترض على الصعيد الخارجي إلا بالعملات الأجنبية الارتكازية ذات قبول واسع في تسوية المدفوعات الدولية كالدولار أو اليورو وتبني سياسة نقدية غير مستقلة وعدم القدرة على تقديم خدمات المقرض الأخير، وهذا ما يعرض البلدان الناشئة إلى مخاطر تتعلق بأجال الاستحقاق وعدم تناسب العملات مما يؤدي إلى تدهور قيمة العملة والعجز عن دفع الديون

¹ أحمد إبرهبي علي، الطلب على العملة الأجنبية والميزان الخارجي وسعر الصرف، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، السنة الثانية عشرة-العدد الثالث والأربعون / 2014، ص ص 67-114، ص 85.

² Barry Eichengreen,, Ricardo Hausman, **Exchange Rates and Financial Fragility**, WP 7418 NBER Cambridge, November 1999.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

ويقترح Eichengreen و Hausman¹ في دراستهما التي مست دول امريكا اللاتينية حلين يمكن من خلالهما تجاوز آثار الخطئية المتعلقة بالعملة المحلية وعلاقتها بالاقتراض: أولاً: باعتماد نظام الدولار من طرف السلطات النقدية التي من شأنها ان تقضي على بناء سياسة نقدية وطنية مستقلة والتي تحد من قدرة السلطات النقدية المحلية على تقديم خدمات إقراض الملاذ الأخير.

ثانياً: من خلال بناء أسواق محلية عميقة وسائلة في الأوراق المالية طويلة الأجل المقومة بالعملة المحلية التي من شأنها جذب المستثمرين المحليين وتكوين قاعدة تعارض تلاعب السلطات بأسواق الدين المحلية بمعنى إصلاح المؤسسات النقدية والمالية بطرق تعزيز استقلالية وشفافية ومصداقية سلطات صنع السياسات.

وقد تطرقت الدراسة إلى تجربة استراليا التي طورت سوقها المحلي طويل الأجل قبل تحرير نظامها المالي وتعويم عملتها إلا ان هذه السياسة النقدية تتطلب وقت أطول لتجسيدها.

وقد أشارت الوكالة الفرنسية للتنمية في تقريرها الصادر سنة 2020² إلى مشكلة الدول الإفريقية في تمويل بنيتها التحتية وخدماتها العامة في إطار المديونية أو الخطئية الأولى والتي أكدت على توجه الدول الإفريقية في التقليل من حجمها من خلال ارتفاع حجم الدين الداخلي من 20% إلى 30% بين سنة 2007 و 2016.

كما شددت الأدبيات الحديثة على عدم تطابق العملات للاقتصاديات غير الصناعية المعتمدة على الدولار قد يكون محمدا حاسما في اختيار أنظمة أسعار الصرف وعلى وجه الخصوص لدى البلدان التي تتحمل التزامات أجنبية بسبب التأثير السلبي الناجم عن الانخفاض الاسمي للعملة على توازن الميزانيات العمومية مع عدم تطابق العملة، وهذا ما يشكك في العلاقة الايجابية بين انفتاح رأس المال والأنظمة المرنة التي تقترحها فكرة الثلاثية المستحيلة حيث يؤدي بذبك الانفتاح المالي إلى تقلبات كبيرة في تدفقات رأس المال وبذلك ترى البلدان المعتمدة على الدولار أنه من الأحسن تثبيت عملتها بدلا من تعويمها لأسباب احترازية فقط³ وهي تمثل ظاهرة الخوف من التعويم التي أشار إليها الباحثان Reihart&Rogoff 2002 وبالتالي تتفاقم تكاليف خدمة الدين في حالة انخفاض سعر الصرف.

ثالثا محددات أخرى

¹ B. Eichengreen, R. Hausmann, **Exchange rates and financial fragility**, Op. Cit. pp 35-36

² **L'Economie Africaine 2020**, Agence Française de développement, la découverte, 2020

³ Eduardo levy-Yeyati, Federico Sturzenegger, Iliana Reggio, **On The Endogeneity of Exchange Rate Regimes**, WP 09-83 Economic Series 47, Departamento de Economia, Universidad Carlos 3 de Madrid, Spain.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

تتعلق أساساً هذه المحددات بالتمييز بين أداء الاقتصاد الكلي الخارجي والهيكلية (الداخلي) والتي نذكرها كالتالي:

1. المحددات الهيكلية:

- **التوقعات التضخمية:** يبرز الدور الهام للتوقعات التضخمية كأحد المعايير في تحديد نظام سعر الصرف المناسب للدولة من خلال تحليل العلاقة بين التضخم وطبيعة النظام المعتمد ففي حالة تبني نظام سعر الصرف الثابت يلتزم البنك المركزي بالحفاظ على سعر الصرف عند مستوى محدد مقابل عملة أجنبية مرجعية عادة ما تكون الدولار الأمريكي وقد تتزامن هذه الظروف بتوقعات تضخمية في هذه الدولة تكون أعلى من توقعات بلد العملة المرجعية ما يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة في السوق الموازي وتمارس ضغوط على نظام سعر الصرف الثابت ويلجأ البنك المركزي إلى إجراءات التدخل في سوق الصرف الأجنبي باستخدام الاحتياطات من النقد الأجنبي للدفاع عن سعر الصرف وقد يؤدي ذلك على المدى الطويل إلى فقدان الثقة في العملة الوطنية وبرز أزمة مالية تهدد النظام المالي والمصرفي للدولة.

أما في حالة نظام سعر الصرف الموعوم الذي يتحدد فيه سعر الصرف من خلال قوى العرض والطلب والذي يكن أن يتزامن مع توقعات تضخمية مرتفعة تؤدي إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية ويتوقع المستثمرين انخفاض قوتها الشرائية في المستقبل ومع وجود مرونة في الجهاز الإنتاجي للدولة يؤدي ذلك زيادة الصادرات وتصبح السلع المحلية كثر تنافسية في الأسواق العالمية مما يساعد على خفض التضخم مستقبلاً وبالمقابل قد يؤدي انخفاض قيمة العملة إلى ارتفاع أسعار الواردات وبرز خطر التضخم المستورد.

- **حجم الاحتياطات الدولية:** يؤثر مستوى حيازة النقد الأجنبي لدى البنك المركزي في خيارات نظام سعر الصرف بسبب ارتباط فعالية التدخل في سوق الصرف الأجنبي أو لتصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات بحجم هذه الاحتياطات، ففي حالة توفر الدولة على مستويات مقبولة من الاحتياطات الدولية تمكنها من تمويل العجز أو تسمح لها بالاقتراض من الأسواق المالية يفضل اعتماد نظام سعر الصرف الثابت، أما في حالة انخفاض حجم الأرصدة النقدية الدولية تفضل السلطات النقدية تعويم سعر الصرف لمسايرة تقلبات قيمة عملتها وتكييف نشاطها الاقتصادي مع التوقعات التضخمية.

- **هيكل التجارة:** يتعلق هيكل التجارة بالشركاء التجاريون الرئيسيون للبلد وبتنوع الصادرات والواردات من هذه البلدان والتي لديها تركيبة عملات مختلفة، وغالباً ما تكون لدى دولة ما تركيبة عملات الصادرات تختلف عن تركيبة عملات الواردات بسبب تنوع هيكلها

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

التجاري وتعدد العلاقات والمبادلات التجارية وهذا ما يؤثر على استقرار سعر الصرف لديها ويعمل على تعديل الميزان التجاري عن طريق ترجيح سعر الصرف لسلة عملات الشركاء التجاريين، فتنوع وتعدد المعاملات التجارية الدولية التي تشكل هيكل تجاري مقوم بأكثر من عملة أجنبية لها دور مهم في اختيار طبيعة نظام سعر الصرف حيث تفضل الدول التي تتسم انفتاح تجاري تثبيت عملتها بالشريك التجاري الرئيسي للمحافظة على استقرار العملة الوطنية مقابل عملة التثبيت وبالتالي الحد من التهديدات التي تواجه التدفقات النقدية الناجمة عن المبادلات التجارية¹.

ويمكن قياس درجة التنوع التجاري للبلد² بالصيغة التالية:

حيث :

- DIV_i درجة التنوع التجاري للبلد i والتي تكون محصورة بين [0-1].

- TP_{i1} حجم تجارة البلد i مع الشريك التجاري الأكبر (ذو الترتيب الأول).

- TP_{i10} حجم تجارة البلد i مع الشريك التجاري العاشر (ذو الترتيب العاشر).

- TT_i إجمالي حجم التجارة للبلد i .

- **حجم وعمق السوق المالي:** إن الأخذ بعين الاعتبار الأسواق المالية كمعيار لاختيار نظام سعر الصرف يعتبر أداة قوية لتعزيز الكفاءة في أسواق العملات الأجنبية في ظل نظام سعر الصرف المعموم ويتطلب نجاح ذلك مراعاة وجود سوق مالي كبير وعميق، مؤشرات اقتصادية كلية مستقرة مع معدلات تضخم منخفضة، درجة عالي من الاندماج المالي والقدرة على التحكم في تدفقات رأس المال وكل هذه المتطلبات تتيح للسلطات النقدية التدخل بكفاءة وفعالية ما يعزز التجارة والاستثمار .

- **حجم الاقتصاد:** يعدّ حجم النشاط الاقتصادي من أهم المعايير التي تأخذ بعين الاعتبار عند تحديد واختيار نظام سعار الصرف الملائم للدول حيث يقاس حجم الاقتصاد من خلال الناتج المحلي الإجمالي، فالنسبة للاقتصاديات الكبيرة والتي تتمتع بالقدرة على مواجهة وامتناس الصدمات الخارجية يكون من الأفضل لها تبني أنظمة سعر الصرف المعمومة وذلك لقدرتها على التكيف وإعادة التوازن للمؤشرات الاقتصادية وبالمقابل تعاني الاقتصاديات الصغيرة من خطر تقلبات سعر الصرف ولهذا تسعى هذه الدول إلى اعتماد أنظمة سعر صرف ثابتة باعتبارها أكثر ملائمة لظروفها الاقتصادية.

¹ بربري محمد أمين، الإختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، ص191.

² ترقو محمد، إمكانية تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في ظل اختيار نظام سعر الصرف الأمثل في الجزائر، مرجع سبق ذكره، 2016، ص87

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

- الهيكل المؤسسي والتكامل السياسي: إن المؤسسات النقدية القوية ممثلة في البنك المركزي ومستوى الاستقرار السياسي للبلد تحافظ على مستوى المصدقية للالتزام الرسمي وبالتالي تبني نظام سعر الصرف ثابت يسمح للسلطات النقدية في البلد بالتدخل بكفاءة وفعالية للمحافظة على قيمة العملة

كما أن استخدام سعر الصرف كمرتكز اسمي للحد من التضخم هو أداة تستخدمها البلدان التي يواجهها انخفاض المصدقية المؤسسية وتحدي إقناع الجمهور بالتزامها بالاستقرار الاسمي وهذا ما يؤدي بها استخدام سعر الصرف المربوط كأسلوب سياسي ووسيلة للحد من الضغوط التوسعية أو التحويل المالي من طرف المستثمرين ومجموعات المصالح¹.

- أهداف السياسة النقدية : تركز السلطات النقدية على تحقيق استقرار الأسعار كهدف أساسي للسياسة النقدية حيث تدعم هذه المقاربة يبني أنظمة سعر الصرف الثابتة وبالمقابل يمكن أن تسعى السلطات النقدية إلى تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات كهدف أساسي للسياسة النقدية وتعتمد في ذلك على أنظمة سعر الصرف المرنة باعتبارها تحدد قيمة العملة وفقا لقوى العرض والطلب.

2. المحددات الخارجية:

- معدلات التبادل التجاري : يمكن أن تلعب معدلات التبادل التجاري دورا رئيسيا في اختيار طبيعة نظام سعر الصرف المناسب والملائم للظروف الاقتصادية للبلد بسبب علاقتها بمدى تنافسية الصادرات وهيكل التجارة الخارجية مع مراعاة تأثير العوامل الخارجية، ففي حالة معدلات التبادل التجاري منخفضة فهذا يشير إلى تقييم مرتفع لقيمة العملة المحلية ما يعيق قدرة الصادرات على المنافسة في الأسواق العالمية فمن مصلحة الدولة تبني نظام سعر الصرف الموعوم لأنه يسمح بتعديل قيمة العملة الوطنية تلقائيا لتعزيز تنافسية الصادرات، أما في حالة ارتفاع معدلات التبادل التجاري فهذا يشير إلى أن قيمة العملة الوطنية منخفضة ما يؤدي إلى تحفيز الصادرات على المدى القصير لكنها على المدى الطويل قد تؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم وبالتالي تفقد الصادرات قدرتها على التنافسية، فمن مصلحة الدولة تبني نظام سعر الصرف الثابت لكونه الأكثر ملاءمة في توفير استقرار نسبي للأسعار والقدرة على الحد من توقعات التضخم.

أما بالنسبة لتحليل هيكل التجارة فإن البلد الذي يعتمد بشكل كبير على الصادرات فمن المهم أن يتبنى نظام سعر الصرف المرن لأنه يسمح بتعديل قيمة العملة الوطنية بهدف

¹ Eduardo levy-Yeyati, Federico Sturzenegger, Iliana Reggio, **On The Endogeneity of Exchange Rate Regimes**, Op.Cit.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

الاستجابة مع التغيرات في الطلب العالمي على صادراته، أما البلد الذي يعتمد بشكل كبير على الواردات فمن المناسب اعتماده على نظام سعر الصرف الثابت من أجل التحكم في تكاليف الواردات والحد من تقلبات الأسعار.

بالإضافة إلى مراعاة العوامل الخارجية ممثلة خصوصا في الاستقرار المالي العالمي والتقلبات المالية العالمية حيث في ظل بيئة اقتصادية عالمية مستقرة قد يكون نظام سعر الصرف الموعوم أكثر ملاءمة لمثل هذه الظروف الاقتصادية لأنه يسمح بتحفيز التجارة والاستثمار الاجنبي، أما في حالة وجود ظروف اقتصادية غير مستقرة قد يكون نظام سعر الصرف الثابت أكثر جاذبية وقدرة على تحمل الصدمات وخطر التقلبات الخارجية.

- **الانفتاح المالي:** تعتمد الكثير من الدول على استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر في تحريك النمو وزيادة معدلات التبادل التجاري بسبب توفرها على أسواق مالية متكاملة توفر لها تدفقات رؤوس الأموال والتي تسمح لسعر الصرف بالتكيف مع التغيرات الاقتصادية دون الحاجة لتدخل السلطات النقدية بهدف إعادة التوازن والمحافظة على استقرار العملة حيث كل هذه الظروف مثالية وملائمة للدول من أجل اعتماد نظام سعر صرف مرن.

لكن الإفراط في اعتماد العوامة المالية يؤدي إلى تعارض السياسة النقدية مع أسعار الصرف الثابتة والتأكيد على ما يسمى بالنظرة الثنائية القطبية لأنظمة أسعار الصرف بسبب زيادة حركة رأس المال وجعل الأنظمة الوسيطة أقل قابلية للتطبيق في الاقتصاديات الصناعية والناشئة المنفتحة ماليا بالإضافة إلى الابتكار المالي ما أدى تدريجيا إلى خفض فعالية ضوابط رأس المال.

جدول رقم 1 - 9 : العوامل الأساسية في اختيار نظام الصرف

العوامل	نظام الصرف الثابت	نظام الصرف الموعوم
إقتصاد مفتوح	+	-
معدل تضخم مرتفع	-	+
التعرض لصدمات خارجية	-	+
حركة رأس المال	-	+
أجور حقيقية جامدة	-	+
سمعة ضعيفة في مكافحة التضخم من طرف البنك المركزي	+	-

(-) غير ملائم	(+) ملائم
---------------	-----------

المصدر:

Abdelhamid Merghit, **le Choix du Régime de Change : Que nous Enseigne la Théorie Economique ?**, Revue Namaa pour l'économie et le commerce, Vol04,N02, Décembre(2020), 177-187.

المطلب الثالث: أطر السياسة النقدية في ظل أنظمة سعر الصرف

التعقيم هو تدخل من طرف البنك المركزي لتجنب الضغوط التضخمية المصاحبة لإجراءات السياسة النقدية وهو يعني إزالة فائض السيولة من عرض النقود ويتم استخدام هذا الإجراء في سياق تدخلات السوق الصرف الأجنبي¹ ويؤثر بذلك في العرض والطلب على العملة من أجل منع ارتفاع قيمتها لتجنب تأثير السيولة الإضافية على أسعار الفائدة بين البنوك وبالتالي تحريك سعر الفائدة المستهدف من طرف السلطات النقدية و تساهم لاحقا في تغذية التضخم.

وفقا لتوجيهات صندوق النقد الدولي فإن أطر السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية لتنفيذ عملية التعقيم هي كالآتي:

1- **ركيزة سعر الصرف:** حيث تقوم السلطات النقدية بشراء أو بيع العملات الأجنبية للحفاظ على سعر الصرف عند مستواه المحدد مسبقا أو ضمن نطاق ما، وبالتالي فإن سعر الصرف يعمل بمثابة المرتكز الاسمي أو الهدف الوسيط للسياسة النقدية وترتبط هذه الأطر بترتيبات سعر الصرف بدون مناقصة قانونية منفصلة، ترتيبات مجلس العملة أو ربط العملات مع أو بدون نطاقات أو الربط الزاحف وغيرها من الترتيبات المدارة وتشمل العملات الأساسية الشائعة كالدولار الأمريكي أو اليورو أو عملة مركبة تتكون من عملتين أو أكثر كعملة أساسية.

2- **الهدف الإجمالي النقدي:** حيث يكون الهدف الوسيط للسياسة النقدية هو إجمالي نقدي مثل M0 أو M1 أو M2 على الرغم من أن السلطات النقدية قد تحدد أيضا أهدافا للتضخم من خلال استخدام البنك المركزي احتياطات النقد الأجنبي كهدف تشغيلي.

3- **إطار استهداف التضخم:** ويتعين في ذلك الإعلان الرسمي من أهداف رقمية للتضخم مع التزام مؤسسي من جانب السلطة النقدية بتحقيق هذه الأهداف في الغالب تكون على

¹ عبد العزيز طيبة، عمار طاهرات، دور سياسة التعقيم النقدي في الحد من ظاهرة التضخم دراسة تحليلية لحالة الجزائر خلال الفترة 2000-2017، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 23 العدد 01 السنة 2020، صص 753-772، ص 755.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

مدى زمني متوسط الأجل وتعزز هذه السياسة النقدية بإجراءات إضافية كزيادة التواصل مع الجمهور والأسواق لتوضيح خطط وأهداف صانعي القرار النقدي وزيادة مساءلة البنك المركزي عن تحقيق أهداف التضخم وغالبا ما تسترشد قرارات السياسة النقدية بانحراف توقعات التضخم المستقبلي عن هدف التضخم المعلن حيث تعمل توقعات التضخم ضمنا أو صراحة كهدف وسيط للسياسة النقدية.

كما يرى الباحث سوكديف سينغ أن دواعي التدخل في سوق الصرف في ظل ظروف مناسبة يمكن أن يحد التدخل في سوق الصرف من تقلبات غير مبررة في أسعار العملات خصوصا في ظل ضعف انتقال أثر السياسة النقدية الوطنية لإحداث التوازن في سعر الصرف والصمود أمام الصدمات بسبب الاندماج الاقتصادي والمالي العالمي وأن العوامل الدولية أصبحت محركا أقوى للأسعار المحلية والأوضاع الاقتصادية مثل انخفاض أسعار الفائدة في دول شرق آسيا مقارنة بالاقتصاديات الكبرى على إثر تبعات الأزمة المالية العالمية 2008 ما سرع من تدفقات رأس المال نحوها وبالتالي ارتفاع أسعار عملاتها ولكن بعد تجاوز البنوك المركزية لهذه الدول وتشديد سياستها تأثرت عملات هذه الأسواق وتزايدت توقعات التضخم.

كما يشير إلى أن أهداف التدخل تحقق أساسا ما يلي:

- يسمح للسلطات النقدية بتخفيف وتيرة ومدى ارتفاع أو انخفاض قيم العملات.
- مواجهة الضغوط على سعر الصرف عن طريق خفض توقعات قيمة العملة في المستقبل.

ووضح الباحث أن التدخل الناجح¹ في الدفاع عن قيمة العملة الآخذة في الانخفاض يتطلب العديد من الظروف الاقتصادية المتداخلة ضمن نظام مالي عميق لدعم عمليات الوساطة المالية وتوافر الأدوات المالية وبالتالي زيادة السيولة والتدفقات المالية فالاقتصاديات التي لديها نظم مالية كبيرة ومندمجة عالميا يتعين عليها حيازة احتياطات النقد الأجنبي لنجاح تدخلها في سوق الصرف وتجنب التقلبات المفرطة بالإضافة إلى العديد من العوامل نذكرها فيما يلي²:

¹ سوكديف سينغ، دواعي التدخل في سوق الصرف منظورات الأسواق الصاعدة، مجلة التمويل والتنمية، مارس 2023، ص 46-47.

² نزالي سامية، فعالية السياسة النقدية في ظل أنظمة الصرف المختلفة- مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، مجلد 6 عدد 2015/2015، ص 218-230، ص 219.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

- مستوى احتياطات النقد الأجنبي: ولهذه الاحتياطات أهمية كبيرة بالنسبة للبلدان التي تستخدم أسعار الصرف المربوطة أو أطر نقدية قائمة على الدفاع عن قيمة العملة بالتأثير على سعر الصرف.

- قوة الاقتصاد المحلي والنظام المالي: حيث تسمح قوة هذه الأساسيات للبنك المركزي مرونة أكبر من حيث حجم التدخل في سوق الصرف بالتحرك وتسمح كذلك بزيادة فعالية التدخل لأن البنك المركزي لا يتعين عليه الانخراط بفعالية في عمليات السيولة التي تقوض تدخلاته في سوق الصرف وتؤثر سلباً على استقرار الأسعار المحلية وهذا ما يجعل السياسة النقدية وعمليات التدخل في سوق الصرف محدودة الفعالية لأن تدخل البنك المركزي للدفاع عن سعر الصرف فإنه يخفض المعروض من العملة المحلية ويزيد المعروض من العملات الأجنبية وفي حالة ثبات العوامل الأخرى من المفترض أن يدعم سعر الصرف العملة المحلية ويؤدي انخفاض السيولة بالعملة المحلية إلى ارتفاع أسعار الفائدة وعلى إثر ذلك ترتفع تكلفة الدين العام وعليه يضخ البنك المركزي السيولة مرة أخرى في النظام المصرفي للمحافظة على استقرار أسعار الفائدة المحلية نسبياً وهذا ما يقوض جهود السلطات النقدية في دعم قيمة العملة ويمكن أن تؤدي إلى ارتفاع التضخم المحلي.

- انفتاح الحساب الرأسمالي: حيث يمكن لحساب رأس المال خصوصاً لدى اقتصاديات الأسواق الصاعدة تسهيل التدفقات في الاتجاهين في ظل الظروف العادية ولكن التدفقات الكبيرة في اتجاه واحد خلال أوقات عدم الاستقرار تؤثر على قدرة البنك المركزي على تثبيت قيمة العملة وبالرغم من هذه الوضع الاقتصادي والمتعلق أساساً بسهولة التدفقات المالية قصيرة الأجل من جانب المقيمين وغير المقيمين بهدف الاستجابة لتوقعات سعر الصرف يتعين على البنك المركزي التدخل في سوق الصرف الأجنبي لتجنب التقلبات الكبيرة في سعر الصرف.

- انكشاف القطاع الخاص لمخاطر النقد الأجنبي وحجم التحوط من هذه المخاطر: في اقتصاديات الأسواق الناشئة يتعين على البنك المركزي تتبع هذا الانكشاف وتنظيمه وضبطه وهو يعبر عن الخسائر أو المكاسب المالية المحتملة نتيجة التغيرات في سعر الصرف والتي تنشأ عن المعاملات التجارية والاستثمارية عبر الحدود والمقومة بالعملات الأجنبية كإجراء وقائي بهدف إلى الحد من المخاطر المحتملة على الاستقرار الاقتصادي والمالي على المستوى الوطني والذي يضغط على سعر الصرف بسبب عمليات الشراء للنقد الأجنبي بهدف التحوط وبالتالي يبطل أثر التدخلات في سوق الصرف لدعم العملة.

الفصل الأول: نظرية أنظمة الصرف

خلاصة الفصل

إن اختلاف أنظمة إدارة سعر الصرف بين الترتيبات بحكم القانون والترتيبات بحكم الواقع لا يعكس بالضرورة عدم وضوح السياسة النقدية المعتمدة من طرف الدولة أو التباين في الأهداف التي تسعى السلطات النقدية لتحقيقها، ويمكن أن يعود السبب في ذلك إلى استخدام سعر الصرف كأداة قصيرة الأجل في السياسة النقدية وليس كأداة لتحقيق الأهداف طويلة الأجل، وقد يشهد الوضع العام للبلاد أزمات اقتصادية أو سياسية تفرض على السلطات استخدام سعر الصرف كأداة للسياسة النقدية وتبني فترة انتقالية تؤثر على استقرار المتغيرات الاقتصادية وتتولد الرغبة بتغيير النظام من خلال زيادة أو خفض درجة المرونة في ترتيبات سعر الصرف بعد انتهاء فترة الأزمة، بالإضافة إلى عوائق التغيير وعد توفر متطلبات من أنظمة التثبيت إلى أنظمة التعويم أو تعرض الاقتصاد للصدمات ما يفرض على السلطات النقدية اتخاذ مجموعة من الإجراءات في إطار السياسة النقدية لاسترجاع توازن واستقرار سعر الصرف دون التخلي على النظام لاستعادة المصداقية وهو يتطلب التخطيط وبناء مؤسسي يعزز الإلزام الرسمي، وفي ظل هو هذه المتغيرات يتواجد الاقتصاد ضمن سوق يتميز بدرجة استجابة عالية للسياسة النقدية ما يؤثر على المتغيرات الاقتصادية وبالتالي تحصل تغيرات غير متوقعة في المستقبل ذات تأثير اقتصادي يتجاوز سوق النقد الأجنبي.

تنخفض قيمة العملة فتخشى السلطات من التضخم المستورد وتأثيرات انخفاض سعر الصرف على الميزانية العمومية للمقترضين بالعملات الأجنبية خصوصا ما يتعلق بزيادة تكلفة خدمة الدين وبالمقابل عند ارتفاع قيمة العملة تنخفض القدرة التنافسية للصادرات تنتشر ظاهرة الخوف من التعويم

كما تؤكد النظرية الاقتصادية ما تقدم به الباحث Frankel بأنه لا يوجد نظام سعر صرف مثالي يناسب جميع الدول في جميع الأوقات لكن بالمقابل يعتمد اختيار نظام سعر الصرف المناسب على مجموعة من العوامل، من أهمها معدلات التبادل التجاري، وهيكل التجارة الخارجية، والعوامل الخارجية، واحتياجات السياسة النقدية.

الفصل الثاني

الاحتياطات الدولية وقياسها

وسياسات إدارتها

المبحث الأول: الإطار النظري للاحتياطات الدولية وصيغها والسيولة الدولية

يعتبر احتياطي الدولة من النقد الأجنبي من أهم متغيرات الاقتصاد الكلي التي تعكس مؤشرات ومعاملات الدولة مع باقي دول العالم كما توضح قدرتها الوفاء والالتزام بتسوية مدفوعاتها الدولية وتمويل النشاط الاقتصادي المحلي كما تهدف من خلالها السلطات النقدية إلى تحقيق العديد من الأهداف الاقتصادية كدعم استقرار سعر الصرف، تمويل العجز في ميزان المدفوعات والتصدي للصدمات الخارجية والداخلية.

ولقد أدى تراكم الاحتياطيات الدولية الهائل لدى عدد من البلدان، وخاصة منذ أواخر تسعينيات القرن العشرين، إلى إحياء الاهتمام بالقضايا المرتبطة بالاحتياطيات. وقد ركزت الأبحاث بشكل أساسي على تفسير الطلب على الاحتياطيات، وتقييم كفاية الاحتياطيات، والعلاقة بين الاحتياطيات والمتغيرات الاقتصادية الكلية، ويعتبر جون مينارد كينز من الاقتصاديين الأوائل الذي حدد وظيفة الاحتياطات الدولية سنة 1943 حيث يرى أن الوظيفة الحقيقية للاحتياطات الدولية هي منح الثقة¹

المطلب الأول: مفاهيم الاحتياطات الدولية

تعددت المفاهيم الاقتصادية للاحتياطات الدولية والمصطلحات المعبرة عنها ولكنها تشترك في الكثير من الصفات الواجب توفرها فيها نذكر أهمها كالتالي:

تعبّر الاحتياطات الدولية عن الأصول الخارجية المتاحة تحت تصرف السلطات النقدية والخاضعة لسيطرتها لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات أو التدخل في أسواق الصرف

¹ Jaewoo Lee, **option pricing Approach to International Reserves**, Review of international economics Vol17 Issue4 2009, pp 844-860

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

للتأثير على سعر صرف العملة أو غير ذلك من الأغراض ذات الصلة كالمحافظة على الثقة في العملة المحلية وتشكيل أساس يستند إليه في الاقتراض الخارجي¹.

ويمكن تعريف الاحتياطات الدولية استناداً إلى الممارسات الشائعة في العالم بأنها الموجودات الخارجية أو الدولية المتاحة والمهياة حسب الطلب للسلطة النقدية وتحت تصرفها لتمويل عجز ميزان المدفوعات²، فضلاً عن وظيفتها في تعقيم عرض النقد الأجنبي لتنظيم سوق الصرف حول سعر ثابت أو مرن ضمن مدى مقبول بحيث يوصف بالاستقرار.

يقصد باحتياطي النقد الأجنبي لبلد ما هو تلك الأصول الخارجية التي تكون متاحة بسهولة للسلطات النقدية والتي تتحكم فيها من أجل التمويل المباشر للمدفوعات والسيطرة على حجم الاختلالات عن طريق التحكم في أسواق الصرف للتأثير على معدل الصرف أو لأهداف أخرى³

ومن زاوية أخرى تعرف احتياطات الصرف الأجنبي بالحياسة الرسمية للعملات الأجنبية زائد ما يملكه البنك المركزي من رصيد ذهبي ووحدات حقوق السحب الخاصة فضلاً عن صافي مركز الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي⁴

وتوضح الطبعة السادسة من دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي الصادرة عن صندوق النقد الدولي بأن الاحتياطات الدولية هي الأصول الخارجية المتاحة تحت تصرف السلطات النقدية والخاضعة لسيطرتها لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات أو التدخل في

¹ الاحتياطات الدولية والسيولة بالعملة الأجنبية المبادئ التوجيهية لإعداد نموذج قياسي للبيانات، صندوق النقد الدولي، الطبعة العربية، 2013 ص3.

² أحمد إبرهه علي، الاقتصاد النقدي وقائع ونظريات وسياسات، دار الكتب - الطبعة الثانية، العراق، 2015، ص 303.

³ بوشريط كمال، احتياطي النقد الأجنبي وعلاقته بسعر الصرف دراسة حالة الجزائر (1980-2010)، مجلة الأبحاث الاقتصادية لجامعة البلدية 2، العدد 10،

جوان 2010، ص41.

⁴ زايري بلقاسم، كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، العدد 7، 2009، ص47.

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف العملة أو غير ذلك من الأغراض ذات الصلة كالمحافظة على الثقة في العملة المحلية وتشكيل ضمان مقابل الاقتراض الخارجي¹.

حيث يؤكد مفهوم صندوق النقد الدولي في هذا الإطار على:

- ضرورة التمييز في الاحتياطات الدولية بين المقيمين وغير المقيمين وأن الأصول الاحتياطية تمثل مطالبات السلطات النقدية على غير المقيمين.

- ضرورة توفر شرطان أساسيان في مفهوم الاحتياطات الدولية لتمثل أصولا احتياطية وهما أن تكون تحت التصرف أو خاضعة لسيطرة السلطات النقدية.

وتتسم الاحتياطات من النقد الأجنبي بالقبول الدولي وسهولة استخدامها من طرف السلطات النقدية خصوصا لتمويل العجز المؤقت والطارئ في ميزان المدفوعات بالدرجة الأولى بدلا من معالجة هذا الاختلال عن طريق سياسات غير مرغوبة ويمكنها أن تعرقل النشاط الاقتصادي كتخفيض قيمة العملة أو تقييد الواردات أو اللجوء إلى المديونية الخارجية².

ويؤكد تقرير صندوق النقد الدولي على ضرورة توفر شرطان أساسيان في مفهوم الاحتياطات الدولية وهما أن تكون الاحتياطات الدولية تحت تصرف السلطات النقدية أو خاضعة لسيطرتها وبتوفر هذه المعايير يمكن اعتبارها أصولا احتياطية.

ووفقا لمفهوم الإقامة فإن الاحتياطات الدولية تشير إلى مستحقات السلطات النقدية على غير المقيمين، باعتبار أن مستحقات السلطات النقدية على المقيمين لا تعتبر أصولا احتياطية لأنها أصول بالعملة الأجنبية للسلطات النقدية³.

¹ الاحتياطات الدولية والسيولة بالعملة الأجنبية المبادئ التوجيهية لإعداد نموذج قياسي للبيانات، صندوق النقد الدولي، واشنطن، الطبعة العربية 2013
² خالد هاشم عبد الحميد، إدارة احتياطات الصرف الأجنبي ودورها في تحقيق النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، تاريخ قبول النشر 2019/5/9.

³ **International Reserves and Foreign Currency Liquidity**, Guidelines for a data Template, IMF p17.

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

كما يقارن التقرير ويوضح أن مفهوم السيولة بالعملة الأجنبية أوسع نطاقاً من مفهوم الاحتياطات الدولية وأنها تتميز ببعدين: الأول موارد العملات الأجنبية والتي تتكون من الأصول الاحتياطية الرسمية والأصول الأخرى بالعملة الأجنبية المتاحة تحت تصرف السلطات النقدية والتي يمكن تحويلها بسهولة لتلبية الطلب على النقد الأجنبي، وثانياً التدفقات الداخلة والتدفقات الخارجة المحددة مسبقاً أو المحتمل وقوعها من موارد العملات الأجنبية والناجئة عن الخصوم قصيرة الأجل بالعملة الأجنبية.

على ضوء ما سبق يمكن التأكيد على أن الاحتياطات الدولية هي أصول خارجية متاحة في أي وقت وخاضعة لسيطرة السلطة النقدية يتم اللجوء إليها لمعالجة عجز طارئ في ميزان المدفوعات أو التدخل في سوق الصرف الأجنبي أو لأغراض أخرى.

المطلب الثاني: صيغ الاحتياطات الدولية

تتكون الاحتياطات الدولية من مجموعة من الأصول القابلة للتحويل السريع التي تحتفظ بها الدول لتلبية احتياجاتها من السيولة الدولية وتمويل وارداتها وتحقيق استقرارها المالي حيث تختلف توزيعات صيغ الاحتياطات الدولية بين الدول حسب احتياجاتها وظروفها الاقتصادية، كما تفضل بعض الدول الاحتفاظ بنسبة عالية من الذهب في احتياطاتها بينما تفضل دول أخرى الاحتفاظ بنسبة عالية من العملات الأجنبية أو الأصول المالية الأجنبي وتراجع الدول بشكل دوري هيكل احتياطاتها الدولية وتقوم بإجراء التعديلات اللازمة للحفاظ على استقرارها المالي.

وتتعدد صيغ هذه الأصول الاحتياطية¹ لتشمل ما يلي:

¹ الاحتياطات الدولية والسيولة بالعملة الأجنبية المبادئ التوجيهية لإعداد نموذج قياسي للبيانات، صندوق النقد الدولي، واشنطن، الطبعة العربية 2013.

أولاً: الأصول الاحتياطية الرسمية:

▪ الذهب: يُعدّ الذهب تقليدياً من أهمّ مكونات الاحتياطيات الدولية، نظراً لقيمته الثابتة وقدرته على الاحتفاظ بقيمته على المدى الطويل،

والذهب النقدي هو الذي تمتلكه السلطات النقدية أو أطراف أخرى خاضعة للسيطرة الفعلية للسلطات النقدية، وتحتفظ به كأصول احتياطية. وتتكون بدرجة أساسية من سبائك الذهب وحسابات الذهب غير المخصصة لدى غير المقيمين. ويتم تداول سبائك الذهب عادة في أسواق منظمة أو من خلال ترتيبات ثنائية بين البنوك المركزية، وحتى تكون حسابات الذهب مؤهلة لتبويبها كأصول احتياطية لابد أن تكون متاحة بسهولة للسلطات النقدية عند الطلب¹.

▪ حقوق السحب الخاصة (SDR): وهي أصول احتياطية دولية أنشأها صندوق النقد الدولي سنة 1969² لتكملة الاحتياطيات الرسمية للبلدان الأعضاء. فهي ليست عملة ولكن يمكن استبدالها بين الدول الأعضاء مقابل عملات قابلة للاستخدام بحرية حيث يتم تخصيص حقوق السحب الخاصة للبلدان بناء على حصص الإشتراك في صندوق النقد الدولي ويمكن استخدامها لتوفير السيولة في أوقات الأزمات المالية أو لتحقيق الاستقرار الاقتصادي. يتم تحديد قيمة حقوق السحب الخاصة بناء على سلة من العملات الرئيسية، بما في ذلك الدولار الأمريكي واليورو واليوان الصيني والين الياباني والجنيه البريطاني، وهي تستخدم في المعاملات التجارية أو الخدمات على مستوى الدول والبنوك المركزية للدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي ولا يمكن أن تستخدم لدى الدول غير الأعضاء في الصندوق³.

¹ عمار بوطكوك، المحددات الخارجية للاحتياطيات، مجلة العلوم الإنسانية لجامعة أم البواقي، المجلد 7، العدد 3 - ديسمبر 2020، ص 1284.

² علي عبد الفتاح أبو شرار، الإقتصاد الدولي: نظريات وسياسات، الطبعة الثانية، دار المسيرة، الأردن، 2010، ص 474.

³ عرفان قبي الحسني، التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار مجدلاوي، الأردن، 2002، ص 237.

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

ويعني آخر هي أصول احتياطية دولية استحدثها صندوق النقد الدولي كأصل احتياطي مكمل للأصول الاحتياطية لدى البلدان الأعضاء في الصندوق ويوزعها بين أعضائه على أساس نسب حصصهم في الصندوق.

▪ **احتياطي العملات الأجنبية :** تعبر على أنها عملة وطنية تتمتع بالقبول العام في تسوية المدفوعات خارج حدود دولتها وتعتبر أداة للتبادل ومقياس للقيمة ومخزن لها، كما يمكن القول أن العملات الإرتكازية هي العملات القابلة للتحويل مثل الدولار الأمريكي و اليورو والجنيه الإسترليني والين الياباني أي تلك العملة التي لا تفرض دولتها قيودا على مدفوعاتها الخارجية أو على موجودات الدول الأخرى من عملتها ولا تحتاج للموافقة من السلطات النقدية لإخراج العملة¹.

▪ **الودائع لدى صندوق النقد الدولي:** يمكن للدول إيداع جزء من احتياطياتها لدى صندوق النقد الدولي للحصول على تسهيلات ائتمانية في حالات الطوارئ، وتسمى أيضا موقف الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي وهو يمثل حصص الدول الأعضاء في الصندوق وتقدر حصة كل عضو على أساس مجموعة من المؤشرات لقياس مستوى النشاط الاقتصادي في كل دولة عضو، واستنادا إلى اتفاقيات معينة كل دولة عضو يمكنها أن تقترض أو تسحب من الصندوق في حالة تعرضها لاختلال خارجي باعتبار هذه الحقوق تمثل احتياطات دولية ويمكن استخدامها في تسوية المدفوعات الدولية الخاصة بالمعاملات التجارية بين الدول الأعضاء وهذا ما يعرف بحقوق السحب العادية².

¹ محمد العيد صلوح، عبد الرزاق حولاي لخضر، السايح بوزيد، آليات إدارة احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر للتحوط من تراجع قيمتها الحقيقية خلال الفترة (2000-2015)، مجلة الباحث، 2018، المجلد 18 (العدد 01)، الجزائر، ص ص 213-224.

² عدنان حسين يونس الخياط وآخرون، اقتصاديات الاحتياطات الدولية، الطبعة الأولى، دار الأيام، 2019، ص 24.

ثانيا: الأصول الاحتياطية الأخرى

وتشمل الأصول السائلة والمتاحة تحت تصرف السلطات النقدية ولكنها غير مدرجة في الفئات الأخرى للأصول الاحتياطية وتشمل ما يلي¹:

▪ صافي قيمة ومراكز المشتقات المالية المحدد حسب سعر السوق مع غير المقيمين عالية السيولة والتي يتم تسويتها بالعملة الأجنبية كالعقود الآجلة والعقود المستقبلية والمبادلات وعقود الخيار.

▪ القروض قصيرة الأجل بالعملة الأجنبية القابلة للاسترداد عند الطلب التي تقدمها السلطات النقدية للمؤسسات المصرفية غير المقيمة.

▪ القروض طويلة الأجل للحسابات الائتمانية التي يديرها صندوق النقد الدولي والمتاحة تحت التصرف لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات.

▪ الأصول المالية الأخرى غير المدرجة في موضع آخر ولكنها أصول بالعملة الأجنبية متاحة للاستخدام الفوري كالأسهم، وحدات صناديق الاستثمار غير القابلة للتداول الناشئة عن أنظمة الأصول المجمعة.

▪ الأصول محل معاملات إعادة الشراء السائلة والمتاحة تحت تصرف السلطات النقدية عند الطلب.

إن القروض طويلة الأجل لصندوق النقد الدولي وحسابات الثقة المدارة واللتين يمكن سدادهما بسهولة لتلبية احتياجات ميزان المدفوعات يصنفان ضمن الاحتياطات الدولية ولكن القروض طويلة الأجل التي تقدمها السلطات النقدية لغير المقيمين التي من شأنها أن لا تكون متاحة بسهولة لاستخدامها في أوقات الحاجة لا تمثل أصول احتياطية ولكن تتم تسجيلها

¹ عدنان حسين يونس الخياط وآخرون، المرجع السابق، ص25.

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

كتدفقات محددة مسبقا، وإذا كانت مدة استحقاقها أقل من سنة (قروض قصيرة الأجل) لغير المقيمين ومتاحة عند الطلب من السلطات النقدية يمكن تصنيفها كأصول احتياطية¹.

المطلب الثالث: مفهوم السيولة الدولية وعلاقتها بالاحتياطات الدولية

أولا: مفهوم السيولة الدولية

تعبر عن الاحتياطات الرسمية لدى البنك المركزي تشمل الذهب، حقوق السحب الخاصة والعملات الأجنبية وكل التسهيلات الائتمانية ويمكن أن تتوسع لتشمل وسائل الدفع الدولية التي تحظى بالقبول الدولي العام كالأصول القابلة للتحويل إلى سيولة لاستعمالها عند حدوث عجز طارئ أو مؤقت في ميزان المدفوعات الدولية².

مفهوم آخر للسيولة الدولية وهي مجموع وسائل الدفع الدولية المقبولة بصورة عامة وغير مشروطة والمتاحة للسلطة النقدية لتسوية المدفوعات الدولية وخصوصا التجارة الدولية³. كما يعرفها بعض الاقتصاديين بقوة سرعة التحول إلى نقود حاضرة⁴.

وهناك من يرى بأن السيولة الدولية هي مفهوم أوسع من الاحتياطات الدولية وتتميز في ذلك ببعدان⁵:

الأول: يشير إلى مصادر العملة الأجنبية التي تكون تحت تصرف السلطات النقدية والتي يمكن تعبئتها بسهولة لتلبية الطلب على النقد الأجنبي.

الثاني: يشير إلى كل من التدفقات الداخلية لمصادر العملة الأجنبية الناتجة عن الالتزامات قصيرة الأجل بالعملة الأجنبية وأنشطة السلطات النقدية خارج الميزانية العمومية.

¹ International Reserves and Foreign Currency Liquidity, Op.Cit. , p18.

² عبد المجيد قدي، البعد الدولي للنظام النقدي الدولي برعاية صندوق النقد الدولي، دار القبيس، الجزائر، 2011، ص74.

³ مايح شبيب الشمري، حسن كريم حمزة، التمويل الدولي أسس نظرية وأساليب تحليلية، دار الضياء الطبعة الأولى، بغداد، 2015، ص370.

⁴ عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي الطبعة الثانية، عمان، 2002، ص230.

⁵ International Reserves and Foreign Currency Liquidity, Op. Cit. , p18

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

ثانياً: أوجه المقارنة والتداخل بين السيولة الدولية والاحتياطات الدولية

السيولة الدولية والاحتياطات الدولية مصطلحان يرتبطان ارتباطاً وثيقاً بالاقتصاد العالمي، وكلاهما يلعب دوراً حاسماً في استقرار النظام المالي الدولي وتسهيل التجارة والاستثمار بين الدول وهذا ما يؤدي ببعض التداخل بينهما كما يبينه الجدول أدناه:

جدول رقم 2 - 1 : أوجه المقارنة بين السيولة بالعملة الأجنبية والاحتياطات الدولية

الاحتياطات الدولية	السيولة بالعملة الأجنبية	
الاحتياطات الدولية أحد أشكال السيولة بالعملة الأجنبية.	السيولة بالعملة الأجنبية أوسع من الاحتياطات الدولية	الحدود
أصول خارجية للسلطات النقدية.	تتعلق بموارد النقد الأجنبي وقنوات التسرب هذه الموارد لدى السلطات النقدية والحكومة المركزية	الطبيعة
مطالبات السلطات النقدية على غير المقيمين.	مطالبات السلطات على المقيمين وغير المقيمين والتزاماتها نحوهم بالعملة الأجنبية.	الصيغ
يرتكز مفهومها على إطار الميزانية العمومية.	تشمل تدفقات العملات الأجنبية الداخلة والخارجة التي تتولد عن أنشطة السلطات داخل الميزانية العمومية وخارجها.	التقييد
-الحفاظ على استقرار العملة الوطنية، دعم ميزان المدفوعات والتدخل في أسواق الصرف الأجنبي	-تلبية الطلب على النقد الأجنبي مثل التجارة والاستثمار	الهدف
-محددة بدقة وتركز على الأصول الاحتياطية التي تسيطر عليها البنوك المركزية.	-نطاق واسع وتشمل جميع الأصول القابلة للتحويل	النطاق
-عالية السيولة ولكن يمكن لبعض الأصول أن تكون أقل سيولة من الأخرى.	-عالية السيولة يمكن تحويلها بسرعة إلى نقد.	مبدأ السيولة
-معرضة لتقلبات أسعار الصرف.	-معرضة لمخاطر تقلبات أسعار الصرف ومخاطر الائتمان.	المخاطر
-تديرها البنوك المركزية.	-تديرها الشركات والمؤسسات المالية بشكل عام	هيئة الإدارة

المصدر: الاحتياطات الدولية والسيولة بالعملة الأجنبية المبادئ التوجيهية لإعداد نموذج قياسي للبيانات، صندوق النقد الدولي، واشنطن، الطبعة العربية 2013.

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

الشكل 2 - 1 : يوضح الترابط بين الاحتياطات الدولية والسيولة بالعملة الأجنبية

السيولة بالعملة الأجنبية			موارد العملات الأجنبية	
قنوات التسرب بالعملة الأجنبية		قنوات التسرب المحددة مسبقاً الناشئة عن		
قنوات التسرب الاحتمالية الناشئة عن	قنوات التسرب الاحتمالية الناشئة عن	مراكز المشتقات المالية في العقود الآجلة والمستقبلية والمبادلات	الأصول الأخرى بالعملة الأجنبية	الاحتياطات الدولية الأصول الاحتياطية الرسمية
-الالتزامات الاحتمالية بالعملة الأجنبية. -الأوراق المالية بالعملة الأجنبية الصادرة مع خيارات. -خطوط الائتمان غير المسحوب منها غير المشروطة -المراكز في الخيارات بالعملة الأجنبية مقابل العملة المحلية.		الخصوم بالعملة الأجنبية		

تصنف على أساس الإقامة	
الأنشطة بالعملة الأجنبية خارج الميزانية العمومية	
الأنشطة بالعملة الأجنبية في الميزانية العمومية	

المصدر: الاحتياطات الدولية والسيولة بالعملة الأجنبية المبادئ التوجيهية لإعداد نموذج قياسي للبيانات، صندوق النقد الدولي، واشنطن، الطبعة العربية 2013.

وبشكل عام نستنتج ما يلي:

- السيولة بالعملة الأجنبية هي مفهوم أوسع يشير إلى القدرة على الحصول على عملة أجنبية.
- الاحتياطات الدولية هي أداة تستخدم للحفاظ على استقرار العملة وتسيير الالتزامات الاقتصادية الخارجية.

- ذات أهمية بالغة مهم لتحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي، و لكل منهما دور ووظيفة محددة.
ويتضح مما سبق أن مفهوم السيولة الدولية أوسع و أشمل من مفهوم الاحتياطات الدولية وأن هذه الأخيرة تمثل جزء من السيولة الدولية.

المبحث الثاني : الطلب على الاحتياطات الدولية ومؤشرات قياس كفايتها

المطلب الأول : أهمية الاحتياطات الدولية ودوافع حيازتها

أولاً: أهمية الاحتياطات الدولية

الاحتياطات الدولية هي أصول مالية تحتفظ بها الدول، عادةً بالعملة الأجنبية، الذهب، أو سندات الخزنة الدولية. تشكل هذه الاحتياطات خط دفاع أول للدول، وتلعب دوراً حيوياً في استقرار اقتصاداتها وتبرز أهميتها أساساً في:

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

- تستخدم كجزء من الغطاء النقدي للعملة المحلية سواء كانت عملات قيادية أو ذهب¹.
- مرتكز أساسي لبناء واستقرار القيمة الخارجية للعملة الوطنية والدفاع عنها بأسعار صرف مستقرة وإحداث التوازن بين سعر الصرف الاسمي والحقيقي.
- تعزيز الثقة المستثمرين في النشاط الاقتصادي للدولة وصانعي السياسات الاقتصادية.
- إتاحة الفرصة للبنك المركزي بالتدخل في سوق الصرف عند الضرورة خصوص في حالة تطبيق نظام الرقابة على الصرف.

ثانيا: دوافع حيازة الاحتياطات الدولية

- نظريا يفسر الباحثين دوافع السلطات النقدية وسعيها لحيازة احتياطات النقد الأجنبي لعدة أسباب رئيسية² ومنها ما تتوافق مع دوافع الطلب على النقود في النظرية النقدية:
- **دافع التدخل في سوق الصرف³**: وهي وجهة نظر المذهب التجاري والتي ترى أن زيادة الاحتياطات سببها تخفيض قيمة سعر الصرف وعمليات السوق المفتوحة ببيع العملة المحلية من طرف البنك المركزي والذي يهدف إلى تحسين القدرة التنافسية للصادرات ضمن سياسة تشجيع التصدير ودافع عن هذا الاتجاه كل من Folkerts, Dooley, Aizenman & Lee وLandau، وبذلك تساهم الاحتياطات الدولية التي يحوزها البنك المركزي على زيادة الثقة في السياسات النقدية المعتمدة التي تهدف إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي ومواجهة التضخم بتثبيت سعر الصرف⁴.

- **تأمين ذاتي ضد الصدمات**: يفسر الكثير من الباحثين أن حيازة الاحتياطات بدافع التحوط والتأمين الذاتي ضد الصدمات كحالة وجود عجز مؤقت في ميزان المدفوعات يمكن

¹ مايح شبيب الشمري، حسن كريم حمزة، التمويل الدولي أسس نظرية وأساليب تحليلية، مرجع سبق ذكره، ص373.

² حاشي نوري، أثر تراكم احتياطات الصرف الأجنبي على التضخم: تجربة من الجزائر، مجلة النمو الاقتصادي وريادة الأعمال JECE، المجلد4 العدد 8 ص ص 83-97، ص85.

³ صابري حمزة، بكرتي لخضر، محددات احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر دراسة قياسية للفترة 1990-2020، مجلة ادارة الأعمال والدراسات الاقتصادية مجلد09 العدد01/2023، ص ص 073-092، ص77.

⁴ عدنان حسين يونس الخياط وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص28.

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

للبنط المركزي إعادة التوازن ومعالجة الاختلالات من خلال استخدام الاحتياطات من النقد الأجنبي وتجنب التعديلات في السياسة النقدية المكلفة في كل من سعر الصرف، الاستهلاك المحلي، الاستثمار¹.

- **تسوية المعاملات:** يعتبر دافع المعاملات عامل أساسي يدفع بالبنوك المركزية بالطلب وتراكم الاحتياطات وتوجيه هذه الأرصدة لتغطية قيم الواردات من السلع والخدمات أو لدفع تبعات خدمة الديون الخارجية في حالة تراجع حصيلة الإيرادات أو في حالات التعذر عن توفير تمويلا كافيا من الأسواق المالية².

وقدم نموذج Aizenman و Lee لعام 2007 إطاراً تحليلياً لفهم سلوك احتياطات العملات الأجنبية للدول النامية³، والذي ركز على دافعين رئيسيين للاحتفاظ بالاحتياطات الدافع التجاري: حيث تسعى الدول إلى تحسين مركزها التجاري الصافي واكتساب ميزة تنافسية من خلال تراكم الاحتياطات والدافع الاحترازي: حيث تُستخدم الاحتياطات كشكل من أشكال التأمين الذاتي ضد الصدمات الخارجية، مثل تقلبات أسعار الصرف أو تدفقات رأس المال المتقلبة.

ويؤكد النموذج أن الدوافع الاحترازية أكثر أهمية من الدوافع التجارية: حيث تُظهر النتائج التجريبية أن الدول النامية تميل إلى الاحتفاظ باحتياطات أكبر كشكل من أشكال التأمين الذاتي، بدلاً من استخدامها لتحسين مركزها التجاري، كما أكد⁴ J. Lee أن الارتفاع الحاد في حيازة الاحتياطات لدى العديد من الدول الناشئة منتصف التسعينات القرن الماضي أدى إلى ارتفاع مخاطر العوامة التي تواجه الأسواق الناشئة، وقد اقترح في هذا الإطار هذه الدول على

¹ Kathryn M. E. Dominguez and Others, **International Reserves and The Global Financial Crisis**, NBER WP 17362, Cambridge, 2011, p22

² بوكريديد عبد القادر، كيجل عبد الباقي، محددات الطلب على احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر دراسة قياسية للفترة 1990-2019، مجلة الاستراتيجية والتنمية المجلد 12 العدد 01/جانفي 2022 ص ص 216-237، ص 220.

³ Joshua Aizenman & Jaewoo Lee, **International Reserves: Precautionary Versus Mercantilist Views, Theory and Evidence**, Open Economies Review, Springer, vol. 18(2), April 2007, pp 191-214

⁴ Jaewoo Lee, **option pricing approach to International Rservices**, Review of International economics, vol 17 issue4 2009, pp844-860.

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

التأمين الذاتي بشكل كامل عن طريق حيازة الاحتياطات الدولية والتي تخضع لتقدير كامل للدول التي تحتفظ بها لاستغلالها خلال الظروف الحرجة بدلا من الاعتماد على البدائل غير الاحتياطية.

كما أشار النموذج إلى العوامل المحددة للطلب على الاحتياطيات¹ تشمل أساسا انفتاح الحساب الرأسمالي، والضعف المالي، وتقلبات أسعار الصرف، وتدفقات رأس المال وأن تحدي السلطات النقدية لتحقيق مكاسب من خلال إدارة الاحتياطيات بشكل أمثل يمكن أن تؤدي إلى استقرار اقتصادي وتحسينات كبيرة في رفاهية الدولة.

- تمويل الإنفاق والتنمية: إن استخدام الاحتياطيات الأجنبية في تمويل الإنفاق العمومي وتمويل التنمية هي ميزة لدى البلدان النفطية² في تخصيص جزء من العائدات النفطية لتمويل البنية التحتية اللازمة لتنمية القطاعات الإنتاجية والخدمية كما يمكن استعمال هذه الاحتياطيات في تمويل نفقات الدولة كتمويل نقدي من خلال منح قرض للخزينة لتعويض جزء كبير من العملات الأجنبية المتداولة على مستوى أسواق الصرف ما بين البنوك وهو ما يمثل توسع نقدي.

- زيادة الجدارة الائتمانية: حيث تساهم الاحتياطيات الدولية في زيادة قدرة الدولة على الاقتراض من الأسواق الدولية³ وتشجيع تدفق الاستثمارات الأجنبية للدولة، كما تسمح بتعويض تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بهذه الاحتياطيات من خلال إدارتها والمحافظة عليها من التآكل بتوظيف جزء منها.

¹ Joshua Aizenman & Jaewoo Lee, **International Reserves: Precautionary Versus Mercantilist Views, Theory and Evidence**, Op. cit.

² جعفر هني محمد، متطلبات إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية -دراسة حالة بنك الجزائر-، ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير العدد السابع، مارس 2019، ص23.

³ مروه سمير حجازي، عبد السميع تحسين، إدارة الاحتياطيات الدولية ودورها في تحقيق النمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة 2000-2022، المجلة المصرية للدراسات التجارية، المجلد 47 العدد 4 أكتوبر 2023، ص ص 601-650، ص5.

- تعزيز الثقة في إطار سياسة الحكومة وقدرتها على تلبية الالتزامات الخارجية: حيث أن حيازة حجم عالي من الاحتياطات الدولية يسمح بتقليل تكاليف الاقتراض من الخارج في حالات التوقف المفاجئ للتدفقات النقدية أو في حالة وقوع أزمات العملة¹.

ثالثاً: مؤشرات قياس كفاية الاحتياطات الدولية

بداية التساؤل حول كفاية الاحتياطات بشكل عام في الستينات من القرن العشرين واعتقاد أن توسع ونمو التجارة العالمية يزيد الطلب على الاحتياطات وتؤدي إلى انكماش النظام وبالتالي تكون الدول مجبرة على تبني سياسة انكماشية لزيادة حصتها من المخزون العالمي الثابت ولم يكن لهذا الرأي أي أساس واقعي²، وقد أثبتت الدراسات³ أن الاحتفاظ بالاحتياطات هدفه الأولي هو الوقاية من الصدمات بالدرجة الأولى وليس إعادة توازن ميزان مدفوعات والذي تطور فيما بعد وأصبح يهدف إلى تحييد أثر الأزمات المتوقعة والوصول إلى التأمين الكامل ضدها، وعلى ضوء ذلك تعددت البحوث والدراسات في تحديد معايير قياس كفايتها.

1- نسبة الاحتياطات الدولية إلى الواردات (R/IM)⁴ : اقتراح Triffin (1947) نسبة

الاحتياطات إلى الواردات كمؤشر على كفاية الاحتياطات وهو مقياس تقليدي لتحديد كفاية حجم الاحتياطات الدولية إلى الواردات باعتبارها أهم متغير في حسابات ميزان المدفوعات ولعلاقتها بحجم الاستهلاك والإنتاج والنمو وحدد نسبة الاحتياطات المثلى التي تغطي قيمة 3 أشهر أو 25 بالمائة من إجمالي الواردات من السلع والخدمات الأساسية.

ويتعلق هذا المؤشر بمدى الاستعداد وجاهزية لحالات الطوارئ وذلك لضمان تدفق الواردات وتجنب انتهاج سياسات اقتصادية واجتماعية غير مرغوبة في حالة عدم كفاية

¹ بوكريدي عبد القادر، كيجل عبد الباقي، محددات الطلب على احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر دراسة قياسية للفترة 1990-2019، مجلة الإستراتيجية والتنمية، المجلد 12 العدد 1/جانفي 2022، ص 216-237، ص 221.

² أحمد إبريبي علي، الاقتصاد النقدي وقائع ونظريات وسياسات - الطبعة الثانية، دار الكتب، العراق، 2015، ص 329.

³ سها عبد الرحمن مرسي أحمد، أثر دورية البيانات على تقدير معاملات دالة تحديد المستوى الأمثل لحجم الإحتياطات النقدية الدولية المصرية من 1992-2002، المجلة العلمية لقطاع كليات التجارة-جامعة الأزهر، العدد 13- يناير 2015 ص 626.

⁴ زايري بلقاسم، كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا العدد 7 المجلد 5 ص 45-74 (2009).

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

الاحتياطات ويعزز هذا المؤشر دافع المعاملات في الطلب على الاحتياطات حيث يحدد الاقتصاديين نسبة 30 بالمائة من قيمة الواردات سنويا أو تغطية حجم الاحتياطات لفترة ثلاثة أشهر من الواردات والتي بموجبها يمكن اعتبار أن مستوى الاحتياطات كاف وملائم.

ويمكن زيادة هذه المعدلات بالنسبة للدول النامية التي تعاني من تبعات المديونية والالتزام بدفع إقساطها لتتراوح بين 30-40 بالمائة أو 4-5 أشهر من الواردات.¹

إن قياس مستوى الاحتياطات الأمثل يكون ذو استجابة كبيرة للمتغيرات الاقتصادية الأساسية وأنظمة أسعار الصرف حيث أن تقييم احتياجات كل بلد من الاحتفاظ بالاحتياطات وفق مقياس ثلاثة أشهر من الواردات هو معيار غير دقيق ويمثل حلا جزئي ومؤقت بالنسبة للدول ذات الدخل المنخفض والتي تتميز بضعف الأطر السياسية والمؤسسية ومن أجل الحد من المخاطر والأزمات يتعين على هذه الاقتصاديات تنفيذ إصلاحات اقتصادية تتضمن خصوصا تنويع الاقتصادي وزيادة مرونة أسعار الصرف.²

2- مؤشر Robert H. Heller³ (1966): لتحديد نسبة المتحقق فعلا من الاحتياطات إلى

المستوى الأمثل.

حيث اقترح مقياسا بتحديد مستوى الاحتياطات الأمثل⁴ وذلك بمقارنة تكاليف الاحتفاظ بالاحتياطات وتتعلق أساسا بإجراءات التكيف أو المواءمة التي يتحملها الاقتصاد في حالة عدم الاحتفاظ بالاحتياطات مقابل تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ للاحتياطات وتشمل الدخل المتسرب بسبب عدم استثمار هذه الاحتياطات ويحدد المستوى الأمثل من الاحتياطات وفق المعادلة التالية⁵:

¹ أحمد إبرهبي علي، الاقتصاد النقدي وقائع ونظريات وسياسات - الطبعة الثانية، مرجع سبق ذكره.

² Era Dabla Norris and Others, **Optimal precautionary Reserves for Low Income Countries :A Cost-Benefit Analysis**, IMF, WP11/249, October 2011, P17.

³ Heller, H. R., **Optimal International Reserves**. The Economic Journal, N76,1966, 296-311.

⁴ Robert Triffin, **Gold and The Dollar Crisis**, the journal of economic History vol21 issue 3, September 1961 pp 426-427.

⁵ أمانة سعداوي، توفيق بن الشيخ، إدارة تراكم احتياطات الصرف الاجنبي كخيار استراتيجي لتحقيق التنويع الاقتصادي بالدول النفطية للفترة 2000-2019 دراسة قياسية باستخدام نماذج بيانات بانل،مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد9 العدد01-جوان 2022، ص ص577-595 ص581.

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

R_{opt} المستوى الأمثل للاحتياطات الدولية

h التغير الذي يحدث في مستوى الاحتياطات الدولية

m الميل الحدي للاستيراد

r تكلفة الفرصة البديلة

0.5 احتمال حدوث عجز في ميزان المدفوعات

ويتحقق المستوى الأمثل من الاحتياطات عندما تكون $R_{opt} = 1$ بينما اذا كانت

$R_{opt} > 1$ معناه يوجد فائض في الاحتياطات، وإذا كانت $R_{opt} < 1$ فمعناه يوجد عجز في الاحتياطات.

3- محاولة أجاروال

دراسة¹ J.P. Agarawal (1971) تحاول تحديد مقياس لتقدير الحجم أو المستوى الأمثل

للاحتياطات الدولية من خلال نموذج يأخذ بعين الاعتبار الفروق الهيكلية والمؤسسية بين الدول الصناعية المتقدمة والدول النامية ويعتمد هذا النموذج في عملية التقدير على ثلاثة عوامل جوهرية:

1- تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالاحتياطات.

2- تكلفة تنفيذ سياسات معالجة الاختلال في ميزان المدفوعات في حالة عدم وجود احتياطات.

3- احتمالات توظيف واستخدام الاحتياطات

1 زايري بلقاسم، كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مرجع سبق ذكره ص48.

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

ويؤكد أجاروال¹ في دراسته على أن الدول النامية تحتفظ بالاحتياطات الدولية لمعالجة الاختلال المتوقع أو الطارئ في ميزان المدفوعات و الذي ينشأ عن تراجع حصيللة الصادرات أو ارتفاع أسعار الواردات، كما يرى أن المستوى الأمثل للاحتياطات الدولية هو الذي تتوازن فيه التكلفة مع المنفعة وفق المعادلة التالية:

$$R_{opt} = \frac{m}{Q_1} = R_{opt} \frac{(\pi)R_{opt}/D}{Q_2}$$

أو:

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

حيث أن:

π : احتمالات حدوث العجز في ميزان المدفوعات.

P : درجة احتمال استخدام الاحتياطات لتمويل العجز في ميزان المدفوعات خلال الفترة محل الإعتبار.

Q_1 : نسبة المكون الاستيرادي في الاستيراد المحلي.

Q_2 : نسبة السلع الاستثمارية المستوردة الى الناتج المحلي الاجمالي.

D : العجز في ميزان المدفوعات.

m : مقلوب معامل رأس المال.

وقد تم اقتراح تحديث لنموذج أجاروال في دراسة² Tingting Cheng & Jiajie Zhu سنة 2020 على أساس أن الطلب على احتياطات النقد الأجنبي هو الطلب على عملة البلدان الأخرى وتحليل دوافع الطلب في الاحتفاظ باحتياطات النقد الأجنبي وفقا للنظرية الكنزية في الطلب على النقود وإسقاط طلب النقود من طرف شخص واحد على طلب النقود بالنسبة لدولة واحدة لثلاث دوافع: أولا دافع المعاملات مقابل دافع التداول، ثانيا الدافع الاحترازي مقابل دافع تسديد الديون الخارجية، وثالثا دافع المضاربة مقابل الدوافع الاحترازية والتأمين، وفق معادلة النموذج الجديد كالتالي:

¹ Agarwal, J. P.. **Optimal Monetary Reserves for Developing Countries**. Weltwirtschaftliches Archiv, 107(1971), 76-91

² Tingting cheng, Jiajie Zhu, **An Empirical Analysis about Optimal Scale of China's Foreign Exchange Reserves**, Journal of service and management, 2020, 13, pp 357-376.

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

$$R = W \frac{\lg K + \lg Q_2 - \lg Q_1}{\lg P} + aD + bFDI + cT + dGDP$$

حيث:

R: المستوى الأمثل لاحتياطات النقد الأجنبي،

aD: الاحتياطات المتعلقة بتسديد الديون،

D: قيمة الدين الخارجي،

b: تحويل أرباح الاستثمار الأجنبي المباشر،

FDI: الإستثمار الأجنبي المباشر،

T: حجم المعاملات في سوق الصرف الأجنبي،

c: نسبة كمية نقود الأجنبي المستخدمة للتدخل في سوق الصرف الأجنبي إلى إجمالي معاملات الصرف الأجنبي،

d: نسبة حياض طلبات النقد الأجنبي الشخصية في الدخل القومي الإجمالي،

$$W \frac{\lg K + \lg Q_2 - \lg Q_1}{\lg P} \text{ نموذج أجاروال}$$

W: نسبة عجز الميزان التجاري،

K: مقلوب نسبة الناتج الرأسمالي،

Q_1 : نسبة الواردات من السلع الرأسمالية الإضافية المتاحة،

Q_2 : نسبة السلع المستوردة والناتج الإجمالي،

P: احتمال حدوث عجز في ميزان المدفوعات،

4- نسبة الاحتياطات إلى عجز ميزان المدفوعات¹: ويهدف هذا المؤشر إلى التحوط

وتأمين لمواجهة حالات العجز المؤقت والطارئ في ميزان المدفوعات وهو معيار أكثر واقعية،

ووفقاً لهذا المؤشر فإن الاحتياطات يجب تساوي على الأقل أكبر معدل عجز متوقع في ميزان

المدفوعات² أي أن الاحتياطات يجب أن تتغير بنفس معدلات التغير المتوقع في العجز بميزان

¹ جعفر هني محمد، متطلبات إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية-دراسة حالة الجزائر- ملفات الأبحاث في الإقتصاد والتسيير العدد السابع، مارس 2019، ص20.

² أحمد إبرهني علي، الإقتصاد النقدي وقائع نظريات وسياسات - الطبعة الثانية، دار الكتب، العراق، 2015، ص330

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

المدفوعات فإذا كان منحني العجز يتجه نحو التزايد فغن الاحتياطات يجب ان تنمو بنفس معدلات النمو في العجز.

5- نسبة الاحتياطي للدين الخارجي قصير الأجل¹: يمثل هذا المؤشر نسبة الديون قصيرة الأجل إلى غاية تاريخ الاستحقاق، حيث يفترض هذا المؤشر أن المستوى الأمثل من الاحتياطات في أي دولة يجب أن يغطي قيمة الديون الخارجية قصيرة الأجل بنسبة تتراوح بين 80-100 بالمائة، ويستعمل لقياس قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها الخارجية على أساس حيازة السيولة الدولية، وهذا ما تقدمت به قاعدة Greenspan-Guidotti² التي تنص على أن احتياطات النقد الأجنبي لأي دولة يجب أن تكون تساوي أو أكبر من حجم الديون قصيرة الأجل (ديون مستحقة خلال سنة واحدة) وذلك بهدف ضمان حيازة الدولة على موارد مالية كافية لتواجه الأزمات المالية المحتملة كالتحويل المفاجئ لرؤوس الأموال أو تراجع عائدات الصادرات.

وبالمقابل يعبر هذا المؤشر على الاحتياطات الدولية الصافية وهي إجمالي الاحتياطات الدولية مطروح منها الالتزامات الأجنبية القصيرة الأجل وبذلك يعتبر الكثير من الباحثين أن هذا المؤشر مظل عند المقارنة بين الدول وأنه يعكس مستوى السيولة الدولية لدى الدولة فقط³.

6- نسبة الاحتياطات إلى عرض النقود الواسع M2⁴: عكس المؤشرات الأخرى التي تركز على التوازنات الخارجية يهتم هذا المؤشر بالبعد الداخلي واستقرار المؤشرات الاقتصادية

¹ Olivier Jeanne, Romain Rancière, **The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries : Formulas and Applications**, IMF WP/06/229, Research Departement, Octobre 2006.

² Olivier Jeanne, Romain Rancière, **The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries : Formulas and Applications**, Op. Cit.

³ غريبي أحمد، ركي أحسن، آليات دعم الاحتياطات الدولية الجزائرية في ظل تراجع أسعار المحروقات خلال الفترة 2008-2015، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2016/10، ص12.

⁴ محمد العيد صلوح، عبد الرزاق حولي لخضر، السايح بوزيد، آليات إدارة احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر للتحوط من تراجع قيمتها الحقيقية خلال الفترة (2000-2015)، مجلة الباحث، 2018، المجلد 18 (العدد 01)، الجزائر، ص ص 213-224.

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

المحلية ويفسر هذا المؤشر لاحتمال تعرض الاقتصاد للأزمات المالية ويحدد التغطية المثلى للاحتياطات بنسبة 40 بالمائة من عرض النقود الواسع، وهو عبارة عن نظام إنذار مبكر لوقوع الأزمات المالية، وتوقع درجة هروب رؤوس الأموال التي تولد ضغط إضافي في الطلب على الاحتياطات.

ولهذا كلما كانت دالة الطلب على النقود مستقرة نسبياً وتتمتع العملة المحلية بالثقة فإن هذه النسبة لا تكون ذات أهمية ولكن بالمقابل ففي حالة فقدان الثقة والاستقرار في العملة المصحوب بنظام مصرفي ضعيف فإن هذا المؤشر يدل على وجود عرض نقود واسع M2 مقارنة بالاحتياطات¹.

7- مقياس صندوق النقد الدولي²: اقترح صندوق النقد الدولي مقياس تجميعي للاحتياطات الصرف الأجنبي للدول النامية والذي يتضمن مجموعة من المخاطر التي من المحتمل أن تؤثر سلباً على النشاط الاقتصادي للبلد وتحدث أزمات اقتصادية حيث يتم قياس هذا المؤشر كالتالي:

أ. مكونات التسرب المتوقع في ميزان المدفوعات ويشمل ما يلي:

- إيرادات الصادرات بسبب تراجع الطلب الخارجي أو أزمات التجارة.
- عرض النقود بالمفهوم الواسع M2 الذي يتعلق بالهروب المحتمل لرؤوس الأموال وتحويل الأصول المالية.

- الدين قصير الأجل ويعكس مخاطر تسوية الديون.

- الاستحقاقات أخرى تتعلق بالتدفقات الخارجة للمحفظة المالية.

¹ أحمد محمد الطيب، إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر: الواقع والمتطلبات، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، 2008، ص 94.

² خالد هاشم عبد الحميد، إدارة احتياطات الصرف الأجنبي ودورها في تحقيق النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، تاريخ النشر 2019/5/9، ص 597-628.

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

ب. تقييم المخاطر النسبية للعناصر يعتمد على الأحداث الواقعية وفي هذا الصدد اقترح صندوق النقد الدولي الأوزان التالية¹:

- في حالة تطبيق نظام الصرف الثابت، يجب أن تغطي الاحتياطات: 10 بالمائة من الصادرات، 10 بالمائة من عرض النقود M2، 30 بالمائة من الدين قصير الأجل، 15 بالمائة من مطالبات المحفظة المالية الأخرى.

- في حالة تطبيق نظام الصرف المعلوم يجب أن تغطي الاحتياطات: 5 بالمائة من الصادرات، 5 بالمائة من عرض النقود M2، 30 بالمائة من الدين قصير الأجل، و10 بالمائة من مطالبات المحفظة المالية الأخرى.

8- نسبة الاحتياطات إلى إجمالي الديون الخارجية²: حيث وفقا لهذا المؤشر يتعين أن تغطي نسبة الاحتياطات المثلى في أي بلد على الأقل نسبة 40 بالمائة من إجمالي الديون الخارجية ويستخدم هذا المؤشر لمعرفة مدى قدرة الدولة على تسديد تكاليف الديون الخارجية.

9- كفاية الاحتياطات على أساس حجم القطاع المصرفي: وهي تتعلق أساسا بنظام سعر الصرف الثابت وبروز تنامي الودائع المصرفية، وبالتالي يحتاج البنك المركزي إلى حيازة مستويات أكبر من الاحتياطات لمواجهة خطر استنزاف الأصول المالية الخارجية والداخلية³.

وبشكل عام فإن الأدبيات المتعلقة بصياغة نماذج قياس وتحديد الحجم الأمثل للاحتياطات الدولية شهدت مرحلتين حيث ركزت الأولى على إيجاد الوضع الأمثل للاختيار بين منافع الاحتياطي والفرصة البديلة للاحتفاظ بالاحتياطات الدولية حيث أن الحجم الاحتياطي

¹ مروه سمير حجازي، عبد السميع تحسين، إدارة الاحتياطات الدولية ودورها في تحقيق النمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة 2000-2022، المجلة المصرية للدراسات التجارية، المجلد 47 العدد 4 أكتوبر 2023، ص ص 601-650، ص 8.

² Olivier Jeanne, Romain Rancière, Op cit

³ M. Obstfeld, J. C. Shambaugh, A. M. Taylor, **Financial Stability, the Trilemma and International Reserves**, WP 14217 NBER August 2008.p28.

الأمثل يقدر بتساوي المنفعة الحدية مع التكلفة الحدية لها¹ وتتعلق هذه المنافع بمرونة ميزان المدفوعات ومرونة الطلب على الواردات، كما ركزت المرحلة الثانية بداية من الأزمة الآسيوية سنة 1997 على رغبة البنوك المركزية في حيازة مستويات عالية من الاحتياطات الدولية لمواجهة صدمات التوقف المفاجئ للتدفقات النقدية وأن تكون كعنصر وقائي، بالإضافة إلى وجود العديد من الدول التي تواجه مخاطر السيولة والتي تتميز بارتفاع تكاليف تحصيل الضرائب ولها حافز في زيادة الإنفاق العام ورغبة بعض البلدان في منع ارتفاع قيمة عملتها من أجل المنافسة في التجارة الدولية².

المطلب الثاني : محددات الطلب على الاحتياطات الدولية ومكاسب تراكمها

أولاً: محددات الطلب على الاحتياطات الدولية

1- المحددات التقليدية

تشمل محددات التأثير على الاحتياطات الدولية العوامل المؤثرة على الاحتياطات الدولية بالنسبة للاستقرار الاقتصادي والموازن التجارية وتدفقات الاستثمار الأجنبي حيث يلعب استقرار العملة والعوامل الجيوسياسية دوراً مهماً في تحديد مستوى الطلب الاحتياطات الدولية فإدارة هذه الاحتياطات أمر بالغ الأهمية للحفاظ على الاستقرار الاقتصادي وضمان قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها الدولية من خلال استراتيجيات لإدارة الاحتياطات التي تعزز مرونة اقتصاد البلد وتسمح بالتغلب على الصدمات الخارجية والحفاظ على ثقة المستثمرين في استقرار قيمة العملة كما يمكن أن تؤدي هذه السياسات الفعالة إلى تحسين التصنيفات الائتمانية والتي بدورها يمكن أن تخفف تكاليف الاقتراض وتعزز البيئة

¹ أحمد إبراهيم علي، الاقتصاد النقدي وقائع ونظريات وسياسات- الطبعة الثانية، دار الكتب، العراق، 2015، ص329.

² سها عبد الرحمن مرسي أحمد، أثر دورية البيانات على تقدير معاملات دالة تحديد المستوى الأمثل لحجم الاحتياطات النقدية الدولية المصرية في الفترة 1992-2002، المجلة العلمية لقطاع كليات التجارة - جامعة الأزهر، العدد 13-يناير 2015، ص624.

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

الاقتصادية العامة بتنوع الأصول الاحتياطية لتخفيف المخاطر المرتبطة بتقلبات العملات وتقلبات السوق العالمية.

أ: النظرية التجارية في الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي

تعتبر النظرية التجارية إحدى أهم النظريات التي تحاول تفسير أسباب الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الدول، تركز هذه النظرية على العلاقة بين التجارة الدولية وحاجة الدول في الاحتفاظ بعملات أجنبية لتغطية عجز ميزان المدفوعات¹.

تفترض النظرية التجارية أن الدول تحتاج إلى احتياطي من العملات الأجنبية لتغطية العجز المتوقع في ميزان المدفوعات، والذي ينتج عن تجاوز حجم الواردات لقيمة الصادرات وبالتالي تتولد الحاجة إلى عملات أجنبية لتغطية العجز وتسديد الديون².

وتحصر النظرية التجارية مجموعة من الأسباب التي تؤدي إلى تحفيز الطلب على احتياطات الصرف كتغطية عجز الحساب الجاري، البحث عن الاستقرار المالي، تعزيز الثقة وجلب الاستثمار الأجنبي المباشر.

ب: نظرية التأمين الذاتي أو دافع التحوط

تعتبر نظرية التأمين الذاتي التي قدمها هيلر³ عام 1966 ركيزة أساسية في فهم الدوافع وراء تراكم الدول للاحتياطيات النقدية الأجنبية. هذه النظرية، رغم قدمها، لا تزال ذات صلة وثيقة بالسياسات الاقتصادية للدول، خاصة في ظل التغيرات المتسارعة في الاقتصاد العالمي.

¹ Joshua Aizenman and Jaewoo lee, **International Reserves : Precautionary Versus Mercantilist Views, Theory and Evidence**, National Bureau of economic Research, May 2005, WP 11366, Cambridge p :02

² سهيلة مواكبي، محمد زيدان، محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر دراسة قياسية من 1994-2016، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلد 16/العدد 22 السنة 2020، ص ص 129-144، ص 133.

³ H. Robert Heller, **Optimal International Reserves**, The Economist Journal, June, 1966, p296-308.

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

تتمحور النظرية حول مقترح أن الدول تسعى إلى حيازة احتياطات من النقد الأجنبي للتأمين ضد الصدمات الاقتصادية الخارجية غير المتوقعة، مثل تقلبات أسعار الصرف، وتدفقات رأس المال المفاجئة، وأزمات الديون.

كما حددت النظرية مجموعة من الأسباب تؤدي إلى تراكم احتياطات الصرف كالحماية من تقلبات أسعار الصرف، الحد من مخاطر عدم تسوية الديون، توفير السيولة اللازمة والجاهزية لصد الصدمات الخارجية غير المتوقعة والتي تؤدي إلى تراجع حجم الإيرادات¹.

كما يرى الباحثين أن التأمين والدافع الاحترازي ضد التوقف المفاجئ لتدفقات رأس المال ومخاطر أزمات ميزان المدفوعات يمكن لتراكم احتياطات الصرف أن تسمح بالسيطرة على الصدمات الداخلية بالرغم من أنها تحقق عائدا أقل من سعر الفائدة على الديون طويلة الأجل التي تقع على عاتق البلد.

2- المحددات النظرية

تعتبر الاحتياطات الدولية أداة هامة للسياسة الاقتصادية للدولة، وهي تتأثر بعدة عوامل داخلية وخارجية حيث تسعى الدول عن طريق بنوكها المركزية إلى إدارة احتياطاتها بشكل فعال لتحقيق أقصى مكاسب منها والحد المخاطر المحتمل مواجهتها ومن أهم مجددات ذلك نذكر ما يلي:

- **حجم الاقتصاد** : يتعلق حجم الاقتصاد أساسا بحجم المعاملات المالية ومعدل المبادلات التجارية وبالتالي نصيب الفرد من الناتج الوطني الإجمالي ويعبر عن حجم الاقتصاد بالناتج

¹ سهيلة مواكبي، محمد زيدان، محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر دراسة قياسية من 1994-2016، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا ، المجلد 16/العدد 22 السنة 2020، ص ص 129-144، ص 134.

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

المحلي الإجمالي ويقاس بقيمة السلع والخدمات النهائية التي تنتجها الدولة خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة، حيث من المتوقع نظريا ارتفاع الطلب على الاحتياطات الدولية بالتوازي مع ارتفاع معدلات النمو والتي تحفز زيادة حجم ومعدلات نمو مختلف القطاعات الاقتصادية وبالتالي فإن طلب السلطات النقدية على الاحتياطات يشكل علاقة طردية مقابل الاستجابة لتوسع المعاملات التجارية التي تتطلب سيولة أكبر وتخصيص احتياطات أكثر لمواجهة احتمال ركود النشاط الاقتصادي وتباطؤ حركة الأسواق خلال أوقات الأزمات¹.

- **حالة الحساب التجاري:** تربط العديد من الدراسات درجة الانفتاح التجاري ووجود روابط تجارية مع الأسواق الخارجية بالطلب على الاحتياطات كمحدد أساسي، وذلك للعلاقة الكبيرة بين احتمال تعرض الاقتصاد للصدمات الخارجية وإمكانية التقلبات التي تؤثر على حجم الصادرات والواردات للدولة، وعليه يقع على عاتق السلطات النقدية طلب المزيد من الاحتياطات الدولية وحيازتها لمواجهة هذه المخاطر المحتملة.

- **حالة الحساب المالي:** كما تشير الكثير من الدراسات إلى درجة الانفتاح والاندماج المالي العالمي لاقتصاديات الدول وعلاقته بحجم الطلب على الاحتياطات الدولية من السلطات النقدية نتيجة ارتباط هذا الانفتاح بإمكانية انتقال آثار الأزمات المالية للدول وبالتالي تكون معرضة للصدمات والتوقف المفاجئ للتدفقات الرأسمالية أو هروب رؤوس الأموال من الأسواق المالية المحلية، وهذا ما يفسر طلب البنوك المركزية إلى طلب المزيد من الاحتياطات الدولية لمعالجة الإختلالات التي من المحتمل حدوثها.

- **درجة مرونة سعر الصرف:** يدافع أصحاب هذا الاتجاه عن طلب المزيد من الاحتياطات الدولية وتبرير ذلك بحاجة البنوك المركزية للتدخل في سوق الصرف الأجنبي في ظل اعتماد نظام صرف أقل مرونة حيث أن درجة المرونة لسعر الصرف تحدد بشكل كبير مستوى الطلب على الاحتياطات الدولية أي مع وجود مرونة لسعر الصرف لا تكون الاقتصاديات بحاجة إلى

¹ حمدي أحمد علي الهنداوي، محمد أحمد مطر، أثر إبراهيم اسماعيل، قياس أثر محددات الطلب على الاحتياطات الأجنبية على الاستقرار النقدي في العراق، المجلة المصرية للدراسات التجارية، المجلد 46 العدد 3 يوليو 2022، ص 101-150، ص 9.

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

لمستويات كبيرة من الاحتياطات للقيام بأنشطة التدخل وأن الاختلافات في المدفوعات الدولية تتكيف مع حركة سعر الصرف ويتم تصحيحها والعكس في حالة تبني نظام صرف ثابت فإن البنك المركزي يتعين عليه طلب وحياسة مستويات مقبولة من الاحتياطات الدولية لدواعي التدخل في سوق الصرف للحفاظ على قيمة العملة المحلية والحد من عمليات المضاربة¹.

- تحقيق استقرار سوق الصرف الأجنبي: حيث يكون الطلب على الاحتياطات الدولية لتحقيق استقرار سوق الصرف الأجنبي والتغلب على هشاشة الأسواق المالية والمضاربة من خلال الاحتفاظ بأرصدة كافية من العملات الأجنبية وخطوط الائتمان بالعملة الأجنبية لمواجهة فترات اضطراب أسواق العملات الأجنبية².

- تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ باحتياطي الصرف الأجنبي: على الرغم من أهمية حياسة مستويات مقبولة من احتياطات الصرف الأجنبي في تحقيق استقرار اقتصاد الدولة إلا أنه في حالة تجاوز حدود معينة لحجم الاحتياطات يمكن يولد تكاليف يتحملها الاقتصاد الوطني بسبب الاحتفاظ بهذا النقد الأجنبي والتضحية باستخدامه وتوظيفه في فرص بديلة أخرى وتحقيق موارد إضافية.

ويقصد بتكلفة الفرصة البديلة بأنها الفرص الضائع التي تضحي بها السلطات النقدية نتيجة احتفاظها بهذه الاحتياطات إضافة أن احتياطات الدولة من الذهب لا تحقق أي عائد³، كما يقصد بها أيضا الفرق بين العائد على احتياطات الصرف الأجنبي وبين الإنتاجية الحدية المضحى بها من الاستثمار البديل في رأس المال الثابت⁴، ويقترح الباحثون في حساب تكلفة

¹ حمدي أحمد علي الهنداوي، محمد أحمد مطر، أثير ابراهيم اسماعيل، قياس أثر محددات الطلب على الاحتياطات الأجنبية على الاستقرار النقدي في العراق، مرجع سبق ذكره، ص13.

² Jerse Halliday, David Archer, **The Rationale for Holding Foreign Currency reserves, Financial Market, Department, Reserve Bank of Zealand Bulletin vol61 N4, 1998, pp 346-354 p347.**

³ رمزي زي، الاحتياطات الدولية: الأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري، دار المستقبل العربي، القاهرة، 1994، ص130.

⁴ جعفر هني محمد، متطلبات إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية-دراسة حالة بنك الجزائر-، ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير العدد السابع/مارس 2019، ص17.

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

الفرصة البديلة للاحتياطات من خلال حساب الفرق بين أسعار الفائدة الأجنبية طويلة الأجل وأسعار الفائدة الأجنبية قصيرة الأجل.

جدول 2 - 2 : تكلفة الفرصة البديلة بين سندات أمريكية طويلة الأجل (10 سنوات) وأذون الخزانة قصيرة الأجل (3 أشهر).

2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
2,35	1,8	2,78	3,22	3,32	3,66	4,63	4,8	سندات طويلة الأجل
0,06	0,09	0,05	0,14	0,15	1,37	4,36	4,73	أذون الخزانة قصير الأجل
2,29	1,71	2,73	3,08	3,17	2,29	0,27	0,07	تكلفة الفرصة البديلة

المصدر: بوكريدي عبد القادر، متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي، أطروحة دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، 2016، ص63.

يوضح الجدول أعلاه قيمة الفرصة البديلة التي تفاضل على أسسها السلطات النقدية لتوظيف واستثمار الاحتياطات من النقد الأجنبي والاختيار بين سندات طويلة الأجل أو أذون خزانة قصيرة الأجل أو الاحتفاظ بالاحتياطات وعدم المخاطرة في الاستثمار والتضحية بفرصة تحقيق عوائد إضافية والتحوط بها والجاهزية لاحتمال حدوث أزمات مستقبلا تؤثر سلبا على الاستقرار الاقتصادي من خلال التصدي لها أو تمويل برامج التنمية الاقتصادية المحلية.

على ضوء ما سبق يمكن تقدير ارتفاع في مستويات الاحتياطات التي تحتفظ بها العديد من الأسواق الناشئة منذ التسعينات إلى ارتفاع مخاطر العوامة التي تواجه الأسواق الناشئة وبالتالي محاولة التأمين الذاتي لاقتصاد الدولة عن طريق حيازة الاحتياطات الدولية بدلا من الاعتماد على البدائل غير الاحتياطية، وأن قرار الاحتفاظ بالاحتياطات الدولية يخضع لتقدير كامل للدول التي تحتفظ بها والتي يمكن استغلالها تحت أي ظرف من الظروف.

ثانيا: نطاق الطلب على الاحتياطات الدولية

تتعدى أهمية مستوى الاحتياطات التدخل¹ في سوق الصرف إلى تعزيز قدرة ومصداقية البلد على الاندماج العالمي فالاحتفاظ برصيد مقبول وكافي من الاحتياطات هو من الاعتبارات المهمة والتي تعزز نجاح السياسات النقدية للبلدان خصوصا بالنسبة للدول التي تتبنى نظم الصرف الثابتة.

- خفض الطلب على الاحتياطات الدولية

تتمثل إحدى الطرق التي يستخدمها البنك المركزي في خفض الطلب على الاحتياطات هي تطوير السوق المحلية للعملات الأجنبية ما يسمح بإيجاد فرص القيام بأنشطة الوساطة الخاصة بتدفقات النقد الأجنبي وطرح أدوات جديدة للتحوط كالعقود الآجلة للعملات، الخيارات والمبادلات وهذا ما يؤدي إلى الحد من تواتر تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف، وبالتزامن من تطوير السوق المحلي للعملات الأجنبية الذي يتطلب مدة زمنية طويلة المدى يمكن أن يشهد النظام النقدي حالة عدم اليقين إتجاه توافر النقد الأجنبي بسبب الطلب المفرط عليه أو الإكتناز وهو ما يفرض على البنك المركزي استخدام المزيد من الاحتياطات لمنح ثقة أكبر للسوق.

- استدامة الاحتياطات الدولية

وهي تتعلق بالمصادر التي تعتمد عليها السلطات النقدية في بناء احتياطات النقد الأجنبي والتي تتمثل بالدرجة الأولى في فوائض الحساب الجاري وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وهي الأكثر موثوقية من الاحتياطات التي تتعلق بتدفقات الحافطة قصيرة الأجل.

وتتميز هذه المصادر لدى الأسواق الناشئة البلدان النامية بضغوط سياسية تفرض على البنوك المركزية تحويل هذه الاحتياطات لأغراض أخرى ما يعرض اقتصاديات البلدان إلى

¹ سوكديف سينغ، دواعي التدخل في سوق الصرف منظورات الأسواق الصاعدة، مجلة التمويل والتنمية، مارس 2023، ص ص 46-47

مخاطر تهدد الاستقرار المالي والاقتصادي وتحد من قدرة البنوك على التدخل في سوق الصرف عندما يتطلب ذلك. وهذا ما يؤدي بالسلطات النقدية إلى الاعتماد على خيارات المصادر الطارئة للحصول على الاحتياطات والمتمثلة في التوجه لصندوق النقد الدولي والذي يعتبر الملاذ الأخير للعديد من البلدان خصوصا الآسيوية منها بسبب الأزمات المالية التي مرت بها دول شرق آسيا في السنوات التسعينات من القرن العشرين.

ونتيجة لهذه التجارب القاسية التي عرفتتها دول شرق آسيا تم إنشاء مبادرة شيانغ ماي¹ سنة 2000، المعروفة رسمياً باسم اتفاقية مبادرة شيانغ ماي المتعددة الأطراف، وهي شبكة من ترتيبات التبادل الثنائي للعملات بين دول رابطة آسيان (آسيان) + 3 (الصين واليابان وكوريا الجنوبية) والتي تهدف إلى توفير السيولة بالدولار الأمريكي أو العملات المحلية للدول الأعضاء في أوقات الضغوط الخارجية والحالات الطارئة وتعزيز الاستقرار المالي في المنطقة وتتميز هذه الاتفاقية بالأمان المالي والاستقرار والتعاون الإقليمي وتواجه هذه الاتفاقية العديد من التحديات وتتعلق خصوصا بسقف الموارد حيث لا يمكن لبعض البلدان توفير الموارد الكافية للمساهمة في برامج التبادل بالإضافة إلى متطلبات التنسيق القوي بين الدول الأعضاء لنجاح المبادرة.

المطلب الثالث : تطور الطلب العالمي على الاحتياطات الدولية

أولاً: شروط العملة الاحتياطية

بعد انهيار قاعدة الذهب ظهرت حاجة الاقتصاد الدولي إلى إيجاد بديل لتسوية المدفوعات الدولية وأساس لتحديد أسعار التعادل وهذا ما أوجد العملات القيادية والتي اكتسبت قبولا عاما بين الدول، وتعتبر العملات القيادية هي العملات التي لا تفرض دولتها أي

¹ Muhammad Sigit Andhi Rahman, **Multilateralism In East Asia Multilateralism in East Asia: Analysis of Chiang Mai Initiative (CMI) within ASEAN+3 Framework**, Jurnal Kajian, Vol.1 N°1, 2010 Hal 101-118. P103

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

قيود على تحويلها من دولة إلى أخرى، كما أنها عملات وطنية تعود لدولة معينة برزت على الساحة الدولية لتمييزها بمجموعة من الخصائص¹.

إن اختيار الدول للعملات الدولية المستهدفة لتشكيل احتياطاتها الدولية من النقد الأجنبي قرار تتداخل فيه مجموعة من الاعتبارات ويتعين توفر مجموعة من العناصر في اقتصاد وعملة الدولة المستهدفة أهمها ما يلي:

- **قابلية التحويل:** تتزايد أهمية الحجم الاقتصادي للبلد وتنوع الهيكل الإنتاجي والتطور النظام المصرفي والمالي باعتبارها عوامل جذب تتعلق بقابلية تحويل العملة خصوصا في ظل نظم أسعار الصرف المرنة وعدم وجود قيود على المدفوعات الخارجية.

- **حجم الاقتصاد:** والذي يقاس بالنتاج المحلي الإجمالي للبلد وحجم التجارة الخارجية مما يدفع بالطلب على العملة لتسوية المعاملات المالية والتجارية الدولية وبالتالي تعزيز الثقة في عملة الاحتياطي².

- **استقرار العملة:** ضرورة تميز العملة بالاستقرار مقارنة بالعملات الأخرى وأن تكون ذات قبول واسع في عمليات التداول³.

- **ثقة المستثمرين:** ضرورة وجود ثقة كبيرة لدى المستثمرين في العملة وإمكانية اتخاذها كمخزن للقيمة.

- **نظام مصرفي متطور:** يتعين على الدولة ذات العملة الاحتياطية أن تتميز باقتصاد صلب ضد الأزمات وجهاز مصرفي متطور لتسوية المعاملات الدولية.

¹ مايح شبيب الشمري، حسن كريم حمزة، التمويل الدولي أسس نظرية وأساليب تحليلية، مرجع سبق ذكره، ص372.

² Eswar Pasad et Lei Ye, **Will the Renminbi Rule ?**, F&D, March 2012, Vol49 N1, p26.

³ سلطاني عادل، إدارة احتياطي الصرف الاجنبي-دراسة حالة الجزائر 1992-2012، مذكرة ماجستير كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير تخصص مالية دولية، جامعة ورقلة، 2015-2016، ص15.

ثانيا: تطور حيازة العملات الأجنبية الإرتكازية

بالرغم من أن تكوين احتياطات النقد الأجنبي تتمتع بالسرية إلا أن صندوق النقد الدولي يصدر مسح COFER (Currency Composite of Official Foreign Exchange Reserves) (كل ثلاثة أشهر (4مرات سنويا) وهو يتعلق بحيازة تركيبة العملات الأجنبية للبنوك المركزية في جميع أنحاء العالم¹، حيث تظهر البيانات الصادرة نهاية سنة 2023 أن الدولار الأمريكي كعملة احتياطية مهيمنة لكن حصته تتناقص سنويا حيث انخفضت حصة الدولار الأمريكي من احتياطات العملات الأجنبية العالمية إلى 58,4 بالمائة وهي أدنى مستوى له ووفقا لهذا المسح حول تركيبة عملات احتياطات الصرف الرسمية يتم استثمار 58,36 بالمائة من الاحتياطات بالدولار مقارنة بنسبة 20,47 بالمائة باليورو.

وتسمح إحصاءات COFER بتحليل اتجاهات احتياطات العملات الأجنبية العالمية، تقييم وتحليل المخاطر المالية والنقدية العالمية، تتبع التدفقات المالية الدولية من طرف صانعي السياسات النقدية والمالية.

ويتوقع الباحثين مجموعة من الآثار التي قد تنجم عن انخفاض حصة الدولار الأمريكي لدى البنوك المركزية نذكر منها²:

- قد يؤدي انخفاض الطلب على الدولار الأمريكي إلى انخفاض قيمته.
- تزايد تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية ما يؤثر على طبيعة أنظمة أسعار الصرف لاسيما أنظمة التثبيت مقابل الدولار الأمريكي ومجالس العملة.
- اتساع فجوة عجز ميزان المدفوعات الاقتصاد الأمريكي.

¹ Hiro Ito, Robert N. McCauley, **The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves**, BIS Working Papers N°828, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, Dec. 2019, pp 1-32, p4

² Hiro Ito, Robert N. McCauley, **Currency Composition of Reserves, Trade invoicing and Currency Movements**, Emerging Market Review 25, 2015, pp 16-19.

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

- ظهور أقطاب نقدية ومالية منافسة للدولار الأمريكي والتوجه نحو تشكيل نظام نقدي دولي متعدد الأقطاب.

كما أن التغير الملاحظ خلال السنوات الأخيرة الذي طرأ على هيكل الاحتياطات الرسمية لدى أغلب دول العالم يتمثل في زيادة تنويع العملات المشكلة للاحتياطات والتي كانت تتشكل من العملات التقليدية وهي الدولار الأمريكي، اليورو، الين الياباني، الجنيه الإسترليني والفرنك السويسري بالدرجة الأولى وبالإضافة إلى عملات أخرى لا تتجاوز نسبة 2 بالمائة من إجمالي الاحتياطات حسب بيانات COFER لصندوق النقد الدولي¹، ولكن بداية من سنة 2012 تم تسجيل بيانات لعملات أجنبية أخرى تشكل أكثر من نسبة 6 بالمائة من إجمالي الاحتياطات الدولية وهي في تزايد مستمر تتمثل في العملات التالية: الدولار الكندي 2,58 بالمائة، الينمينبي الصيني 2,29 بالمائة والدولار الاسترالي 2,11 بالمائة².

جدول 2 - 3 : التوزيع النسبي للعملات الأجنبية في تركيبة الاحتياطات الدولية للدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي للفترة 2000-2023

السنوات	الدولار الأمريكي	اليورو	الين الياباني	الجنيه الإسترليني	الدولار الكندي	الينمينبي الصيني	الدولار الاسترالي	الفرنك السويسري	العملات الأخرى
2000	71,14	18,29	6,07	2,75	/	/	/	0,27	1,48
2001	71,52	19,18	5,04	2,70	/	/	/	0,25	1,31
2002	66,50	23,65	4,94	2,92	/	/	/	0,41	1,58
2003	65,45	25,03	4,92	2,86	/	/	/	0,23	2,01
2004	65,51	24,68	4,28	3,49	/	/	/	0,17	1,87
2005	66,52	23,89	3,96	3,75	/	/	/	0,15	1,74
2006	65,04	24,99	3,46	4,52	/	/	/	0,17	1,81
2007	63,87	26,13	3,18	4,82	/	/	/	0,16	1,83
2008	63,77	26,21	3,47	4,22	/	/	/	0,14	2,20
2009	62,15	27,70	2,90	4,25	/	/	/	0,12	2,87
2010	62,25	25,76	3,66	3,94	/	/	/	0,13	4,26

¹ بوكريدي عبد القادر، بلعوز بن علي، العوامل المساهمة في تفضيل البنوك المركزية للعملات الاحتياطية غير التقليدية-دراسة حالة الدولار الكندي- مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية. أ/ قسم العلوم الاقتصادية والقانونية. العدد 14- جوان 2015 ص ص 26-32، ص 27.

² The international role of the euro, European central bank, June 2024 pp 3-4
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ire/ecb.ire202406~0b56ba4f71.en.pdf>

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

5,32	0,08	/	/	/	3,84	3,61	24,45	62,70	2011
3,20	0,21	1,46	/	1,43	4,04	4,09	24,21	61,50	2012
2,78	0,27	1,82	/	1,83	3,99	3,82	21,21	61,28	2013
2,78	0,24	1,60	/	1,75	3,70	3,55	19,15	65,17	2014
2,82	0,27	1,77	/	1,78	4,72	3,75	19,14	65,75	2015
2,33	0,16	1,69	1,08	1,94	4,35	3,95	20,17	65,36	2016
2,43	0,18	1,80	1,23	2,03	4,54	4,90	20,67	62,73	2017
2,45	0,14	1,63	1,89	1,84	4,43	5,19	20,29	61,76	2018
2,51	0,15	1,70	1,94	1,86	4,64	5,87	20,59	60,75	2019
2,65	0,17	1,83	2,29	2,08	4,73	6,03	21,29	58,92	2020
3,09	0,17	1,84	2,80	2,38	4,81	5,52	20,59	58,80	2021
3,48	0,23	1,97	2,61	2,38	4,92	5,51	20,40	58,52	2022
3,87	0,23	2,11	2,29	2,58	4,84	5,70	19,98	58,41	2023

المصدر: من إعداد الباحث بناء على بيانات صندوق النقد الدولي،

<https://data.imf.org/regular.aspx?key=41175>

نلاحظ من الجدول أعلاه، الذي يمثل تركيبة العملات الأجنبية التي تشكل الاحتياطات الدولية للدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي، حيث يهيمن الدولار الأمريكي بنسبة 58,41 بالمائة من احتياطات الدول بفارق كبير عن عملة اليورو والمقدرة بنسبة 19,98 بالمائة وذلك منذ تشكيل الاتحاد الأوروبي سنة 1999، لكن تراجع حصة الدولار الأمريكي في احتياطات البنوك المركزية هي الأدنى منذ أكثر من 25 سنة ويمكن أن يفسر ذلك بتراجع دور الدولار الأمريكي في الاقتصاد العالمي، في ظل المنافسة من العملات الأخرى التي تستخدمها البنوك المركزية في إجراء المعاملات الدولية، ومن جهة أخرى فإن صعود الرمينبي يفسر على أساس انضمامه إلى سلة حقوق السحب الخاصة لدى صندوق النقد الدولي سنة 2015 مع ارتفاع عدد البنوك المركزية التي تحوزه ضمن احتياطاتها¹.

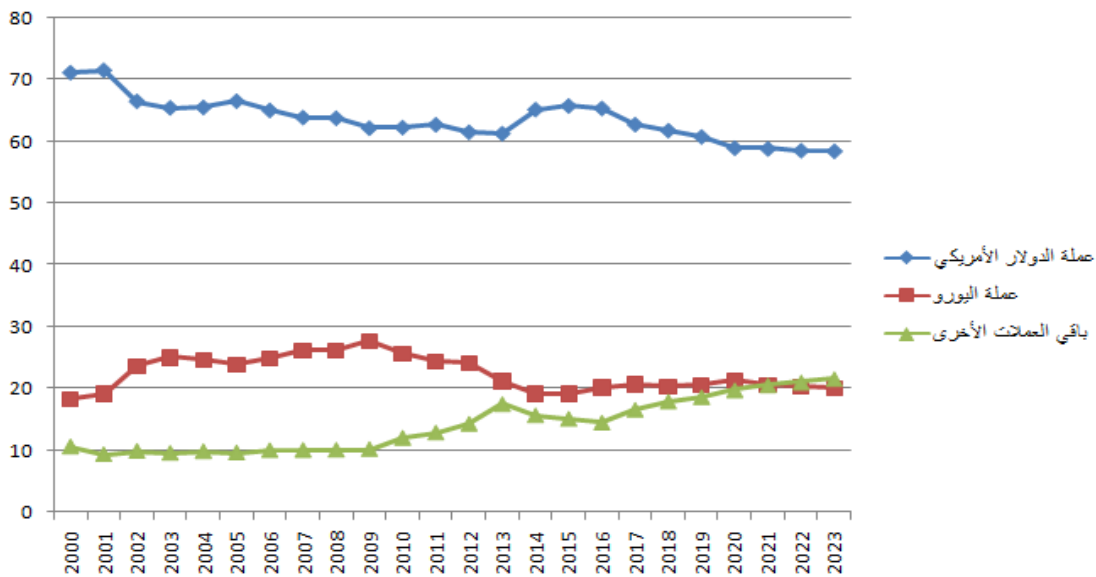
¹ Hiro Ito, Robert N. McCauley, **The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves**, BIS Working Papers N°828, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, Dec.2019, pp 1-32, p4

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

ومن أبرز العوامل التي تحكم اختيار العملات لتكوين احتياطات النقد الأجنبي هي ارتباط أسعار صرف العملة المحلية مقابل العملات الرئيسية وعملات الدفع الدولية في المعاملات التجارية¹ بالإضافة إلى إصدار الديون المقومة بالعملات الرئيسية.

كما أن تقليص التيسير الكمي من طرف بنك الاحتياطي الفدرالي بداية من سبتمبر 2021 منح الثقة ودفع العديد من الدول إلى زيادة احتياطاتها من العملات الأربعة الكبرى (الدولار الأمريكي، اليورو، الجنيه الإسترليني والين الياباني) وهذا عكس ما كان معمول به بعد الأزمة المالية العالمية سنة 2008²، وقد تم إتباع هذه السياسة بهدف مكافحة ارتفاع التضخم المفرط الذي سببه التيسير الكمي الكبير في السنوات الماضية بالإضافة إلى تعافي الاقتصاد الأمريكي من آثار جائحة كورونا وبالتالي عدم الحاجة إلى تحفيز إضافي.

الشكل 2 - 2 : توزيع نسبي لحصص عملات الدولار الأمريكي واليورو وباقي العملات الأخرى



المصدر: من إعداد الباحث بناء على بيانات مسح COFER لدى صندوق النقد الدولي

¹ Hiro Ito, Robert N. McCauley, *The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves*, Op. cit.

² Joshua Aizenmen, and others, *The Currency Composition of International Reserves, Demand for International reserves, and Global safe assets*, NBER working Paper series 25934, Cambridge, June 2019.

يؤكد الشكل البياني أعلاه تصدر عملة الدولار الأمريكي في تشكيل سلة الاحتياطات الدولية متقدما عن عملة اليورو بفارق كبير، كما يلاحظ صعود العملات الأخرى وحيازتها من طرف البنك المركزية بهدف تنويع النقد الأجنبي لدى السلطات النقدية بداية من الأزمة المالية العالمية سنة 2008 كسياسة نقدية للحد من مخاطر الصرف الأجنبي ومخاطر الائتمان السيادية ولكن التحدي يبقى في عدم وجود أسواق مالية واسعة، عميقة وسائلة تحد من تطور العملات الاحتياطية غير التقليدية لتصبح عملات ارتكازية.

المبحث الثالث : إدارة الاحتياطات الدولية والسياسات المتعلقة بها

المطلب الأول : إدارة الاحتياطات الدولية

أولا: مفهوم إدارة الاحتياطات الدولية

إن إدارة الاحتياطات هي عملية تضمن توفر أصول أجنبية رسمية كافية للقطاع العام وخاضعة لسيطرة السلطات من أجل تحقيق مجموعة محددة من الأهداف لبلد أو إتحاد حيث عادة ما تكون هيئة إدارة الاحتياطات مسؤولة عن إدارة الاحتياطات والمخاطر المرتبطة بها والتي يتم الاحتفاظ بها في شكل النقد الأجنبي لدعم مجموعة من الأهداف¹ كما أنها قد تشمل إدارة الالتزامات واستخدام الأدوات المالية المشتقة.

كما أن إدارة الاحتياطات الدولية هي مجموع التدابير والإجراءات التي يعتمد عليها البنك المركزي بهدف تحقيق السيولة، الأمان والعائد من استثمار الأصول المالية بالخارج² وهذا ما أكد عليه صندوق النقد الدولي في المبادئ التوجيهية في إدارة الاحتياطات الدولية.

¹ Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserves management, Washington D.C. IMF, 2014, p9

² أحمد إبريهي علي، الاقتصاد النقدي وقائع ونظريات وسياسات- الطبعة الثانية، دار الكتب، العراق، 2015، ص 323.

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

ويمكن الإشارة إلى أن إدارة الاحتياطات هي عملية تكفل إتاحة قدر كاف من الأصول الأجنبية الرسمية المملوكة للقطاع العام للسلطات المختصة بصفة دائمة، كما تكفل سيطرة السلطات عليها لتحقيق مجموعة من الأهداف المحددة لبلد أو اتحاد¹

مما سبق نستنتج أن إدارة الاحتياطات الدولية عملية معقدة تتطلب تخطيطاً دقيقاً لتقليل المخاطر وتعزيز القدرة على مواجهة الصدمات الخارجية والحفاظ على حجم السيولة الكافية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي وتتطلب تنسيقاً مشتركاً بين السلطات النقدية ممثلة بالبنك المركزي والحكومة لتنفيذ برامج التنمية.

ثانياً: أهمية وظيفة إدارة الاحتياطات الدولية

تعتبر إدارة الاحتياطات الدولية وظيفة محورية للبنوك المركزية والحكومات، حيث تلعب دوراً رئيسياً في استقرار الاقتصاد الوطني وحمايته من الصدمات الخارجية وتساهم كالتالي:

- تسمح المستويات العالية من احتياطات النقد الأجنبي للبلد أو الاتحاد من القدرة على تحمل الصدمات حيث يمكن لصانعي السياسات أن يتوقعوا اتجاهات الأسواق المالية وسوق العملات وتحديد التهديدات المحتملة والتدخل على توجيه أسعار الصرع وتوقعات التضخم بالاعتماد على الاحتياطات الدولية التي تحوزها السلطات النقدية.

- أثبتت التجارب المتعددة أن سياسات واستراتيجيات إدارة الاحتياطات وتوظيفها أنها تدعم بشكل كبير حوكمة إدارة متغيرات الاقتصاد الكلي وبالمقابل لا يمكن أن تكون هذه

¹ Le fonds Monétaire international, Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management, Approved by the Executive Board on September, 20,2001.

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

الإدارة بديلا عن السياسة الاقتصادية الشاملة¹ (السياسة المالية، سياسة سعر الصرف والسياسة الجبائية).

- إن فعالية وكفاءة إدارة احتياطات النقد الأجنبي تعمل على قياس وتحقيق هدف أساسي يتمثل في كفاية الاحتياطات لتلبية الأهداف المحددة.

- تعمل على تخفيض احتمال وقوع أزمات العملة أو التوقف المفاجئ للإئتمان الدولي في حالات عدم اليقين.

- تؤدي إلى تخفيض تكاليف الاقتراض الخارجي خصوص ما يتعلق بتحسين التصنيف الائتماني لديون الدول بالعملة الأجنبية حيث مخاطر التخلف عن السداد تتضاءل مع ارتفاع الاحتياطات.

- وجود إطار للشفافية يكفل المسائلة ووضوح أنشطة إدارة الاحتياطات ونتائجها².
- يساعد في الحد من تقلبات أسعار الصرف الحقيقية وفق مقياس كفاية الاحتياطات الذي يمثل تقلبات أسعار الصرف الحقيقية مقابل نسبة الاحتياطات إلى الديون قصيرة الأجل.

ثالثا: أهداف إدارة الاحتياطات الدولية

إن إدارة الاحتياطات الدولية هي عملية حيوية تتطلب تخطيط استراتيجي لتحقيق مجموعة من الأهداف الرئيسية³:

- التأكد من كفاية احتياطات النقد الأجنبي لتلبية أهداف محدد ضمن الأهداف العامة للسياسة الاقتصادية الكلية.

- توليد عائدات معقولة على المدى المتوسط إلى الطويل على الأصول المستثمرة مع أخذ في عين الاعتبار قيود السيولة والمخاطر الأخرى.

¹ Ketil Hviding and Others, **Can Higher Reserves Help Reduce ExchangeRate Volatility ?** IMF, WP/04/189, 2004, p3

² مايع شبيب الشمري، حسن كريم حمزة، التمويل الدولي أسس نظرية وأساليب تحليلية، مرجع سبق ذكره، ص377.

³ **Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserves management**, Washington D.C. IMF, 2014, pp 10-11

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

- السيطرة والتحكم في مخاطر السيولة والسوق والائتمان¹.

- العمل على خلق عوائد مالية من الاستثمارات مع مراعاة المخاطر على المدى المتوسط والطويل وضمان توفر السيولة وحماية الاحتياطات من التآكل عن طريق عملية التوظيف والاستخدام².

- قدرة السلطات النقدية على تلبية احتياجات المستثمرين الأجانب، احتياجات عمليات السوق المفتوحة، التزامات الديون الخارجية والاحتفاظ باحتياطي للكوارث الوطنية أو حالات الطوارئ القومية.

- القدرة على التدخل لدعم العملة المحلية مع دعم الثقة في سياسات إدارة النقد وسعر الصرف وبث درجة من الثقة في الأسواق في قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها الخارجية.

- الحد من التعرض للتأثيرات الخارجية بالحفاظ على السيولة بالعملة الأجنبية لامتناع الصدمات\ في أوقات الأزمات أو في حالة تقليص القدرة على الاقتراض.

- القدرة على امتصاص الصدمات الخارجية في أوقات الأزمات عن طريق الحفاظ على السيولة بالعملة الأجنبية مع إظهار الثقة في الأسواق المالية على قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها الخارجية³.

- دعم والحفاظ على الثقة في سياسات إدارة النقد وسعر الصرف والتي تتضمن القدرة على التدخل لدعم العملة الوطنية أو عملة الاتحاد⁴.

وعليه فإن خلاصة دور إدارة الاحتياطات الدولية⁵ يتعين عليها أن تسعى لتعظيم قيمة الاحتياطات ضمن الحدود المعقولة للمخاطرة التي تمثل إطاراً وصلاحيات إدارة الاحتياطات

¹ المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي، المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي، 2001/09/20

² يوشمال محمد، حميدة مختار، أثر احتياطي النقد الأجنبي على سعر الصرف دينار/دولار في الجزائر، دراسة تحليلية قياسية خلال الفترة 1990-2019، مجلة دراسات العدد الإقتصادي، المجلد 11 العدد 2، 2020، ص ص 359-377، ص 362.

³ غريبي أحمد، ركي أحسن، آليات دعم الاحتياطات الدولية الجزائرية في ظل تراجع أسعار المحروقات خلال الفترة 2008-2015، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 10/2016، ص 13.

⁴ أحمد إبريبي علي، الاقتصاد النقدي وقائع ونظريات وسياسات، دار الكتب - الطبعة الثانية، العراق، 2015، ص 303.

⁵ المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي، المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي، 2001/09/20

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

لتكون متاحة دائماً عند الحاجة إليها والعمل على تشكيل حواجز الأصول الاحتياطية لتجنب المخاطر بدرجة عالية الأمر الذي يترتب عليه إعطاء أولوية للسيولة والحفاظ على الاحتياطات كأولوية قبل اعتبارات الربح أو تكلفة الحفظ وينطوي هذا بالضرورة على المفاضلة بين المخاطرة والعائد عند وضع أولويات استراتيجيات الدارة الاحتياطيات.

المطلب الثاني : مخاطر إدارة الاحتياطات الدولية

أولاً: مسؤولية إدارة الاحتياطات الدولية

عرفت عملية تكليف هيئة إدارة الاحتياطات الدولية نقاشات أكاديمية وبين صانعي السياسات مناقشات عديدة والتي خلصت إلى إطار عام يكلف البنك المركزي بمسؤولية وملكية الاحتياطات الدولية، ويظهر ذلك من خلال إدراج الاحتياطات الصرف ضمن الهيكل الإداري والميزانية العمومية للبنك المركزي وكل القرارات المتعلقة بها لكن بالمقابل نجد مقاربات أخرى تتعلق بملكية وإدارة الاحتياطات من طرف الحكومة وتنفيذ القرارات المتعلقة بإدارتها من طرف وزارة المالية¹،

وتحدد العديد من العوامل اتجاهات البلدان في تحديد الهيئة المكلفة بإدارة الاحتياطات وفق الأهداف المرجوة منها، فإذا كان دور الاحتياطات هو الحفاظ على قيمة العملة الوطنية أو توجيه سعر الصرف أو إدارة السياسة النقدية فمن الأرجح أن تكون ضمن الميزانية العمومية للبنك المركزي ويكتسب صفة وكيل عن الحكومة من أجل تحقيق الاستقرار الاقتصادي، أما إذا تم استخدام الاحتياطات أساساً للحماية من المخاطر وتأمين التزامات التحوط فيتم تصنيفها كأموال للحكومة².

ثانياً: مخاطر إدارة الاحتياطات الدولية

¹ عدنان حسين يونس الخياط وآخرون، اقتصاديات الاحتياطات الدولية، الطبعة الأولى، دار الأيام، 2019، ص17.

² Tijana Soja, **Optimal level of Foreign Reserves Example of Bosnia and Heregovina**, Proceedings of the faculty of Economics in East Sarajevo, Issue 9/2014, p108.

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

إدارة الاحتياطي النقد الأجنبي هي عملية محورية لأي دولة حيث تمثل خط الدفاع الأول أمام الصدمات الاقتصادية الخارجية وتؤثر بشكل مباشر على استقرار الاقتصاد الكلي. ومع ذلك، فإن هذه العملية ليست خالية من المخاطر، بل تتضمن مجموعة متنوعة من التحديات التي تتطلب إدارة يقظة لها القدرة على التنبؤ بالمخاطر وتحديد مصادرها واتخاذ القرار المناسبة بفعالية وكفاءة.

وتعرف المخاطرة¹ على أنها إمكانية حدوث خسائر مالية أو غيرها نتيجة لمواطن الانكشاف المالي لدى الهيئة المعنية أو لفشل نظم المراقبة الداخلية بها أو لكليهما وتتطلب هذه الظروف إدارة المخاطر والتي تعني² إدارة وانكشاف المخاطر المالية والتشغيلية التي ترافق توظيف هذه الاحتياطات وذلك وفقا لأفضل الممارسات الدولية ولأهداف السياسة النقدية واستنادا لذلك يعتمد البنك المركزي معايير دولية في إدارة هذه الاحتياطات بما يكفل تجنبها كافة أشكال المخاطر الاستثمارية ويضمن سيولتها وسلامتها.

وتنقسم المخاطر المرتبطة بإدارة احتياطات النقد الأجنبي³ كما يلي:

- **مخاطر الائتمان:** مخاطره عدم الأداء أو التخلف في الأداء من جانب المقترضين للقروض أو غيرها من الأصول المالية أو عدم الأداء أو التخلف في الأداء من جانب الطرف المقابل لإلتزاماته في العقود المالية وظهر ذلك جليا خلال ألامه المالية العالمية 2008 من خلال أهمية الحرص هذا توظيف احتياطي النقد الأجنبي على مستوى هيئات لها تصنيف ائتماني جيد لضمان عدم خسارتها والحفاظ على قوة سيولتها.

- **مخاطر السوق:** هي المخاطرة المتعلقة بالتغيرات في أسعار السوق مثل أسعار الصرف وأسعار الفائدة حيث أن أسعار الصرف هي مخاطرة حدوث حركات غير متوقعة في أسعار

¹ المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي، المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي، 2001/09/20.

² الشريف بقة و عبد الحميد مرغيث، إدارة احتياطات النقد الأجنبي في الجزائر: الفرص والتحديات، مجلة التكامل الاقتصادي، مجلد2 العدد 1(2014) ص 210-233.

³ الشريف بقة و عبد الحميد مرغيث، إدارة احتياطات النقد الأجنبي في الجزائر: الفرص والتحديات، نفس المرجع السابق.

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

الصرف المشتقة للعملات الأجنبية تؤثر بالانخفاض على قيمة الاحتياطات الدولية بالعملة المحلية كما يمكن أن تنشأ مخاطر العملة مع ارتفاع سعر العملة المحلية من جهة أخرى

- **مخاطر سعر الفائدة:** فهي تنطوي على الآثار السلبية لزيادات في عائد السوق التي تؤدي إلى انخفاض القيمة الحالية للاستثمارات المرتبطة بأسعار فائدة ثابتة في حافظه الاحتياطات حيث تزداد مخاطر أسعار الفائدة كلما ارتفعت مده الحافطة وبالمقابل فان الأوراق المالية ذات الأجل القصير تعتبر اقل تعرضا للمخاطر من الأوراق المالية الطويلة الأجل المرتبطة بأسعار الفائدة الثابتة.

- **مخاطر السيولة:** وهي تتعلق ببيع وتصفيه الأصول المالية في ظل ظروف اقتصادية حادة تحتاج السيولة ونتيجة لأحوال سوق غير ثابتة نتيجة حدوث حركات معاكسة في الأسعار فان وجود محفظة مالية ذات سيولة عالية تعتبر إجراءات احترازية بالغة الأهمية في أي استراتيجيه استثماريه النقد الأجنبي.

- **المخاطر التشغيلية:** وهي تتعلق بأنواع من المخاطر تنشأ بسبب عدم كفيته الضوابط والإجراءات الداخلية أو فشلها أو عدم مراعاتها على نحو يهدد سلامه نظم العمل وسيدها كمخاطر انهيار نظم المراقبة كمخاطر الأخطاء المالية كمخاطر أخطاء القيد المالي.

المطلب الثالث : دور الاحتياطات الدولية في ظل أنظمة الصرف المختلفة

طبقا للمبادئ العامة لصندوق النقد الدولي¹ في إدارة الاحتياطات النقدية واستخداماتها فإن السلطات النقدية في ظل نظم التعويم تلتزم بعدم التدخل في سوق النقد الأجنبي لكن واقعا تحتفظ بقدرتها في مواجهة الصدمات الداخلية والخارجية غير المتوقعة بحياسة مستويات مقبولة من احتياطي الصرف يمكنها من التصدي وتخفيف المخاطر المحتملة، وفي نظم أسعار الصرف المرنة (الوسيلة) فإن السلطات النقدية تراقب تطور نشاطات سوق

¹ هند محمد عبد الحميد الدناصورى، الإحتياطي النقدي الأجنبي كمحدد أساسي في اختيار نظم سعر الصرف في مصر في الفترة من 1990-2020، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، جامعة قناة السويس، المجلد 13 العدد 2 أبريل 2022، ص ص 211-243، ص 213.

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

الصرف الأجنبي للحفاظ على مستوى السيولة الملائم والأمثل للنشاط والاستقرار الاقتصادي، وفي ظل نظم أسعار الصرف الثابتة تبرز الأهمية البالغة في ضرورة حيازة السلطات النقدية لمستويات من احتياطات الصرف تسمح للبنك المركزي بالتدخل وبكفاءة في سوق الصرف الأجنبي للحفاظ على ثقة المستثمرين في قيمة العملة المحلية والحد من عمليات المضاربة عليها أي تستخدم الدول الأصول الاحتياطية للتدخل في سوق الصرف الأجنبي بهدف تثبيت سعر الصرف للعملة الوطنية.

أولاً: دور الاحتياطات الدولية في ظل نظام الصرف الثابت

تعتبر الاحتياطات الدولية أداة أساسية وحيوية في استقرار الاقتصاد في ظل نظام الصرف الثابت ولاستمراره والحفاظ على قيمة العملة المحلية وسعر الصرف الثابت وذلك إلى جانب سياسات أخرى وحوكمة اقتصادية.

ونظرياً يتحدد نظام الصرف الثابت على أساس ثبات سعر صرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية مع تقلبات في مستوى وحجم الاحتياطات الدولية التي يحوزها البنك المركزي¹ كما يتعين على الدول التي تتبنى هذا النظام تقييم فوائد ومخاطر الاحتفاظ بمستويات كبيرة من الاحتياطات دورياً، وتبرز أهميتها من خلال:

- الحفاظ على سعر صرف ثابت²: وهو الهدف الرئيسي للسلطات النقدية حيث في حالة تعرض سعر الصرف للضغوط يتدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي عن طريق عمليات السوق المفتوحة ببيع جزء من احتياطاته من العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية لدعم قيمتها وإعادةها إلى المستوى المستهدف.

¹ H. Robert Heller, Mohsin S. Khan, **The Demand for International Reserves Under Fixed and Floating Exchange Rate**, IMF Staff papers: Volume 25 N4, Jan. 1978 pp 623-649, p644.

² Scott Roger, **The Management of Foreign Exchange Reserves**, Bank for International Settlement (BIS) Economic papers N38, July 1993, p10

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

- تمويل العجز في ميزان المدفوعات: حيث يتم استخدام الاحتياطات لتمويل هذا العجز والحفاظ على استقرار سعر الصرف.

- تعزيز الثقة: وجود مستويات مقبولة من الاحتياطات يعزز إلتزام الدولة في الحفاظ على استقرار سعر الصرف وبث حالة من الثقة في الأسواق ولدى المستثمرين. وتزامنا مع هذا الدور للاحتياطات الدولية لتعزيز فعالية نظام الصرف الثابت تبرز العديد من التحديات التي تهدد هذا الدور:

- نفاذ الاحتياطات: إن استمرار الضغوط على سعر الصرف لفترات طويلة ومواصلة الدفاع عن قيمة العملة المحلية يمكن أن يؤدي إلى مخاطر استنفاد الدولة لاحتياطاتها ما يجبرها عن التخلي عن نظام الصرف الثابت والانتقال بشكل غير منظم إلى ترتيبات مرنة أو التعويم لسعر الصرف وتبني سياسات اقتصادية غير مرغوبة.

- تضارب الأهداف: قد تتعارض التزامات السلطات النقدية في ظل تبني نظام الصرف الثابت مع أهداف السياسات الاقتصادية الأخرى كاستهداف التضخم أو تحفيز معدل النمو الاقتصادي.

- المضاربة: في حالة عدم تقييم العملة المحلية بقيمتها الحقيقية التي تحقق التوازن والاستقرار الاقتصادي يمكن أن يتعرض نظام الصرف الثابت إلى هجمات المضاربة من طرف المشاركين في سوق الصرف الأجنبي وهذا ما يزيد من الضغوط على سعر الصرف العملة الأجنبية.

- التكلفة البديلة: إن الاحتفاظ بالاحتياطات الدولية قد يؤدي إلى فقدان فرص تحقيق عوائد من استثمار هذه الأموال في أصول أخرى.

ثانيا: دور الاحتياطات الدولية في ظل نظام الصرف المرن

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

تلعب الاحتياطات الدولية دور محوري في ظل نظام الصرف المرن بالحفاظ على استقرار سعر الصرف والحد من تقلباته ومواجهة الأزمات الاقتصادية والسعي لتحقيق الأهداف الاقتصادية المسطرة من طرف السلطات، حيث يتحدد نظام الصرف المرن نظريا على أساس تباين سعر الصرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية مع وجود تقلبات في مستوى وحجم الاحتياطات الدولية بسبب استخدامها الموجه وهذا ما يتطلب هيئة ذات كفاءة وفعالية لإدارة الاحتياطات الدولية لمواجهة التحديات المتزايدة في الأسواق المالية العالمية.

وتتوزع استخدامات الاحتياطات في ظل هذا النظام من خلال:

- التدخل في سوق الصرف: يتم الطلب على الاحتياطات في حالة تدخل البنك المركزي لتقليل الضغط على سعر الصرف حيث يقوم ببيع جزء من احتياطاته من العملة الأجنبية لشراء العملة المحلية، والعكس صحيح عندما يزداد الطلب على العملة المحلية.
- تمويل عجز الحساب الجاري: من خلال استخدام الاحتياطات لتمويل العجز وتجنب الضغط على سعر الصرف.
- مواجهة الصدمات الخارجية: تساعد الاحتياطات الدولية على تخفيف آثار الصدمات الخارجية مثل تقلبات أسعار السلع الأساسية أو الأزمات المالية العالمية.

ثالثا: دور الاحتياطات الدولية في ظل نظام التعويم الحر

إن دور الاحتياطات الدولية واستخداماتها في ظل نظام التعويم الحر تختلف عن دورها في نظم الصرف الأخرى باعتبار أن سعر الصرف يتحدد في ظل هذا النظام وفقا لقوى العرض والطلب في سوق الصرف الأجنبي دون أي تدخل من البنك المركزي ومستفيدا من آلية التعديل

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

التلقائي لتحركات سعر الصرف في الحد من مخاطر الصدمات¹ وبذلك يبدو نظريا دور الاحتياطات محدود في توجيه سعر الصرف في ظل نظام الصرف الحر².

ولكن من جهة أخرى توجه الاحتياطات الدولية في ظل هذا النظام استخدامات أخرى تتمثل في :

- مواجهة الأزمات: بالرغم من فرضية قدرة نظام التعويم الحر على الصمود أمام الصدمات إلا أن الحكومات والدول تتدخل في حالة الأزمات الاقتصادية الكبرى والكوارث الطبيعية باللجوء إلى تمويل الاقتصاد عن طريق الاحتياطات للتخفيف من آثار الأزمات والحفاظ على الثقة للمستثمرين وتعزيز قدرة الدولة في التعامل مع الأزمات.

- توجيه التوقعات: وذلك من خلال توجهات السلطات النقدية للدولة يتم استخدام الاحتياطات في التأثير على السوق لتوجيه توقعات المستثمرين إلى قطاعات معينة.

- الاستثمار: من الأدوار الأساسية للاحتياطات في ظل نظام التعويم الحر هي استثمار الاحتياطات في أصول مالية ذات عائد أعلى لزيادة دخل الدولة وتنويع المخاطر المرتبطة بتقلب أسعار الصرف.

جدول 2 - 4 : مقارنة دور الاحتياطات الدولية في ظل نظم الصرف المختلفة

نظام الصرف الثابت	نظام الصرف المرن	نظام التعويم	
تدخل مباشر ومتكرر	تدخل موجه، محدود ومرن	تدخل محدود جدا	التدخل باستخدام الاحتياطات الدولية
-الحفاظ على سعر الصرف الثابت	-توجيه سعر الصرف ضمن نطاقات مستهدفة. -توفير شبكة أمان، تخفيف التقلبات وتوجيه توقعات السوق. -مواجهة الصدمات.	-توفير شبكة أمان وتعزيز الثقة. -التركيز على الاستثمار وتحقيق العائد.	الدور الأساسي للاحتياطات الدولية
مرونة أقل	مرونة متوسطة	مرونة أكبر	درجة المرونة في إدارة الاحتياطات الدولية

¹ H. Robert Heller, Mohsin S. Khan, The Demand for International Reserves Under Fixed and Floating Exchange Rate, Op. Cit, p644.

² Scott Roger, The Management of Foreign Exchange Reserves, Op. Cit, p15

الفصل الثاني: الاحتياطات الدولية وقياسها وسياسات إدارتها

أقل أهمية	مهمة ولكن ليست حيوية	حيوية لبقاء واستمرار النظام	أهمية الاحتياطات الدولية في نظام الصرف
-----------	----------------------	-----------------------------	--

المصدر: من إعداد الباحث

على ضوء التحليل السابق تبرز العديد من الأدوار المشتركة للاحتياطات الدولية بين نظم الصرف المختلفة كالتالي:

- استخدام الاحتياطات الدولية لتسديد أقساط الديون الخارجية والحفاظ على السيولة الكافية في الاقتصاد.
 - استخدام الاحتياطات لمواجهة الصدمات وفي حالة الأزمات الاقتصادية الكبيرة والكوارث الطبيعية من خلال تمويل عمليات الإغاثة والإعمار.
 - استثمار جزء من الاحتياطات في أصول أجنبية عالية العائد لتحقيق دخل إضافي للدولة
- ويظهر كذلك تداخل العديد من العوامل التي تؤثر على أهمية الاحتياطات واستخداماتها في ظل تبني الدول للتصنيفات المختلفة لأنظمة الصرف والتي تتمثل في:
- حجم الاقتصاد: حيث أن الاقتصاديات الكبيرة عادة ما تحوز مستويات كبيرة من الاحتياطات.
 - درجة الانفتاح: تظهر الحاجة أكثر إلى الاحتياطات في اقتصاديات الدول المنفتحة أكثر على التجارة والاستثمار الدوليين.
 - التجارب السابقة: حيث أن الدول التي مرت بأزمات في تاريخها الاقتصادي تميل وتسعى إلى الاحتفاظ بالاحتياطات.

خلاصة الفصل

تناول هذا الفصل مفهوم الاحتياطات الدولية وأهميتها كأداة أساسية في إدارة الاقتصاد الكلي. وقد تم استعراض الصيغ المختلفة للاحتياطات الدولية وأصولها، مع التركيز على أهمية تنوع تشكيلتها بين الذهب والعملات الارتكازية وعملات الشركاء التجاريين، كما تم تحليل المؤشرات المستخدمة لقياس كفاية الاحتياطات وقدرتها على الصمود والحد من مخاطر الأزمات الاقتصادية، وبحث الفصل كذلك في السياسات والاستراتيجيات المتبعة لإدارة الاحتياطات، مع التركيز على أهمية تحقيق التوازن بين الحاجة إلى الحفاظ على مستوى كاف من الاحتياطات وبين تحقيق عوائد مناسبة على الاستثمارات وتحقيق أهداف دوافع الطلب على الاحتياطات، وتم تسليط الضوء على التحديات التي تواجه الدول في إدارة احتياطاتها، مثل تقلبات أسعار الصرف.

كما تم توضيح الأدوار المختلفة التي يمكن أن تلعبها الاحتياطات الدولية في ظل أنظمة أسعار الصرف الثابت، المرن والتعويم.

ومن خلال تحليل بيانات تطور توزيع العملات الاحتياطية يظهر أن أهمية الاحتياطات الدولية كبيرة في الدول النامية مقارنة بالدول المتقدمة وذلك بسبب ضعف مؤسساتها المالية ومحدودية قدرتها على تحمل الصدمات وعدم تصنيف عملاتها كعملات قيادية وارتكازية.

الفصل الثالث

طبيعة نظام الصرف وتأثيره
على جمع احتياطات الصرف
في الجزائر

مسألة اختيار نظام سعر الصرف في الجزائر من أهم القرارات الاقتصادية التي يوليها صانعي السياسات والهيئات المنظمة للسياسة النقدية لما لها تأثير مباشر وغير مباشر على مجموعة واسعة من المتغيرات الاقتصادية من أهمها مستوى ومعدل النمو الاقتصادي، توقعات التضخم، رصيد ميزان المدفوعات وحجم تراكم احتياطات الصرف لدى البنك المركزي.

تبنت الجزائر منذ الاستقلال ونشأة الدينار الجزائري محل الفرنك الفرنسي في الفاتح أبريل 1964 عدة ترتيبات مختلفة تماشيا مع متطلبات كل مرحلة وسعيا لتحقيق أهدافا معينة، بداية بالثبيت مقابل عملة واحدة ثم الربط بسلة من العملات وصولا إلى الإعلان الرسمي عن التوجه إلى اعتماد نظام التعويم المدار.

طرحت النظرية الاقتصادية مجموعة من الأفكار النظرية تتعلق بطبيعة العلاقة وفعالية نظم الصرف المختلفة وفقا لمستويات النقد الأجنبي التي يحوزها البنك المركزي لما لها تأثير مباشر على الاستقرار الاقتصادي، حيث ترى أن نظام سعر الصرف الثابت يتطلب وجود مستويات عالية من الاحتياطات تسمح للسلطات النقدية بالتدخل في سوق العملات بهدف الدفاع عن قيمة العملة الوطنية عكس نظام التعويم الذي لا يركز على حيازة الاحتياطات بسبب وجود آلية التعديل التلقائي من خلال تحركات سعر الصرف في الحد من مخاطر الصدمات.

المبحث الأول: طبيعة ومراحل تطور نظام الصرف في الجزائر

المطلب الأول: مراحل نظام الصرف في الجزائر

تطور نظام الصرف في الجزائر بشكل ملحوظ منذ الاستقلال بعد التخلي عن الفرنك الفرنسي وإنشاء الدينار الجزائري متأثرا بالتغيرات الاقتصادية والسياسية التي عرفتها البلاد ويمكن تقسيم هذه المراحل كالتالي:

أولاً: مرحلة تثبيت الدينار الجزائري مقابل الفرنك الفرنسي 1964-1973

في هذه المرحلة تم إعلان إنشاء الدينار كعملة وطنية للجزائر بمقتضى القانون 111-64 المؤرخ في 10 أبريل 1964 وتثبيته مقابل الفرنك الفرنسي وبقيمة 0.18 غرام من الذهب، ومقابل العملات الأخرى طبقاً لأساس التعادل في إطار نظام بريتون وودز (1 دولار أمريكي مقابل 4,94 دينار جزائري خلال الفترة 1964-1970 ثم تم تعديله سنة 1973 إلى 1 دولار أمريكي مقابل 4,19 دينار جزائري)¹

أما التعديل الذي طرأ على قيمة العملة ابتداء من 1973 يعود سببه التغيير في نظام النقد الدولي والتخلي عن أسعار الصرف الثابتة في إطار اتفاقية برتون وودز حيث مكنت هذه الوضعية من تحقيق هدف مزدوج² للدينار الجزائري:

- توفير دعم مقنع للمؤسسات الجزائرية من خلال تقييم الدينار أكثر من قيمته الحقيقية لتخفيف تكاليف التجهيزات والمواد الأولية ومختلف الواردات.

- إيجاد وضعية لاستقرار قيمة العملة الوطنية على المدى الطويل مما يسمح للمؤسسات الوطنية بامتصاص الصدمات الخارجية والضغوط التي من المحتمل أن يتعرض لها سعر الصرف.

وقد ساهمت العديد من العوامل إلى ارتباط الدينار الجزائري بالفرنك الفرنسي كالرغبة في تحقيق استقرار نقدي في ظل الظروف الاقتصادية الصعبة بعد الاستقلال³، الاعتماد على فرنسا كشريك تجاري لتسهيل المعاملات التجارية، محاولة تجنب تقلبات أسعار الصرف

¹ ترقو محمد، اختيار نظام الصرف الأمثل وإمكانية تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في الجزائر، أطروحة دكتوراه علو في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 2016، ص181.

² محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية الطبعة الرابعة، الجزائر، 2014، ص156.

³ محمد داودي و عبد الغفار غطاس، محددات سعر صرف الدينار الجزائري: دراسة تحليلية قياسية للفترة 1970-2011، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية - العدد الثاني 2016، ص32.

العالمية بهدف جذب الاستثمارات لكن بالمقابل فقدت الجزائر قدرتها على استخدام السياسة النقدية كأداة لتحقيق الأهداف الاقتصادية.

ثانيا : مرحلة تثبيت الدينار الجزائري مقابل سلة من العملات 1974-1986

خلال هذه المرحلة وضمن نظام التثبيت تم الانتقال بالدينار الجزائري إلى ترتيبات جديدة تتمثل في التثبيت مقابل سلة مكونة من 14 عملة من ضمنها الدولار الأمريكي، حيث تم تقدير قيمة كل عملة ترجيحيا على أساس وزنها في المدفوعات الخارجية ضمن ميزان المدفوعات، وعلى هذا الأساس يتم تسعير صرف الدينار الجزائري مقابل العملات المكونة لسلة التثبيت حسب الطريقة التالية¹:

- حساب التغير النسبي للدولار الأمريكي بالنسبة للدينار الجزائري، حيث يتم أخذ القيمة

الأكبر من بين قيم المتغيرين $\$/C_{in}$ أو $\$/C_{i0}$ كمقابل لحساب التغير النسبي كالتالي:

$$\frac{\left(\frac{\$}{C_{i0}}\right) - \left(\frac{\$}{C_{in}}\right)}{\left(\frac{\$}{C_{in}}\right)} \text{ أو } \frac{\left(\frac{\$}{C_{i0}}\right) - \left(\frac{\$}{C_{in}}\right)}{\left(\frac{\$}{C_{i0}}\right)}$$

حيث :

$\$$: الدولار الأمريكي.

C_i : كل عملة من العملات الثلاثة عشر التي تُشكل سلة الدينار الجزائري.

$\frac{\$}{C_{i0}}$: سعر الدولار بالنسبة لكل عملة في سنة الأساس (1974).

$\frac{\$}{C_{in}}$: سعر الدولار بالنسبة لكل عملة يوم التسعير n.

¹ محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، مرجع سبق ذكره، ص 157.

الفصل الثالث: طبيعة نظام الصرف وتأثيره على جمع احتياطات الصرف في الجزائر

- حساب المتوسط المرجح بالتغيرات النسبية للعملة التي تتكون منها سلة الدينار الجزائري بالنسبة للدولار الأمريكي، من خلال التغيرات النسبية $\frac{\$}{C_i}$ مرجحة بالمعامل a_i الذي يمثل وزن كل عملة في السلة.
- حساب سعر الصرف اليومي للدولار الأمريكي بالنسبة للدينار الجزائري كما يلي:

$$\$/DZA_n = \$/DZA_0 [(a_1 - \$/c_1)]$$

حيث:

- $\$/DZA_n$: سعر الصرف اليومي للدولار الأمريكي بالنسبة للدينار الجزائري.
- $\$/DZA_0$: سعر صرف الدولار الأمريكي بالنسبة للدينار الجزائري في سنة الأساس (1974).
- يتم حساب أسعار صرف الدينار الجزائري بالنسبة للعملة الأخرى المسعرة من طرف البنك المركزي من خلال استخدام أسعار الصرف المتقاطعة.
- الجدول رقم 3-1: الأوزان الترجيحية للعملة المكونة للسلة المرجعية.

العملة	الوزن الترجيحي
الدولار الأمريكي	40.15
الفرنك الفرنسي	29.2
المارك الألماني	11.5
الليرة الإيطالية	4
الجنيه الاسترليني	3.38
الفرنك البلجيكي	2.5
الفرنك السويسري	2.25
البيزيتة الإسبانية	2
الفلوران الإيرلندي	1.5
الدولار الكندي	0.75
الكورونة الدنماركية	0.2
الكورونة النرويجية	0.1
الشلنق النمساوي	0.5
الكورونة السويدية	1.5

المصدر: ترقو محمد، إمكانية تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في ظل اختيار نظام سعر الصرف الأمثل في الجزائر، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، 2016، ص183.

ثالثا: مرحلة التحول إلى نظام صرف مرن للدينار الجزائري 1986-1994

في هذه المرحلة تخلت السلطات النقدية عن نظام التثبيت وانتقلت إلى تبني نظام سعر الصرف المرن بسبب الأزمة الاقتصادية التي هزت الاقتصاد الجزائري ممثلة في تدهور أسعار النفط بداية من سنة 1986 ما أثر سلبا على قيمة الدينار الجزائري وسجل ارتفاع ملحوظ في سعر الصرف مقابل العملات الأجنبية إلى غاية سنة 1991 حيث أصبح لا يساوي

أكثر من 0.3 فرنك فرنسي¹، وقد تميزت هذه المرحلة بالتخفيض في قيمة الدينار في العديد من المرات لاستهداف تحقيق التوازن بين مستوى الطلب الوطني على الواردات مقابل حجم احتياطات الصرف التي يحوزها البنك المركزي.

وفي ظل هذه الظروف الاقتصادية الصعبة وتراجع حجم احتياطات الصرف، قررت السلطات النقدية تخفيض تدريجي في قيمة الدينار الجزائري كمحاولة لامتناس تأثيرات الصدمات الخارجية على الاقتصاد حيث انتقل سعر صرف الدينار مقابل الدولار الأمريكي من 5.9 سنة 1988 إلى 7.6 سنة 1989 بانخفاض قدره 28,81 بالمائة.

ومن بين الجهود والإصلاحات التي أقرتها الجزائر هي وضع نظام لتخصيص العملات الأجنبية لدى البنوك التجارية يراعي تحقيق توازن ميزان المدفوعات من خلال العمل بتراخيص الاستيراد لفائدة مجموعة محددة من المؤسسات الوطنية.

كما خفضت الجزائر قيمة الدينار بنسبة 22 بالمائة بتوجيهات من مجلس النقد والقرض في شهر سبتمبر 1991 ليستقر عند سعر صرف 1 دولار أمريكي مقابل 22.5 دينار جزائري ثم تخفيض آخر بنسبة 40.17 بالمائة ليصبح 1 دولار أمريكي مقابل 36 دينار جزائري في شهر أبريل 1994 حيث سادت ومهدت هذه الظروف والانخفاض في قيمة الدينار لعقد اتفاق تسهيلات تمويلية مع صندوق النقد الدولي سنة 1994 والتي تعرف ببرنامج التكيف الهيكلي وشكلت سببا مباشرا في ظهور نظام صرف مزدوج حيث ساد سعر صرف رسمي وسعر صرف مواز في السوق الموازي ساهم في تقليل فعالية الرقابة على الصرف ما أثر سلبا على الاستقرار الاقتصادي.

¹ Afroune Nadia, Achouche mohamed, **Analyse de la relation entre le prix du pétrole et le taux de change réel de dinar Algérien**, The Journal of Economics and Finance(JEF), vol4 N2/2018, p15.

رابعاً: مرحلة التعويم المدار للدينار الجزائري بعد سنة 1994 إلى يومنا هذا

انتقلت الجزائر إلى مرحلة جديدة وتعويم موجه في إدارة سعر صرف الدينار مدفوعة بتداعيات الأزمة الاقتصادية حيث اعتمدت السلطات النقدية في ظل هذا النظام لتسعير الدينار على جلسات التثبيت¹ وفقاً للتعليمات رقم 61-94 الصادرة في 28 سبتمبر 1994 وهي جلسات استثنائية تعتمد فيها البنوك المركزية لتثبيت سعر الصرف الدينار مقابل العملات الأجنبية من خلال تدخل البنك المركزي في سوق الصرف لشراء أو بيع العملات الأجنبية للتأثير على قوى العرض والطلب على العملات ما يؤدي إلى تثبيت سعر الصرف عند مستوى معين كمرحلة أولى لمواجهة تدهور قيمة الدينار، الحاجة لاستعادة الثقة ومحاولة لحماية القطاعات المنتجة من القيمة المتدنية للواردات وقد ساهم ذلك تثبيت قيمة الدينار وتقليل التضخم وتحسن الميزان التجاري، وقد تم العمل بهذه الصيغة لتحديد سعر الصرف التوازني للدينار إلى غاية إلغائها في شهر سبتمبر 1995.

مهدت جلسات التثبيت لتأسيس سوق الصرف ما بين البنوك التجارية والتي تسمح بتبادل العملات الأجنبية فيما بينها وتحديد سعر الصرف الدينار وفقاً للعرض والطلب وهي بمثابة الانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام أكثر مرونة لسعر الصرف الذي يتم فيه تحديد سعر الصرف عن طريق المزاد حيث تقوم البنوك التجارية بشراء وبيع العملات الأجنبية بناء على احتياجات عملائها وتوقعات حركة الأسعار، وفق آلية تحديد سعر الافتتاح، التداول خلال اليوم، تحديد سعر الإغلاق ضمن منصة رقمية ما بين البنوك وتحت إشراف بنك الجزائر.

وتبرز أهمية سوق الصرف ما بين البنوك في زيادة المرونة في تحديد سعر الصرف التي تسمح للدينار بالتكيف مع المتغيرات الاقتصادية، تقليل الضغط والطلب على الاحتياطات النقدية لدى البنك المركزي، تعزيز الشفافية في سوق الصرف، من أجل الوصول إلى نظام

¹ بلقاسم ليندة، أثر تقلبات سعر الصرف على التجارة الخارجية حالة الإقتصاد الجزائري خلال الفترة 1998-2010، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية - دراسات اقتصادية-24(1)، جامعة زيان عاشور بالجلفة، ص ص 251-272، ص 261.

اقتصادي أكثر انفتاحا يحفز تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الجزائر وهو بمثابة الانتقال نظام سوق الصرف الأجنبي بين البنوك والذي يشكل مرحلة نهائية من إصلاح سوق الصرف الأجنبي في الجزائر لضمان تخصيص فعال لموارد النقد الأجنبي وبذلك يتم تحديد سعر الدينار رسميا عن طريق مقارنة العرض الوحيد لبنك الجزائر والطلب على العملة الأجنبية من طرف البنوك التجارية حيث تهدف هذه السياسة التي يطبقها البنك المركزي إلى الحفاظ على سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدينار عند مستوى توازنه الذي تحدده المتغيرات الكلية للاقتصاد الوطني، ممثلة في سعر النفط، معدل التضخم، مستوى الناتج المحلي الإجمالي، قيمة العملة للشركاء التجاريين¹.

اعتمد نشاط سوق الصرف ما بين البنوك رسميا تاريخ 1996/01/02 والذي تم تأسيسه من طرف بنك الجزائر وفقا لمجموعة من القرارات واللوائح التنظيمية² لتنظيم طريقة عمل سوق الصرف ما بين البنوك وهي سوق بين البنوك والمؤسسات المالية، الوسطاء المعتمدين وهي تشمل جميع معاملات الصرف الفورية أو الآجلة بين العملة الوطنية والعملات الأجنبية القابلة للتحويل بحرية كما يجوز للوسطاء المعتمدين إبرام معاملات نقدية بالعملة الأجنبية فيما بينهم أو نيابة عن عملائهم³. كما يمكن تعريفه بأن السوق الذي يهدف إلى معالجة جميع عمليات الصرف على الحساب أو لأجل بين العملة المحلية والعملات الأجنبية الأخرى القابلة للتحويل بحرية⁴ ولتحديد أسعار الصرف وفقا لقوى العرض والطلب على العملات الأجنبية مع إمكانية قيام البنوك التجارية والمؤسسات المالية بما يلي⁵:

¹ بنك الجزائر، القرار رقم 08-95 المؤرخ في 23 ديسمبر 1995 المتعلق بسوق الصرف بين البنوك.

² بنك الجزائر، اللائحة رقم 01-2017 المؤرخة في 10 يوليو 2017 المتعلقة بسوق الصرف بين البنوك وأدوات التحوط من مخاطر الصرف الأجنبي (الجريدة الرسمية رقم 2017/55).

³ بنك الجزائر، اللائحة رقم 04-20 المؤرخة في 15 مارس 2020 والمتعلقة بسوق الصرف الأجنبي بين البنوك وعمليات خزينة الصرف الأجنبي وأدوات التحوط من مخاطر الصرف الأجنبي.

⁴ آيت يحي سمبر، التعويم المدار للدينار الجزائري بين التصريحات والواقع، مجلة الباحث، العدد 2011/09 ص ص 61-71، ص 67.

⁵ بربري محمد أمين، الاختيار لنظام الصرف الأمثل ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية-دراسة حالة الجزائر-، أطروحة دكتوراه علوم في شعر العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 3، 2011 ص 215.

- بيع العملة الوطنية للبنوك غير المقيمة مقابل العملات الأجنبية القابلة للتحويل.
 - بيع العملات الأجنبية القابلة للتحويل مقابل العملة الوطنية المودعة في حسابات الدينارات المحولة.
 - بيع وشراء العملات الأجنبية القابلة للتحويل مقابل عملات أجنبية أخرى قابلة للتحويل.
 - بيع وشراء بين المتدخلين في سوق الصرف البيئية للعملات القابلة للتحويل بحرية مقابل العملة الوطنية.
- وفي نفس الإطار يسمح للوسطاء المعتمدين بإجراء عمليات التحوط ضد مخاطر صرف العملات مقابل الدينار لحسابهم الخاص أو نيابة عن عملائهم بتنفيذ العمليات التالية:
- معاملات الصرف الآجلة.
 - خيارات تبادل.
 - عقود المبادلة.
 - شراء العملات الأجنبية نقدا وتسليمها مستقبلا.
 - قسم عمليات الخزنة في النقد الأجنبي.
- سوق النقد بين البنوك هو المكان الذي تلتقي فيه العروض والطلبات على السيولة من جانب البنوك والمؤسسات المالية وأصحاب المصلحة حيث يتبادل المشاركون السيولة المصرفية قصيرة الأجل خارج البورصة ويتدخل بنك الجزائر في هذا السوق لضمان دور الوسيط حيث ينفذ عدة إجراءات تهدف إلى تحسين الشفافية وفعالية آليات التفاوض وتعزيز أمن السوق من خلال إنشاء منصة رقمية للمعاملات، كما يقوم البنك بنشر المعلومات المالية المتعلقة بالعمليات التي تتم على مستوى السوق (الحجم، الاستحقاقات، متوسط معدل العائد المرجح للعمليات اليومية، متوسط معدل السوق النقدية الشهري وسعر النقد السنوي)¹.
- يضم السوق حاليا 40 مشارك تتوزع على 28 بنك تجاري ومؤسسة مالية، 12 مؤسسة مالية غير مصرفية،

المطلب الثاني : طبيعة نظام الصرف في الجزائر

أولا: نظام الصرف الرسمي في الجزائر

يعتبر تأسيس سوق الصرف ما بين البنوك بداية من تاريخ 1996/01/02 تتدخل في البنوك التجارية والمؤسسات المالية تحت إشراف البنك المركزي لبيع أو شراء العملات الأجنبية

¹ سوق النقد بين البنوك، www.bank-of-algeria.dz

القابلة للتحويل مقابل الدينار الجزائري بشكل يومي وبذلك يتحدد سعر صرف الدينار الجزائري وفق قوى العرض والطلب ووجود إمكانية تدخل البنك المركزي لحماية قيمة الدينار والدفاع عن قيمته ضمن حدود معين دون تحديد مسبق للقيمة المستهدفة هو إعلان رسمي عن تبني عمليا نظام التعويم المدار، حيث تم اختيار هذا النظام بهدف تكييف أدوات سياسة سعر الصرف مع متطلبات تطور الاقتصاد الوطني خصوصا ما يتعلق بتحرير التجارة الخارجية ومحاولة إعادة التوازن للأسعار النسبية من خلال تعديل سعر صرف الدينار الجزائري مع ضبط إجراءات مناسبة للسياسات النقدية والمالية.

ويؤكد تقرير صندوق النقد الدولي¹ أن بنك الجزائر لا يعلن عن مسار سعر الصرف ويتم تحديد القيمة الخارجية للدينار في سوق الصرف الأجنبي بين البنوك حيث يكون البنك المركزي البائع الرئيسي للعملة باعتباره الهيئة المخولة بتحصيل التدفقات الأجنبية للصادرات وبذلك يدير بنك الجزائر سعر صرف الدينار استنادا الى سلة من العملات بالاعتماد على بيانات ميزان المدفوعات كما أنه لا يحدد نطاق مستهدف لتقلبات الدينار ضمن نطاق معين دون وجود أي أوزان ثابتة لعملة مركبة.

ثانيا: نظام الصرف الواقعي في الجزائر

اعتمدت الدراسات التجريبية في تصنيف نظام الصرف في الجزائر على تتبع سلوك سعر صرف الدينار الجزائري ومسار توجيه السياسة النقدية ووفقا لمتغيرات الاقتصادية الكلية كالتغير في حجم احتياطي الصرف، نطاق التدخلات في سوق الصرف وأهدافها، إجراءات الحد من تأثير الصدمات الاقتصادية الداخلية والخارجية نذكر أهمها:

- **تصنيف صندوق النقد الدولي:** يصنف تقرير صندوق النقد الدولي² لسنة 2022 نظام الصرف في الجزائر ضمن ترتيب مشابه للزاحف وهو ترتيب فئة الدول التي تحافظ على استقرار سعر الصرف ضمن هامش تقلب ضيق بـ 2 بالمائة لمدة أكثر من 6 أشهر ثابت مقابل عملة ما، وتعلل هيئة الصندوق هذا التوجه باعتبار أن الجزائر تبني نظام التعويم المدار في إدارة السياسة النقدية بداية من سنة 1996 والتصريح الرسمي للسلطات النقدية بذلك إلى أن تقارير الصندوق ترى أن نظام الصرف الواقعي تم إعادة تصنيفه من مستقر إلى زاحف ابتداء من 4 ديسمبر 2020 بسبب انخفاض اتجاه سعر صرف الدينار ضمن نطاق بنسبة 2 بالمائة مقابل الدولار الأمريكي وهو نظام يكون بدون الإعلان المسبق لمسار سعر الصرف، كما يسمح

¹ Annual Report on Exchange Arrangement and Exchange Restrictions- AREAER, IMF 2022, p130

www.elibrary-areaer.imf.org

² Annual Report on Exchange Arrangement and Exchange Restrictions- AREAER, Op.Cit,p130 www.elibrary-areaer.imf.org

للعلمة بالتذبذب حول مستوى معين ، حيث تتدخل السلطات النقدية ممثلة في بنك الجزائر ودون تحديد مسبق لأهداف سعر الصرف للحفاظ على استقرار سعر الصرف ومن جهة أخرى أن تعديل إطار السياسة النقدية يعكس التطورات الاقتصادية ويستجيب لتقلبات أسعار النفط، ففي سنة 2003 تم استخدام النقود بالمفهوم الواسع M2 كأحد أدوات إدارة السيولة وكهدف وسيط للسياسة النقدية، أما خلال الفترة من مارس إلى غاية أكتوبر من سنة 2017 تم اعتماد بنك الجزائر على عمليات السوق المفتوحة إلى جانب عملية التمويل النقدي كأدوات للسياسة النقدية وهذا ما أدى إلى فائض في السيولة ليقوم البنك بداية من جانفي 2018 إعادة امتصاص فائض السيولة من خلال استخدام أدوات إعادة التمويل المصرفية وخاصة عمليات السوق المفتوحة.

وبشكل عام فإن سياسة سعر الصرف في الجزائر تهدف إلى تحقيق سعر صرف فعال حقيقي يتوافق مع قيمته الأساسية واستخدامه في بعض الأحيان لاحتواء الضغوط التضخمية. وفي ضوء هذا الغموض في تحديد معالم طبيعة نظام الصرف الواقعي في الجزائر قامت العديد من الدراسات بمحاولة تحديد الفئة التي ينتمي إليها هذا النظام استنادا على تحليل وقياس العديد من المتغيرات الاقتصادية نذكر أهمها كالتالي:

- تصنيف¹(2019) **Ilzetzki, Reinhart and Rogoff** : تصنف هذه الدراسة نظام الصرف الواقعي في الجزائر كالتالي:
- خلال الفترة فيفري 1995-سبتمبر 2001 نطاق زاحف فعلي $\pm 2\%$ (مقابل الفرنك الفرنسي واليورو) وسوق موازي.
- خلال الفترة أكتوبر 2001-ديسمبر 2019 نطاق زاحف فعلي $\pm 2\%$ (مقابل الدولار إلا غاية منتصف سنة 2013 وبعدها مقابل اليورو) وسوق موازي.

- تصنيف دراسة² **Levi-Yeyati and Struzzenger** 2005 : تصنف هذه الدراسة الجزائر ضمن الإقتصاديات الناشئة ونظام الصرف الواقعي ضمن فئة النظام المرن المدار والذي يتم فيه تحديد سعر الصرف من خلال العرض والطلب في سوق العملات مقابل الدولار الأمريكي مع تدخل البنك المركزي من فترة لأخرى للحفاظ على استقرار السوق والتخفيف من

¹ Ethan Ilzetzki, Carmen Reinhart and Ken Rogoff, **The Country Chronologies and Background Material to Exchange Rate Arrangements into the 21st Century :Will the Currency Hold?**, Updated August 27,2021, p5.

² Eduardo Levy-Yeyati and Federico Sturzenegger, **A De Facto Classification of Exchange Rate Regimes :A Methodological Note**, Business School, Universidad Torcuato Di Tella, Argentina, 2002. p9 p11.

التقلبات الحادة في سعر الصرف مع السماح بمرونة معينة في تحديد السعر خاصة في ظل تقلبات أسعار النفط التي تؤثر بشكل كبير على الإقتصاد الجزائري وتم اعتماد هذا النظام بسبب الحاجة إلى الإستقرار لتشجيع الاستثمار والمرونة في نفس الوقت وباعتباره كوسيلة للحماية من الصدمات الخارجية مثل تقلبات في أسعار السلع الأساسية وتدفقات رؤوس الأموال.

- تصنيف¹ Bubula and otker-Robe 2002: تصنف هذه الدراسة نظام الصرف الواقعي في الجزائر كالتالي:

- خلال الفترة : 1990-1993 نظام ربط تقليدي بسلة من العملات.

- خلال الفترة : 1994-2001 نظام تعويم مدار من نوع آخر.

المبحث الثاني: نطاق إدارة احتياطي النقد الأجنبي في الجزائر

وفقا لمهام وصلاحيات بنك الجزائر والمخول للعمل بها طبقا الأمر الرئاسي² رقم 03-11

(قانون النقد والقرض) فإن البنك يقع على عاتقه إدارة وتسيير احتياطي الصرف الأجنبي

بكل استقلالية ويعتبر هذا الاحتياطي حجر الزاوية في السياسة النقدية للبلاد، حيث يلعب

دورًا حاسمًا في استقرار الاقتصاد الكلي وحماية القوة الشرائية للعملة الوطنية

المطلب الأول : مهام بنك الجزائر وصلاحياته في إدارة احتياطات الصرف

أولاً: مهام وصلاحيات بنك الجزائر³ :

- تحديد السياسة المتعلقة بإدارة الاحتياطي: يتولى البنك مسؤولية وضع وتنفيذ

السياسة المتعلقة بإدارة الاحتياطي النقدي الأجنبي، بما في ذلك تحديد حجم الاحتياطي

الأمثل، وتوزيع الأصول، وتحديد آليات الاستثمار.

¹ Andrea Bubula and Inci Otker-Robe, **The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990 :Evidence from De Facto Policies**, IMF WP/02/155, september 2002, p31.

² أمر رقم 03-11 المؤرخ في 27 جمادى الثانية عام 1424 الموافق لـ 26 غشت 2003 المتعلق بالنقد والقرض

³ بوحنيك هدى، دور بنك الجزائر في تسيير العمليات المالية المرتبطة بالخارج، مجلة الباحث -2010/08، ص ص 109-118، ص115.

- تنفيذ العمليات على الاحتياطي: يقوم البنك بجميع العمليات المتعلقة بالاحتياطي، مثل الشراء والبيع والاستثمار والاقتراض. كما يتولى إدارة المخاطر المرتبطة بهذه العمليات.

- ضمان سلامة وأمن الاحتياطي: يتعين على البنك اتخاذ جميع التدابير اللازمة لضمان سلامة وأمن الاحتياطي النقدي الأجنبي، سواء من الناحية الفيزيائية أو من الناحية المعلوماتية.

- إعداد التقارير: يقدم البنك تقارير دورية إلى السلطات المختصة حول حالة الاحتياطي النقدي الأجنبي، وتطوره، والإجراءات المتخذة لإدارته.

- التعاون مع المؤسسات الدولية: يتعاون البنك مع المؤسسات المالية الدولية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، بهدف تبادل الخبرات والمعرفة في مجال إدارة الاحتياطات النقدية.

ومن أهم صلاحياته التقنية¹ المتعلقة بتنفيذ السياسة النقدية ما يلي :

- يجوز لبنك الجزائر أن يأخذ كوديعة كل سندات الدفع المحررة بالعملات الأجنبية وكذا كل الأرصدة بالعملات الأجنبية ويدير احتياطات الصرف ويوظفها.

- يجوز لبنك الجزائر الاقتراض والاكتتاب بسندات مالية محررة بعملات أجنبية ومسعرة بانتظام لدى الأسواق المالية الدولية.

كما تم تحديث بعد المهام لبنك الجزائر² ليمثل نقلة نوعية في تنظيم القطاع المصرفي في الجزائر، حيث يهدف إلى مواكبة التطورات العالمية في هذا المجال وتوفير بيئة مالية أكثر استقرارًا وشفافية ومن أهم ما صدر فيه ما يلي:

- توسيع نطاق التنظيم: يغطي القانون الجديد مجموعة واسعة من القضايا، بما في ذلك :
- حوكمة المؤسسات المالية
- حماية المستهلكين

¹ المواد 40، 62، من الأمر 11-03 المؤرخ في 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقروض.

² قانون رقم 09-23 المؤرخ في 21 يونيو 2023 يتضمن القانون النقدي والمصرفي

الفصل الثالث: طبيعة نظام الصرف وتأثيره على جمع احتياطات الصرف في الجزائر

- مكافحة غسيل الأموال وتمويل الإرهاب
- التكنولوجيا المالية
- البنوك الرقمية

- تعزيز الشفافية: يهدف القانون إلى تعزيز الشفافية في القطاع المصرفي، من خلال إلزام المؤسسات المالية بنشر معلومات أكثر تفصيلاً حول أنشطتها المالية.
 - تطوير أدوات السياسة النقدية: يمنح القانون الجديد لبنك الجزائر صلاحيات أوسع في استخدام أدوات السياسة النقدية لتحقيق أهداف الاستقرار المالي .
 - تكييف مع التطورات الدولية: يأخذ القانون في الاعتبار المعايير الدولية في مجال الرقابة المصرفية، ما يهدف إلى تعزيز تكامل النظام المالي الجزائري مع النظام المالي الدولي.
- ومن خلال المقارنة بين قانون النقد والقرض 10-90 والقانون النقدي والمصرفي 09-23 تتضح التطورات التي شهدتها النظام المصرفي الجزائري والأهداف المرجوة من هذا التحديث ونسجل الفروقات التالية:

جدول 2-3 : يوضح الفروقات بين قانون النقد والقرض 10-90 والقانون المصرفي 09-23

القانون النقدي والمصرفي 09-23	قانون النقد والقرض 10-90	تاريخ الإصدار
2023	1990	النطاق
تغطية شاملة للقطاع المصرفي بما في ذلك التكنولوجيا المالية والبنوك الرقمية	يغطي الجوانب الأساسية للقطاع المصرفي	الهدف
تعزيز الاستقرار المالية والشفافية وتطوير القطاع المصرفي	ضمان الاستقرار المالي	التكنولوجيا المالية
يخصص حيزاً كبيراً للتكنولوجيا المالية والبنوك الرقمية	لا يغطي التكنولوجيا المالية بشكل مباشر	حوكمة المؤسسات المالية
يعزز مبادئ الحوكمة الرشيدة ويحدد صلاحيات الهيئات الحاكمة للمؤسسات المالية	يضع قواعد أساسية للحوكمة	

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على قانون النقد والقرض 10-90 والقانون النقدي والمصرفي 09-23

ثانيا: الأهداف الرئيسية لإدارة احتياطي النقد الأجنبي وفقاً للقانون 09-23

- ضمان استقرار سعر الصرف: يساهم الاحتياطي النقدي في دعم استقرار سعر الصرف من خلال توفير السيولة اللازمة للتدخل في سوق الصرف الأجنبي عند الحاجة.
- توفير الحماية من الصدمات الخارجية: يعمل الاحتياطي كوسادة أمان لحماية الاقتصاد من الصدمات الخارجية، مثل تقلبات أسعار السلع أو الأزمات المالية العالمية.
- تمويل العجز في ميزان المدفوعات: يمكن استخدام الاحتياطي لتمويل العجز في ميزان المدفوعات على المدى القصير.
- تعزيز الثقة في الاقتصاد: يساهم الاحتياطي القوي في تعزيز ثقة المستثمرين والمتعاملين الاقتصاديين في الاقتصاد.

ثالثا: آلية بنك الجزائر في تسيير احتياطات الصرف

يقع على عاتق بنك الجزائر وظيفة إدارة الاحتياطات النقد الأجنبي التي يحوزها حصراً وبكل استقلاليته وبالتنسيق مع الحكومة لما لهذا الدور من انعكاسات مهمة على الاقتصاد الكلي حيث يقوم البنك بإدارة الاحتياطات من العملة الأجنبية القابلة للتحويل عن طريق عمليات السوق المفتوحة (بيع وشراء للعملة) واستخدامها في تسوية المعاملات الدولية وعمليات التجارة الخارجية، كما يعمل أيضاً بالحفاظ على استقرار سعر الصرف للعملة المحلية مقابل العملات الأجنبية ومن أهم السياسات المتبعة في هذا الشأن التوظيف والاستثمار في صناديق الأوراق المالية الدولية بمعدل عائد قدره 2% واستثمارها في شكل سندات حكومية ذات جدارة ائتمانية عالية¹ ويعمل بالمقابل على تحقيق عوائد مالية في إدارة حافظة الأوراق المالية في فرص بديلة للاستثمار منخفضة المخاطرة انطلاقاً من ضمان سلامة رأس المال، كما يعمل بنك الجزائر كذلك على تنويع العملات الإرتكازية والمشكلة للاحتياطات والأكثر قبولا في

¹ بوحنيك هدى، دور بنك الجزائر في تسيير العمليات المالية المرتبطة بالخارج، مجلة الباحث-2010/08، ص ص 109-118، ص 116.

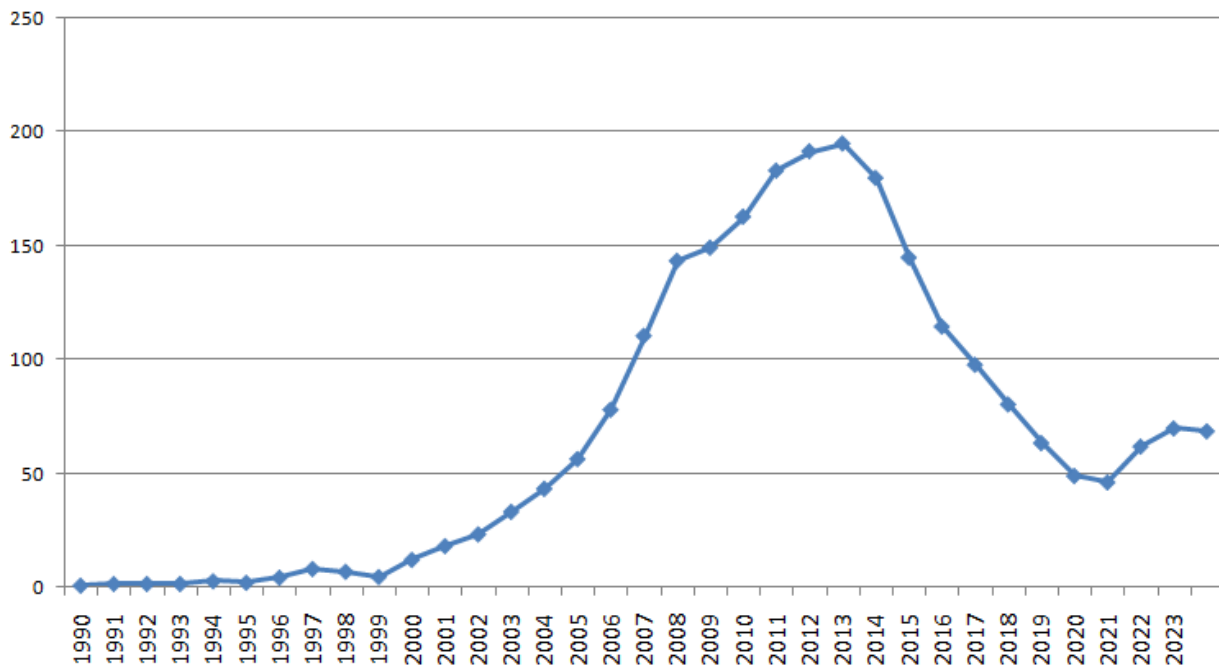
تسوية المدفوعات الدولية وكذا عملات الشركاء التجاريين لتجنب المخاطر الناتجة عن تقلبات أسعار العملات.

المطلب الثاني : تحليل تطور حجم احتياطي الصرف في الجزائر واستخداماته

نتطرق في هذا المطلب لتطور احتياطي الصرف في الجزائر منذ سنة 2000 من خلال استخدام مؤشرات تقليدية لقياس كفاية مستوى الاحتياطات التي تحوزها السلطات النقدية في الجزائر والتي تقع تحت سيطرتها واستخدامها لتحقيق الأهداف العامة للسياسة الاقتصادية.

1- تطور مستوى احتياطي الصرف في الجزائر

الشكل 1/3 : تطور الاحتياطات الدولية دون الذهب في الجزائر 1990-2023



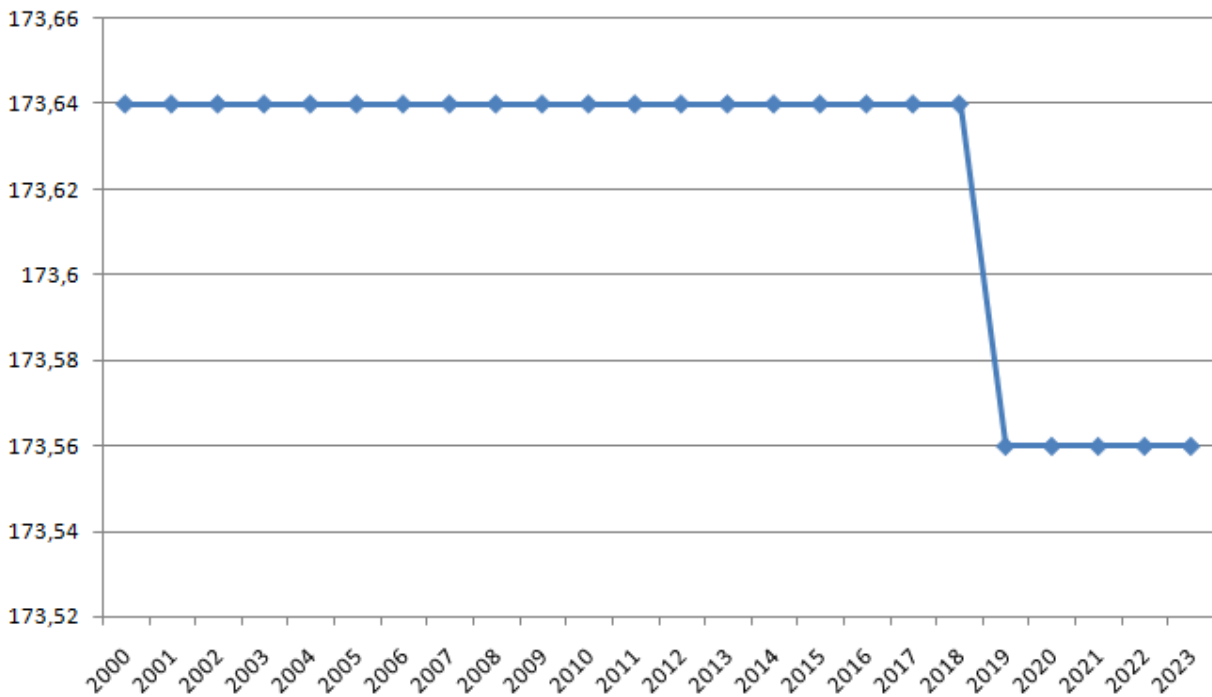
المصدر: من إعداد الطالب بناء على قاعدة بيانات البنك الدولي <https://data.albankaldawli.org>

من زاوية تسيير احتياطات الصرف مقابل نظام الصرف في الجزائر شهدت احتياطات الصرف الرسمية للجزائر تطورا ملحوظا بداية من سنة 2000 بقيمة 11.9 مليار دولار وبوتيرة

الفصل الثالث: طبيعة نظام الصرف وتأثيره على حجم احتياطات الصرف في الجزائر

متصاعدة إلى غاية سنة 2012 حيث سجلت 190 مليار دولار وهي أعلى قيمة سجلتها الاحتياطات في الجزائر منذ الاستقلال وانخفضت سنة 2013 إلى مستوى 164 مليار دولار لتعيد الارتفاع سنة 2014 إلى قيمة 178 مليار دولار، وبعدها تشهد منحى متدهور بداية من 2015 إلى سنة 2021 بسبب تداعيات وصدمات أهمها: الأزمة العالمية سنة 2008، تراجع أسعار النفط منذ سنة 2014، ارتفاع إنتاج الولايات المتحدة الأمريكية من إنتاج النفط الصخري سنة 2015، قرار منظمة أوبك والتي تعتبر الجزائر عضو فيها والذي يقضي بخفض الإنتاج للمحافظة على استقرار الأسعار سنة 2017، جائحة كورونا وتباطؤ النشاط الاقتصادي العالمي سنة 2020، وأخيرا الحرب بين روسيا وأوكرانيا وتقلبات أسعار الطاقة العالمية حيث أثرت كل هذه الأحداث على حجم وتراكم احتياطات الصرف لدى البنك المركزي الجزائري رغم عدم التخلي عن نظام الصرف الرسمي والمتمثل في نظام التعويم المدار (الموجه) منذ سنة 1994.

الشكل 3-2 : تطور احتياطات الذهب في الجزائر 2000-2023 (بالطن)



المصدر: من إعداد الطالب بناء على قاعدة بيانات مجلس الذهب العالمي <https://www.gold.org>

الاحتياطات الذهبية: هي أصول الذهب التي يحتفظ بها أو يسيطر عليها البنك المركزي في البلد كأداة لتنويع احتياطاتها، ويساعد الاحتفاظ بالذهب إلى جانب العملات الأجنبية والأصول الأخرى في توزيع المخاطر

وتحتل الجزائر المرتبة السابعة والعشرون عالميا والثالثة عربيا في احتياطي الذهب بـ: 173,56 طن والذي يمثل 17,1 بالمائة من إجمالي الاحتياطيات، بعد كل من السعودية ولبنان بـ: 323,1 طن و286,8 طن على التوالي.

ولم يواكب البنك المركزي الجزائري بعض الدول التي عززت احتياطها من الذهب خلال سنتي 2022 و2023 بأكثر من 1082 طن و 1037 طن على التوالي وهو أعلى شراء سنوي في التاريخ من طرف البنوك المركزية تتقدمها الصين، بولندا، سنغافورة والهند¹.

ويشير المحللين في تفسير ذلك إلى الرغبة في تنويع الاحتياطيات بالذهب باعتباره أحد الأصول الصلبة بعيدا عن الدولار الأمريكي بسبب تخفيض أسعار الفائدة من طرف بنك الاحتياطي الفدرالي والعجز المالي الضخم والمستمر في الولايات المتحدة الأمريكية والضغط التي يمكن أن تعاني منها عملة الدولار مستقبلا وتهدد بتآكل قيمته الحقيقية والمساهمة في ارتفاع معدلات التضخم بالإضافة إلى المخاطر التي تهدد النظام المالي.

ثانيا: إدارة واستخدامات احتياطي الصرف في الجزائر

وتحقيق مصلحة الاقتصاد الوطني يتم استخدام احتياطيات النقد الأجنبي مجالات متعددة أهمها:

¹ الإحصائيات المالية الدولية لمجلس الذهب العالمي على الموقع الرسمي: <https://www.gold.org>

1- صندوق ضبط الإيرادات: كصندوق داخلي للثروة السيادية يتم توجيه موارده بصفة أساسية لتمويل العجز في الميزانية العامة وتسديد الدين الخارجي وبهدف الحد من مخاطر تقلبات أسعار النفط والطاقة وتأثيرها سلبا على حجم الإيرادات والمدخيل بالعملة الصعبة¹ والتي بدورها تؤثر بصفة مباشرة على تراكم احتياطات الصرف لدى البنك المركزي، كما يفرض تجاوز مستوى الاحتياطات لحد معين إمكانية فصل إدارتها في صندوق مستقل عن الميزانية العمومية للبنك المركزي في شكل صندوق الثروة السيادية² وهي تضم الأرصدة والفوائض الحكومية بالعملة الأجنبية والاحتياطات الدولية للبنك المركزي وتمثل فوائض موازين المدفوعات تراكمت لدى المؤسسات الرسمية وتأخذ أشكال³: فوائض الحكومية عادة ما يديرها البنك المركزي في حسابات خارج ميزانيته العمومية، وأرصدة الحكومة بالعملة الأجنبية كلها ودائع لدى البنك المركزي.

كما يعرف الباحثين أصول صناديق الثروة السيادية بأنها أموال حكومية فائضة تعتبر جزء من الاحتياطات الدولية التابعة للبنك المركزي يتم إقراضها للصندوق باعتباره كيان مالي مستقل، وعادة ما يتم استثمار هذه الأموال استنادا إلى مبادئ المحفظة المثلى مع الاحتفاظ بجزء من هذه الأموال المستثمرة بسيولة عالية أو الاستثمار في الأسهم وهذا ما يدل على عدم تدخل إدارة الصندوق في توجيه السياسة النقدية أو سعر الصرف⁴. وبدلا من ذلك تكون البنوك المركزية ملزمة بتوفير مستوى معين من السيولة لمواجهة متطلبات سعر الصرف فإنها تستثمر جزء من احتياطاتها بشكل أساسي في السندات⁵.

¹ عيساني العارم، دور صندوق ضبط الإيرادات في الحد من المديونية الخارجية بالجزائر خلال الفترة 2000-2015، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد الثالث/مارس 2018، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي الوشريسي، تيسمسيلت، الجزائر، ص 120-131.

² أحمد إبريهي علي، الاقتصاد النقدي وقائع ونظريات وسياسات - الطبعة الثانية، دار الكتب، العراق، 2015، ص 324.

³ أحمد إبريهي علي، مرجع سبق ذكره، ص 326.

⁴ عدنان حسين يونس الخياط وآخرون، اقتصاديات الاحتياطات الدولية، الطبعة الأولى، دار الأيام، 2019، ص 17.

⁵ عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 2009/6، ص 2.

وقد قررت السلطات الجزائرية إنشاء صندوق ضبط الموارد بموجب قانون المالية لسنة 2000 والذي يهدف تجميع وإدارة الجباية البترولية التي تتعدى مستوى تقديرات الميزانية العامة وفق قانون المالية سنويا،

ووفقا لقانون المالية التكميلي لسنة 2000 تم فتح حساب تخصيص خاص رقم 103-302 بعنوان صندوق ضبط الموارد ويكون وزير المالية هو الأمر بالصرف الرئيسي لهذا الحساب والذي تم تعديله بمقتضى قانون المالية لسنة 2004 ويسجل فيه¹:

في باب الإيرادات :

- فوائض القيم الجبائية الناتجة عن مستوى أعلى لأسعار المحروقات على تلك المتوقعة ضمن قانون المالية وكل الإيرادات الأخرى المتعلقة بسير الصندوق.
- تسبيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير النشط للمديونية الخارجية.

و في باب النفقات :

- تعويض ناقص القيمة الناتج عن مستوى إيرادات جبائية بترولية يقل عن تقديرات قانون المالية بشرط أن يكون تمويل عجز الميزانية دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دينار.
- وقد حددت وظائف الصندوق² كما يلي:

- إدارة جزء من إيرادات النفط والطاقة: يساهم الصندوق في تقليل الاعتماد المفرط على دخل النفط والطاقة المتقلبة، وذلك من خلال توظيف جزء من هذه الإيرادات في أصول مالية مختلفة.

¹ محمد مباني، احتياطات الصرف استعمال صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر خلال الفترة 2000-2018، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية، مخبر الصناعات التقليدية لجامعة الجزائر3، المجلد09(العدد01)2020، ص ص 227-246.

² محمد العيد صلوح، عبد الرزاق مولاي لخضر، السايح بوزيد، آليات إدارة احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر للتحوط من تراجع قيمتها الحقيقية خلال الفترة (2000-2015)، مجلة الباحث المجلد 18(01)2018، ص ص 213-224.

- تمويل العجز في الميزانية العامة: في حالة حدوث عجز في الميزانية العامة، يتم اللجوء للصندوق من أجل توفير التمويل اللازم لتغطية هذا العجز، مما يساهم على الحفاظ على استقرار الاقتصاد الكلي¹.

- تمويل المشاريع الاستثمارية: يستثمر الصندوق جزء من أصوله المالية في مشاريع استثمارية طويلة الأجل، كالبنية التحتية والصناعة، بهدف تنويع هيكل الاقتصاد وعدم الاعتماد على قطاع الطاقة فقط.

- تخفيف آثار الصدمات الاقتصادية: يسمح الصندوق بتخفيف الآثار السلبية للصدمات الاقتصادية، مثل انخفاض أسعار النفط أو الأزمات المالية العالمية، وذلك من خلال توفير احتياطي مالي يمكن اللجوء إليه في حالة الظروف الاقتصادية الحرجة.

- ضمان استدامة المالية العامة: يسعى الصندوق إلى ضمان استدامة المالية العامة على المدى الطويل، وذلك من خلال إدارة الأموال المستثمرة بشكل حذر وتحقيق عوائد مناسبة.

- المقارنة بين صندوق ضبط الإيرادات واحتياطات الصرف

بسبب وجود العديد من أوجه التشابه بين صندوق ضبط الإيرادات واحتياطات الصرف نلخص المقارنة بينهما كما يلي:

الجدول 3-3 : جدول يقارن بين صندوق ضبط الإيرادات واحتياطات الصرف

أوجه التشابه		
احتياطات الصرف	صندوق ضبط الإيرادات	
	إيرادات النفط والطاقة	المصدر
	-مواجهة الصدمات الخارجة الناتجة عن انخفاض أسعار النفط والطاقة -ادخار مالي للأجيال المستقبلية	الهدف
	-تأثر بانخفاض قيمة العملة الوطنية	قيمة العملة الوطنية
أوجه الاختلاف		
احتياطات الصرف	صندوق ضبط الإيرادات	

¹ عيساني العارم، دور صندوق ضبط الإيرادات في الحد من المديونية الخارجية بالجزائر خلال الفترة 2000-2015، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد الثالث/مارس 2018، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي الوشريسي، تيسمسيلت، الجزائر، ص ص 120-131.

الفصل الثالث: طبيعة نظام الصرف وتأثيره على جمع احتياطات الصرف في الجزائر

الطبيعة	-حساب تخصيص خاص لدى الخزينة العمومية	-أصول خارجية لبنك الجزائر للتوسع النقدي
الإشياء	-موجب قانون المالية	-قيد في ميزان المدفوعات للدولة باعتبار وجود تدفقات مالية وتجارية بين المقيمين وغير المقيمين
الهيئة المسيرة	-السلطة التنفيذية-وزير المالية- الأمر بالصرف الرئيسي لتسيير موارد الصندوق.	-مستقل عن السلطة التنفيذية.
الموارد	-موارد مقومة بالعملة الوطنية	-موارد مكونة من العملات الصعبة المختلفة، الذهب النقدي، حقوق السحب الخاصة، وأصول أخرى.
مصدر الموارد	-فائض الجباية البترولية الناشئة عن الفرق بين السعر الفعلي السائد لأسعار النفط والطاقة والسعر المرجعي المعتمد في قانون المالية.	-تراكم فوائض ميزان المدفوعات من سنة لأخرى.

المصدر: محمد مباني، احتياطات الصرف استعمال صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر خلال الفترة 2000-2018، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية، مخبر الصناعات التقليدية لجامعة الجزائر3، المجلد09(العدد01)/2020.

- تطور وضعية صندوق ضبط الإيرادات

نستعرض في الجدول أدناه تطور أرصدة الصندوق وتطور حصيلة فائض الجباية البترولية وفق السعر المرجعي لأسعار النفط ومختلف أمط الاقتطاعات التي يمكن لوزارة المالية أن تستخدمها في هذه الأرصدة كتسديد قروض البنك المركزي و اقتطاع الدين العام وتمويل عجز الميزانية العامة وهذا ما يؤثر على تراكم أرصدة الصندوق.

الفصل الثالث: طبيعة نظام الصرف وتأثيره على جمع احتياطات الصرف في الجزائر

الجدول 4/3 : تطور وضعية صندوق ضبط الإيرادات خلال الفترة 2000-2022 (مليون دينار)

السنوات	الرصيد	الفائض	المتاحات قبل الإقتطاع	مجموع الاقتطاعات	الرصيد بعد الإقتطاع
2000	0	453237	453237	221100	232137
2001	232137	123864	356001	184467	171534
2002	171534	26504	198038	170060	27978
2003	27978	448914	476892	156000	320892
2004	320892	623499	944391	222703	721688
2005	721688	1368836	2090524	247838	1842686
2006	1842686	1798000	3640686	709641	2931045
2007	2931045	1738848	4669893	1454363	3215530
2008	3215531	2288159	5503690	1223617	4280073
2009	4280072	400675	4680747	364282	4316465
2010	4316465	1318310	5634775	791938	4842837
2011	4842837	2300320	7143157	1761455	5381702
2012	5381702	2535309	7917001	2283260	5633751
2013	5633751	2062231	7695982	2132471	5563511
2014	5563511	1810320	7373831	2965672	4408159
2015	4408159	552192	4960351	2886505	2073846
2016	2073846	98550	2172396	1387938	784458
2017	784458	0	784458	784458	0
2018	0	437412	437412	131912	305500
2019	305500	0	305500	0	305500
2020	305500	526854	832354	832354	0
2021	0	682104	682104	0	682104
2022	682104	2295754	2977858	1011265	1966593

المصدر: من إعداد الباحث بناء على تقارير وزارة المالية، <http://dgpp.mf.gov.dz>

من خلال هذه البيانات التي توضح أرصدة صندوق ضبط الإيرادات، يتضح أن اتجاه قيم متاحات الصندوق قبل الاقتطاع شهدت انخفاضا قبل سنة 2005 ثم بعدها عرفت ارتفاعا ملحوظا إلى غاية سنة 2014 وتسجل أعلى قيمة لها في هذه السنة وبعدها عادت للانخفاض مرة أخرى بين سنتي 2015 و2019، حيث نستنتج وجود ارتباط وعلاقة طردية بين أسعار النفط والطاقة وبين تراكم أرصدة صندوق ضبط الإيرادات ونسجل كذلك تأثير وانخفاض هذه الأرصدة بتراجع الأسعار في سنة 2014 وتباطؤ النشاط الاقتصادي العالمي في سنة 2019 بسبب آثار جائحة كورونا. كما نسجل ارتفاع في مجموع الاقتطاعات من أرصدة

الصندوق بين سنتي 2011 و2016 بسبب اللجوء الكبير الحكومة إلى تمويل عجز الميزانية خلال هذه الفترة وقد وضع وزير المالية¹ حول هذه التذبذبات المتعلقة بتطور أرصدة الصندوق مقابل مجموع الاقتطاعات يتعلق بحجم عجز الميزانية حيث أكد أن العجز الحقيقي للرصيد الإجمالي للخزينة يختلف عن العجز التقديري المتوقع في قانون المالية لأن مستوى تنفيذ النفقات يكون أقل من النفقات المتوقعة في حين أن الإيرادات المتوقعة يتم تحصيلها بشكل كامل.

2- إدارة وتسوية الديون الخارجية

شكلت المديونية الخارجية ظروف اقتصادية صعبة في العديد من فترات الاقتصاد الجزائري خصوصاً منذ الحصول على قرض صندوق النقد الدولي بداية من سنة 1994 ولم تتعافى الوضعية الاقتصادية من الآثار السلبية لخدمات الدين وحالات عدم استقرار المؤشرات الاقتصادية إلى غاية التسوية النهائية والدفع المسبق لقيمة الديون الخارجية بين سنتي 2005 و2007 لتحقيق مزايا² تتمثل أساساً في استقلالية القرار السياسي الوطني وتحقيق الأمن المالي، تقليص تعرض الاقتصاد الجزائري لمخاطر تقلبات العملات التي تشكل النقد الأجنبي لدى بنك الجزائر³، وتجنب التأثيرات السلبية لعدم استقرار الاقتصاد العالمي، الاستغلال العقلاني للموارد المالية الوطنية المتاحة، حيث انتقل حجم المديونية من حوالي 25 مليار دولار سنة 2000 إلى 17 مليار سنة 2005 ثم تراجعت بشكل كبير بداية من سنة 2007 بأقل من 5,9 مليار وصولاً إلى 3,1 مليار سنة 2021. وخلال فترة تراجع الديون الخارجية شهدت الخزينة العمومية انتعاشاً ملحوظاً بسبب ارتفاع أسعار النفط بين سنتي 2007 و2016 التي تجاوزت 100 دولار. للبرميل ما ساهم في ارتفاع مستوى الاحتياطات الدولية لدى بنك الجزائر وارتفاع أرصدة صندوق ضبط الإيرادات ما سمح بتمويل برامج التنمية الاقتصادية.

كم تم اتفاق الجزائر مع العديد من الدول أهمها إسبانيا، إيطاليا وفرنسا على تحويل الدين الخارجي إلى استثمارات وإدراج بند التحويل ضمن اتفاقيات إعادة الجدولة لدى نادي

¹ مقال بعنوان: مداخيل صندوق ضبط الإيرادات ستقارب 1800 مليار دج في 2023، موقع وكالة الأنباء الجزائرية

² <https://www.aps.dz/ar/economie/152686-1800-2023> ، بتاريخ 2023/11/29

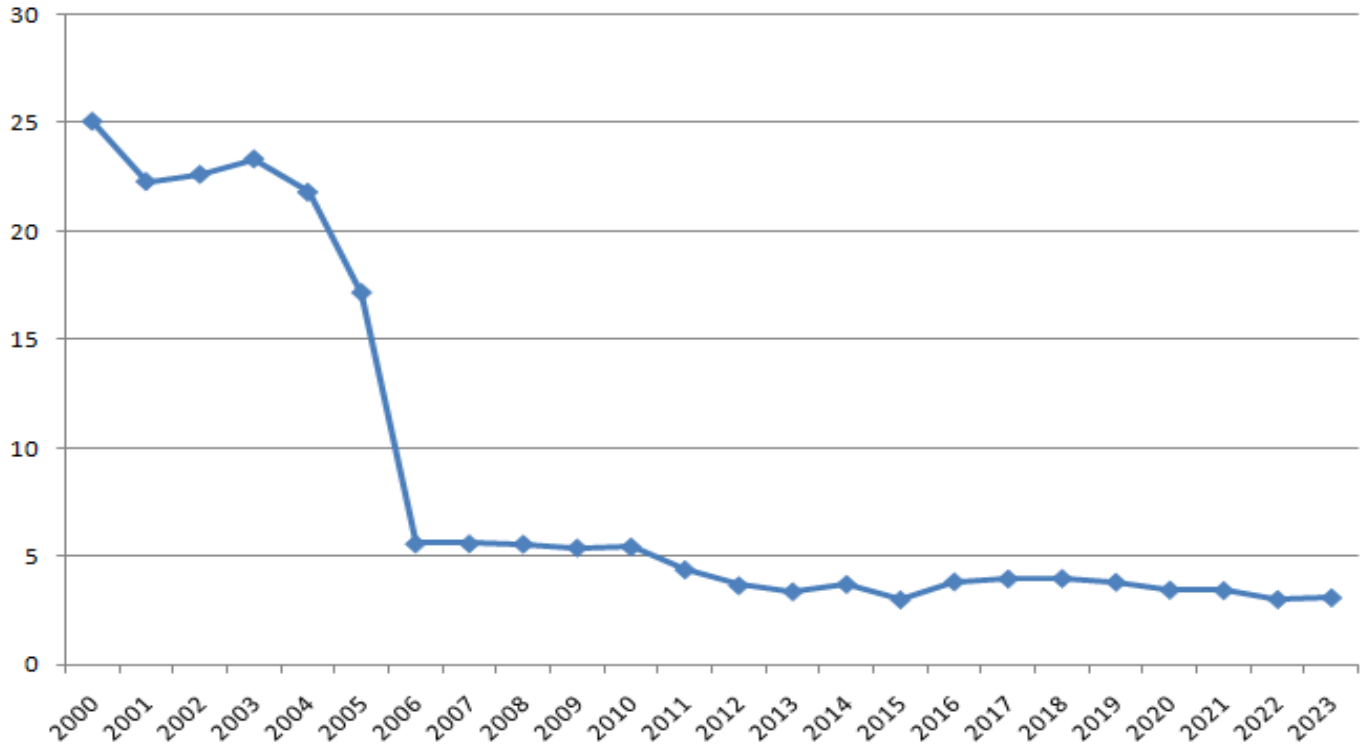
³ المجلة 01 - العدد - سنة 2012، ص ص 99-112.

³ شاعة عبد القادر، المديونية الخارجية للدول النامية بين إعادة الجدولة والدفع المسبق مع إشارة لحالة الجزائر، مجلة الأبحاث الاقتصادية لجامعة سعد دحلب البلدية-العدد 04/ديسمبر 2010 ص ص 177-188، ص 185.

باريس في سنة 2002 مع السماح بتحويل أرباح المشاريع المنجزة في إطار تحويل المديونية وتستفيد بذلك الجزائر من هذه العملية من تخفيض للمديونية الخارجية¹.

الشكل 3/3 : يوضح المنحنى حجم الديون الخارجية في الجزائر

خلال الفترة 2000-2023 (مليار دولار)



المصدر: من إعداد الباحث بناء على تقارير وزارة المالية، <http://dgpp.mf.gov.dz>

ثالثاً: تمويل برامج الإنعاش الاقتصادي: في إطار تخصيص اعتمادات مالية موجهة لتمويل برامج التنمية الاقتصادية للجزائر شهدت العقدين الماضيين تسطير مجموعة من السياسات التنموية بما يتوافق وأهداف كل مرحلة و إمكانيات تمويلها² وتمثلت فيما يلي:

- برنامج دعم الإنعاش الإقتصادي¹ PSRE (2001-2004): ويعتبر هذا البرنامج بمثابة رد فعل على التقلبات في أسعار النفط يهدف إلى تحقيق نمو اقتصادي سريع بالاستثمار في

¹ عادل بونحاس، دور استراتيجية التحويل والدفع المسبق للديون في تخفيض حجم المديونية العمومية في الجزائر، دفاثر البحوث العلمية، المجلد9، العدد1، السنة 2021، 577-589.

² هدى بن محمد، عرض وتحليل البرامج التنموية في الجزائر خلال الفترة 2001-2019، مجلة كلية السياسة والاقتصاد، العدد الخامس، يناير 2020.

البنية التحتية والمشاريع الكبرى وموجها لدعم المؤسسات الاقتصادية والأنشطة الإنتاجية الزراعية، وقطاع الموارد والنقل والتنمية المحلية وتنمية وتأهيل الموارد البشرية حيث تم تخصيص تمويل أولي لتجسيد البرامج المسطرة في هذه الفترة باعتماد مالي يقدر بـ 525 مليار دينار (7مليار دولار أمريكي)، وبعد إعادة تقييم المشاريع المبرمجة وإضافة مشاريع أخرى قدر حجم التمويل النهائي بـ 1216 مليار دينار (16 مليار دولار).

- البرنامج التكميلي لدعم النمو² PCSC (2009-2005): استهدف هذا البرنامج تعزيز المكتسبات التي حققها البرنامج السابق والتركيز على مشاريع ذات قيمة مضافة عالية، حيث تم تخصيص إعتمادات مالية أولية تقدر بـ 7489 مليار دينار (98 مليار دولار) موجه لتجسيد برنامجي الجنوب والهضاب العليا وبرنامج لامتصاص السكن الهش، وبعد إعادة تقييم للمشاريع الجارية خلال هذه الفترة وإضافة تمويلات أخرى قدر حجم التمويل النهائي لهذا البرنامج بـ 9680 مليار دينار (130 مليار دولار).

- برنامج دعم النمو الاقتصادي³ PCCE (2014-2010) : حيث قدرت الإعتمادات المالية الأولية بـ 11534 مليار دينار (155 مليار دولار) وهو تمويل رئيسي لاستكمال المشاريع الكبرى الجارية خلال هذه الفترة خصوصا قطاعات السكة الحديدية بالإضافة إلى مشاريع جديدة وتشجيع إنشاء مناصب الشغل.

- برنامج توطيد النمو الاقتصادي⁴ PACE (2019-2015): سعى هذا البرنامج إلى مواجهة التحديات التي فرضتها انخفاض أسعار النفط بداية من سنة 2014، من خلال تنويع الاقتصاد وتشجيع الاستثمار الخاص كما أدى بالسلطات العمومية إلى تبني عدة إصلاحات في مجال المالية والمحاسبة

¹ دلال بن سمينة، عزيزة بن سمينة، دراسة تحليلية تقييمية لبرامج الانتعاش الاقتصادي المعتمدة في الجزائر خلال الفترة (2001-2014)، مجلة العلوم الانسانية-جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد46، مارس 2017، ص ص 285-298.

² كريمة حبيب، عادل زقير، إشكالية تنويع الاقتصاد الجزائري وإرساء النمو المستدام بين برامج الإنعاش والرؤية الجديدة للنمو في آفاق 2030، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، جامعة الشهيد حمدة لخضر، الوادي، الجزائر، العدد5، ديسمبر2018، ص ص 112-129.

³ محمد العيد صلوح، عبد الرزاق مولاي لخضر، السايح بوزيد، آليات إدارة احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر للتحوط من تراجع قيمتها الحقيقية خلال الفترة (2000-2015)، مجلة الباحث المجلد 18(01)/2018، ص ص 213-224.

⁴ دلال بن سمينة، عزيزة بن سمينة، دراسة تحليلية تقييمية لبرامج الانتعاش الاقتصادي المعتمدة في الجزائر خلال الفترة (2001-2014)، مجلة العلوم الانسانية-جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد46، مارس 2017، ص ص 285-298.

الفصل الثالث: طبيعة نظام الصرف وتأثيره على جمع احتياطات الصرف في الجزائر

العمومية أهمها غلق جميع حسابات التخصيص المسجلة خارج الميزانية والمبادرة بإصلاح ميزانياتي من خلال القانون العضوي 15/18 الخاص بقوانين المالية الذي كرس تغييرا جذريا في الحوكمة المالية وميزانية الدولة باعتماده على النجاعة وشفافية التسيير والمعلومة المالية.

- النموذج الجديد للنمو الاقتصادي¹ 2016-2030: يتضمن هذا النموذج برنامج الفترة السابقة والتي تمثل توطيد النمو الاقتصادي كما يهدف لتنويع الاقتصاد الجزائري وخفض الاعتماد على صادرات النفط والذي يركز على:

- تحسين عائدات الجباية العادية بهدف تغطية نفقات التسيير.
- تقليص عجز الموازنة العامة من خلال تعبئة موارد إضافية ضرورية في السوق المالية الداخلية.
- تحفيز القطاع الخاص على الاستثمار خارج قطاع المحروقات.
- إصلاح المنظومة المصرفية وتطوير سوق الأوراق المالية.
- تنويع الاقتصاد الجزائري وتحريره من التبعث المفرطة للمحروقات.
- تحديث القطاع الزراعي لتحقيق الأمن الغذائي للبلاد والتوجه نحو التصدير.
- إصلاح النظام الضريبي لتحقيق مزيد من الإيرادات وتقليص الاعتماد على صادرات الطاقة في ظل تراجع أسعار النفط وآثارها السلبية على النشاط الاقتصادي².
- تحسين عمليات تحصيل الضرائب ومواصلة ترشيد الإنفاق العام.

ويجسد هذا البرنامج وفق ثلاث مراحل³ هي:

- المرحلة الأولى 2016-2019: وهي مرحلة الإقلاع يتم فيها التركيز على تطوير وزيادة القيمة المضافة لمختلف القطاعات.

- المرحلة الثانية 2020-2025: وهي مرحلة انتقالية يتم من خلالها تجسيد إمكانية اللحاق

بركب الاقتصاد.

¹ وافي ناجم و جلالية عبد الجليل، نموذج النمو الاقتصادي مسعى لتنويع مصادر النمو الاقتصادي في الجزائر، مجلة الحوار الفكري، مجلد 15/العدد 2 (2020)، ص 1-18.

² كريمة حبيب، عادل زقير، اشكالية الاقتصاد الجزائري وارئاء النمو المستدام بين برامج الانعاش والرؤية الجديدة للنمو في آفاق 2030، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، العدد 5-ديسمبر 2018، ص 112-129، ص 127.

³ الجزائر تعلن رسميا تفاصيل نموذجها الجديد للنمو الاقتصادي حتى 2030، مقال اقتصادي بموقع وكالة أناضول، <https://www.aa.com.tr/ar>

- المرحلة الثالثة 2026-2030 : مرحلة استغلال كل الإمكانيات المتاحة.

كما يمكن أن يتآكل احتياطات النقد الأجنبي¹ بسبب العديد من العوامل التالية:

- انخفاض أسعار الصرف لسلة العملات التي تتكون منها الاحتياطات؛
- اختلاف عملة الدفع عن عملة التحصيل في معاملات التجارة الخارجية؛
- ارتفاع نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الدين الخارجي؛
- تعدد الشركاء التجاريين والمتعاملين الأجانب ما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف المعاملات المالية الخارجية للبلد؛
- ارتفاع فاتورة الواردات؛
- عدم تنوع مصادر الإيرادات خارج المحروقات والتركيز على مداخل قطاع الطاقة؛

ثالثا: أهمية دعم الاحتياطات الدولية في الجزائر

تعتبر الاحتياطات الدولية من أهم الأدوات التي تستخدمها الدول لتحقيق الاستقرار الاقتصادي والمالي، خاصة في مواجهة الصدمات الخارجية. في حالة الجزائر، التي تعتمد بشكل كبير على عائدات النفط والغاز، فإن دعم الاحتياطات الدولية يكتسي أهمية إستراتيجية لضمان استمرارية النمو الاقتصادي وتلبية الاحتياجات المالية للبلاد.

وتكتسي الاحتياطات الدولية في الجزائر أهمية بالغة لتحقيق ما يلي:

- توفير السيولة: تلعب الاحتياطات الدولية دورًا حيويًا في توفير السيولة اللازمة لتسوية المديونية الخارجية، وتغطية العجز في ميزان المدفوعات، ودعم الاستثمارات.
- تعزيز الثقة: مستوى الاحتياطات الدولية يعكس قوة الاقتصاد الجزائري ويؤثر على ثقة المستثمرين والمؤسسات المالية الدولية في قدرة الجزائر على الوفاء بالتزاماتها المالية.
- تخفيف آثار الصدمات: تساعد الاحتياطات الدولية في تخفيف آثار الصدمات الخارجية مثل تقلبات أسعار النفط، والكوارث الطبيعية، والأزمات المالية العالمية.

¹ بوشريط كمال، احتياطي النقد الاجنبي وعلاقته بسعر الصرف، مجلة الأبحاث الاقتصادية لجامعة البليدة 2، العدد 10 (جوان 2014) ص 50.

- توفير مرونة في السياسة النقدية: تسمح الاحتياطات الدولية للبنك المركزي بتنفيذ سياسات نقدية أكثر مرونة للحفاظ على استقرار الأسعار وتحقيق الأهداف الاقتصادية.

كما تعمل السلطات النقدية في الجزائر على تنفيذ العديد من السياسات كآليات للحفاظ على قيمة الاحتياطات الدولية وتنميتها وتنويع قنوات تراكمها نذكر منها:

1. **زيادة عائدات النفط والغاز:** تعتمد الجزائر بشكل كبير على عائدات المحروقات في تمويل الميزانية وتلبية احتياجات واستقرار الاقتصاد الجزائري وبذلك فهي تعمل في هذا الاتجاه على تشجيع الشركات النفطية على الاستثمار في الجزائر وتطوير البنية التحتية لقطاع الصناعة والطاقة والمناجم والبحث عن أسواق جديدة للتصدير بأفضل الأسعار من خلال متابعة أسعار السوق العالمية وتطبيق آليات تسعير تتناسب مع التغيرات في قوى السوق بين العرض والطلب للحصول على أفضل عائد ومن جهة أخرى العمل على الانتقال للطاقات المتجددة ومسايرة التغيرات العالمية كتطوير الهيدروجين بهدف تنويع مصادر الدخل.

2. **ترشيد الواردات:** تواجه الجزائر تحديات تتطلب اتخاذ إجراءات حازمة لترشيد ميزانية الواردات وتعزيز الإنتاج المحلي حيث تعمل على تقليل الضغط على الاحتياطي النقد الأجنبي باعتباره العامل الأساسي في الحفاظ على الاستقرار المالي للحد من الواردات وبالمقابل دعم الصناعة المحلية بتشجيع الإنتاج المحلي وتقليل الاعتماد على المنتجات المستوردة واتخذت السلطات في هذا الشأن ضبط وتأطير عمليات الاستيراد، تسهيل الإجراءات الجمركية للمصدرين، تقديم حوافز للمستثمرين تتعلق بالضرائب والتسهيلات العقارية¹...

كما يدعو الباحثين السلطات الجزائرية إلى تنظيم التجارة الخارجية وإخضاعها للرقابة وتبني ما يسمى بسياسة "الإسقاط" والتي تعتمد على العديد من الدول المتقدمة والنامية كالصين والأردن، لما لها من دور فعال في تطوير الصناعات المحلية والتي بدورها تكبح حجم

¹ غربي أحمد، ركي أحسن، آليات دعم الاحتياطات الدولية الجزائرية في ظل تراجع أسعار المحروقات خلال الفترة 2008-2015، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2016/10 ص16.

الواردات وتوسع حجم الصادرات وهي أن تقوم الحكومة دوريا بمنع استيراد أو اقتناء قائمة من السلع والعلامات التجارية وتعويضها بالمنتج الوطني

3. **ضبط المالية العامة:** لتجاوز صعوبات تقدير الميزانية العامة للجزائر عملت السلطات على اتخاذ مجموعة من الإجراءات تهدف لتقليص العجز المالي، ترشيد النفقات وتعزيز الشفافية حيث في بادرت بإصلاحات مالية هيكلية بمراجعة قانون المالي، إصلاح نظام الضرائب وإصلاح المؤسسات المالية لتقوية استقلالية البنك المركزي ومن جانب ترشيد النفقات تم تقليص الدعم الممنوح لقطاع الطاقة والمحروقات والتركيز على المشاريع الاستثمارية الكبرى ذات الأولوية في تنوع مصادر الدخل مستقبلا وهذا بالتوازي مع مكافحة الفساد وتعزيز آليات الرقابة.

4. **تشجيع التحويلات المالية للجزائر:** نفذت الحكومة سياسات مختلفة لتسهيل وتعزيز التحويلات المالية، بهدف تعزيز النمو الاقتصادي وتعزيز التنمية في البلاد، وتشمل هذه الإجراءات خفض رسوم على المعاملات، وتحسين البنية التحتية المصرفية، وتشجيع استخدام المنصات الرقمية للتحويلات، والتي تهدف بشكل جماعي إلى زيادة تدفق الأموال إلى الاقتصاد المحلي وهذا ما يعتبر كآلية لدعم الاحتياطات الدولية في الجزائر وخلق قنوات إضافية تعمل على تعزيز مستوى الاحتياطات من النقد الأجنبي وتقليل الضغط على ميزان المدفوعات.

5. **صندوق ضبط الموارد:** يمثل إنشاء صناديق السيادية أو الاحتياط لتغطية العجز في الميزانية العام أو اللجوء إلى استخدام هذه الأرصدة في حالة الأزمات استراتيجيات فعالة بالنسبة للدول النفطية على غرار الجزائر والتي بدأت هذه التجربة منذ سنة 2000 واستفادت من ارتفاع أسعار النفط خلال فترات متفاوتة لتسوية ودفع الديون الخارجية التي أثقلت الاقتصاد الجزائري بتكاليف خدمات الدين.

6. تنوع هيكل الاقتصاد الجزائري: لقد اتخذت الحكومة الجزائرية سلسلة من الإجراءات والخطط بهدف تنويع الاقتصاد بعيدا عن الاعتماد الكبير على عائدات النفط والمحروقات حيث تهدف هذه الجهود إلى بناء اقتصاد أكثر قدرة على مواجهة تقلبات الأسواق العالمية خصوصا العمل على تشجيع الصادرات خارج المحروقات وتخفيض الإنفاق الحكومي والدفع بالقطاع الخاص للمبادرة والاستثمار في القطاعات الإستراتيجية والمنتجة لخلق الثروة وتجنب استنزاف احتياطات النقد الأجنبي¹.

7. ترقية التعاملات البينية مع الدول العربية والإفريقية: لا تزال معدلات التجارة البينية للجزائر مع الدول العربية والإفريقية تسجل معدلات ضعيفة وهذا ما يتطلب المزيد من الجهود وتفعيل منطقة التبادل العربي الحر² GZALE والتي تعتبر إطار لتطوير ودعم المبادلات الاقتصادية فيما بين البلدان العربية لتسهيل المبادلات التجارية بين الدول العربية و التي تمت المصادقة عليها في تونس بتاريخ 10 فيفري 1981، و تماشياً مع سياسة الانفتاح التجاري التي انتهجتها الجزائر ابتداء من سنة 2000، انضمت رسمياً إلى الاتفاقية في الفاتح من جانفي 2009. كما أنظمت الجزائر إلى منطقة التبادل الحرة القارية الإفريقية³ ZLECAF في 28 فيفري 2020 والتي تعتبر اتفاقية ذات أهمية بالغة لتعزيز التكامل الاقتصادي الإفريقي لتجارة السلع والخدمات، كما تراهن الجزائر على مراجعة اتفاقية الشراكة مع المجموعة الأوروبية AAAUE والتي تراها الجزائر أنها محففة في حقها ولم تحقق أهدافها لتطوير علاقات التعاون بين الاتحاد الأوروبي وبلدان الضفة الجنوبية للبحر الأبيض المتوسط وإنشاء منطقة ازدهار مشتركة على المدى الطويل.

¹ آمنة سداوي، توفيق بن الشيخ، إدارة وتراكم احتياطات الصرف الأجنبي كخيار استراتيجي لتحقيق التنوع الاقتصادي بالدول النفطية للفترة 2000-2019 دراسة قياسية باستخدام نماذج بيانات البائل، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 9 العدد 01-جوان 2022، ص 577-595، ص 591.
² مرسوم رئاسي رقم 04-223 المؤرخ في 3 أوت 2004 المصادقة على اتفاقية تسيير وتنمية التبادل التجاري بين الدول العربية (جريدة رسمية رقم 49/2004)
³ جهاد أزغور، أبيببيه أمرو سيلاسي، الطريق إلى التكامل التجاري، مجلة التمويل والتنمية، سبتمبر 2023، ص 62.

من خلال تحليل هذه الآليات يرى الباحثين أن أنه توجد ثلاث محاور رئيسية تتطلب التدخل بشكل عاجل لتهيئة بيئة مناسبة لتطبيق حلول أخرى والحد من استنزاف احتياطي النقد الأجنبي في الجزائر وهي تتعلق أولاً: بملف الدعم الحكومي وضرورة العمل على تطبيق سياسة الدعم الموجه حيث بلغ مستوى تمويل قياسي من ميزانية الدولة يقارب 20 بالمائة وبفاتورة تقدر بـ: 20 مليار دولار ترهق الاقتصاد الوطني وتمل من احتياطي الصرف، ثانياً: ضرورة مواجهة الفساد المالي والإداري باعتباره يكلف خزينة الدولة مبالغ كبيرة، وثالثاً: القضاء على السوق الموازية والتي يتجاوز حجمها 3000 مليار دينار بالإضافة إلى إعادة ضخ الأموال المكتنزة خارج النظام الجهاز المالي الرسمي.

المطلب الثالث: تحليل مدى كفاية احتياطي الصرف في الجزائر

أولاً: مقاييس كفاية احتياطي الصرف

إن قياس كفاية مستويات الاحتياطات التي يحوزها بنك الجزائر يتطلب تقييم وفق المعايير والمقاييس الدولية ووفق المبادئ التوجيهية لصندوق النقد الدولي أهمها¹:

- نسبة تغطية الاحتياطات للواردات معبر عنها بالأشهر،
- نسبة تغطية الاحتياطات للديون الخارجية،
- الاحتياطات كنسبة من الكتلة النقدية M2،
- نسبة تغطية الاحتياطات لودائع غير المقيمين لدى الجهاز المصرفي،

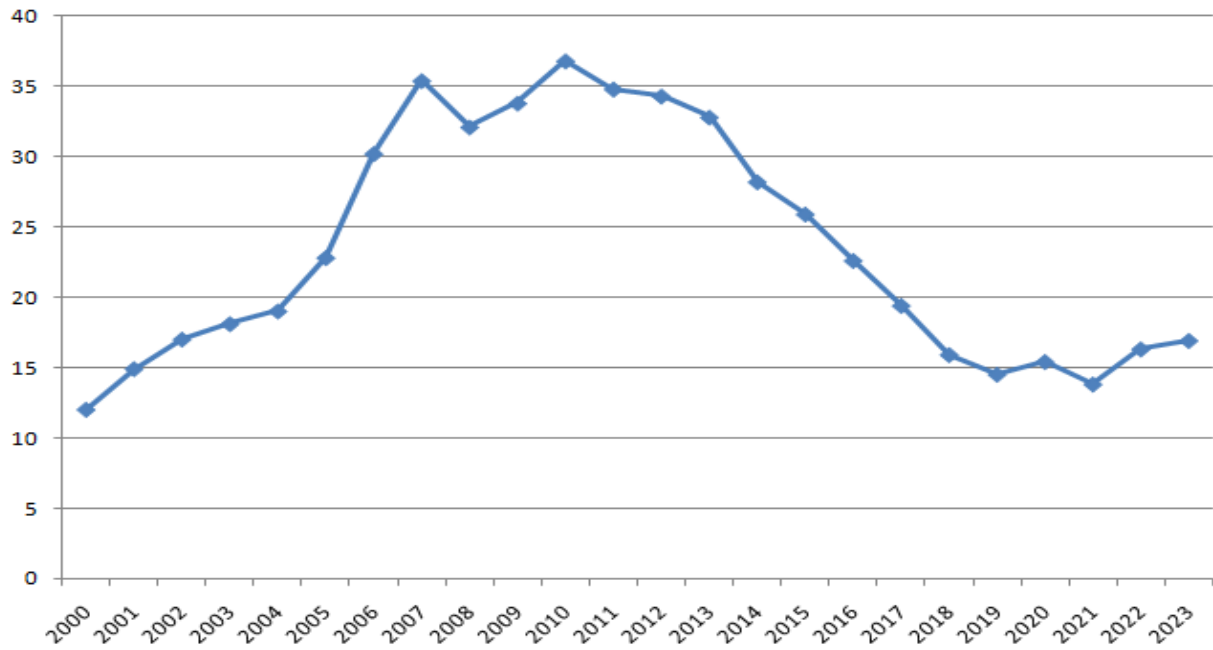
رغم أهمية هذا المؤشر إلا أن صعوبة قياسه تتعلق بعدم توفر البيانات الرسمية لحجم ودائع غير المقيمين بالعملة الصعبة لدى الجهاز المصرفي في الجزائر.

1. نسبة تغطية الاحتياطات للواردات بالأشهر

يوضح الشكل والجدول أدناه البيانات الخاصة بمدى تغطية الاحتياطات لحجم الواردات معبر عنها بدلالة عدد أشهر الاستيراد في الجزائر

¹ محمد ترقو، المستوى الأمثل لاحتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر-دراسة قياسية، مجلة معارف المجلد 17/العدد 2 (ديسمبر 2022)، ص 401-419.

الشكل 3-4 : تطور الاحتياطات بدلالة عدد أشهر الاستيراد في الجزائر للفترة 2000-2023



المصدر: من إعداد الطالب بناء على قاعدة بيانات مؤشرات التنمية العالمية لمجموعة البنك الدولي
<https://data.albankaldawli.org>

2. نسبة تغطية الاحتياطات للديون الخارجية،

جدول 3-5 : إجمالي الاحتياطات (% من إجمالي الدين الخارجي) في الجزائر للفترة 2000-2022

السنوات	نسبة مئوية	السنوات	نسبة مئوية
2000	53.2	2012	3636.7
2001	86.3	2013	3840.1
2002	109.2	2014	3375.2
2003	149.2	2015	3223.8
2004	203.8	2016	2211
2005	346.4	2017	1837.3
2006	1380.9	2018	1530.2
2007	1875.4	2019	1307.2
2008	2373.2	2020	1147.9
2009	2092.1	2021	761.8
2010	2350.2	2022	1007.9
2011	3161.2		

المصدر: من إعداد الطالب بناء على قاعدة بيانات مؤشرات التنمية العالمية لمجموعة البنك الدولي
<https://data.albankaldawli.org>

3. الاحتياطات كنسبة من الكتلة النقدية M2

يعتبر تقاس كفاية الاحتياطات من النقد الأجنبي مقابل الكتلة النقدية أداة مهمة لصناعي السياسات الاقتصادية والمستثمرين لتقييم مدى قدرة الدولة على مواجهة الصدمات الاقتصادية والتحديات الخارجية للحفاظ على استقرار العملة، حيث يعبر المعروض النقدي على مجموع العملة خارج البنوك، والودائع تحت الطلب والودائع لأجل، والمدخرات، والودائع بالعملة الأجنبية للقطاعات المقيمة والشيكات المصرفية والسياحية؛ والأوراق المالية مثل شهادات الإيداع القابلة للتداول والأوراق التجارية

يوضح الجدول أدناه البيانات الخاصة بنسبة المعروض النقدي بمعناه الواسع إلى إجمالي الاحتياطات من النقد الأجنبي في الجزائر.

جدول 6/3 : نسبة المعروض النقدي إلى إجمالي الاحتياطات في الجزائر للفترة 2000-2022

السنوات	نسبة مئوية %	السنوات	نسبة مئوية %
2000	1.5	2012	0.7
2001	1.6	2013	0.7
2002	1.4	2014	0.9
2003	1.2	2015	0.9
2004	1.1	2016	1.0
2005	0.9	2017	1.3
2006	0.8	2018	1.6
2007	0.8	2019	1.9
2008	0.7	2020	2.4
2009	0.6	2021	2.6
2010	0.7	2022	2.2
2011	0.7	2023	2.2

المصدر: من إعداد الطالب بناء على قاعدة بيانات مؤشرات التنمية العالمية لمجموعة البنك الدولي <https://data.albankaldawli.org>

إن مستوى الاحتياطات الأمثل يمكن أن يكون حساساً لأساسيات الدولة وأنظمة أسعار الصرف، ويجب معايرة النموذج بعناية لتقييم احتياجات كل دولة. ونتيجة لذلك، فإن القواعد

العامة مثل الاحتفاظ باحتياطات تعادل ثلاثة أشهر من الواردات لا يمكن أن تعطي سوى معايير غير دقيقة. تشير الدراسات أيضًا إلى أن الاحتياطات توفر حلاً مؤقتًا وجزئيًا فقط للضعف الناجم عن افتقار البلدان المنخفضة الدخل إلى التنوع الاقتصادي وضعف الأطر السياسية والمؤسسية. لتقليل المخاطر بشكل دائم، تحتاج البلدان إلى تنفيذ إصلاحات اقتصادية تعالج هذه القضايا بشكل مباشر. وعليه، فإن تعزيز أطر السياسات، وزيادة مرونة أسعار الصرف، وتنويع الاقتصاديات، من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض احتياجات الاحتياطات بما يتماشى مع الانخفاضات اللاحقة في التعرض للمخاطر الخارجية¹.

ثانياً: سياسات الحفاظ على احتياطات الصرف في الجزائر وترشيد استخدامها

يهتم صانعي السياسات الاقتصادية في الجزائر بالحفاظ على المستويات التي يحوزها بنك الجزائر والعمل على تعزيز استقرار المتغيرات الاقتصادية الكلية للجزائر من خلال اتخاذ مجموعة من القرارات التي تهدف لتحقيق العديد من الإصلاحات تمس المنظومة المالية والمصرفية والضريبية والسياسات التجارية وبشكل أساسي تسعى إلى:

- تنويع الصادرات لتنويع مصادر الدخل
- تنظيم التجارة الخارجية وحجم الواردات والعمل بنظام الحصص
- تشديد الرقابة على التحويلات المالية الدولية
- تحديد سقف خاص بتحويلات السياح والمهاجرين
- مراجعة اتفاقية الشراكة بين الجزائر والاتحاد الأوروبي
- إصلاح النظام الجبائي والمالي

¹ Era Dabla Norris, **Optimal Precautionary Reserves for Low-Income Countries: A Cost-Benefit Analysis**, WP/11/249 IMF, October 2011, p19.

- تضييق الفارق بين سعر الصرف الرسمي والسعر الصرف الموازي من خلال الضغط على محددات الطلب على العملات الأجنبية في سوق الصرف الموازي ومحاولة إيجاد بدائل رسمية لتلبيتها.

ومن أهم الإجراءات التي تم اتخاذها ما يلي:

- استحداث الوكالة الوطنية للتوازنات الكبرى لميزانية الدولة، الاستشراف والتخطيط¹: حيث تقرر ضمن قانون المالية لسنة 2025 إنشاء هذه الوكالة والتي تهدف إلى متابعة كل الميزانيات الفرعية والقطاعية وتعزيز دور التخطيط في الاقتصاد الجزائري كما تسعى إلى:

- تفعيل التخطيط الإستراتيجي طويل المدى لتوجيه الإنفاق الحكومي والاستثمار مما يساهم في تحقيق التنمية المستدامة.
- تحسين كفاءة الإنفاق العام من خلال تقييم المشاريع والبرامج الحكومية.
- ضمان التوازن المالي من خلال متابعة وتقييم الإيرادات والنفقات الحكومية لتجنب العجز المالي.

- تقييد حركة النقد الأجنبي : أقرت السلطات النقدية في الجزائر مجموعة من الإجراءات لتنظيم حركة رؤوس الأموال من الجزائر إلى الخارج بهدف الحد من تهريب العملة الصعبة إلى الخارج و محاربة النشاطات غير الرسمية في السوق الموازي.

1. مراجعة المنحة السياحية² : من بين الإجراءات التي اتخذها بنك الجزائر هي زيادة المنحة السياحية التي لم يتم مراجعتها³ منذ سنة 1997 والتي تحدد قيمة المبلغ السنوي لحق الصرف للتكاليف المرتبطة بالسفر خاصة وأن الأرصدة المالية الخارجية والمستوى المقبول لاحتياطات النقد الأجنبي تسمح بإعادة تقييم المنحة السياحية لصالح المواطنين.

وقد تم رفع المنحة السياحية من 95 أورو إلى 750 أورو للبالغين و300 أورو للقصر ابتداء من جانفي 2025.

2. تسقيف تحويل العملة الصعبة إلى الخارج⁴ : أصدر بنك الجزائر نظاما يحدد المبلغ الأقصى بالعملة الأجنبية المسموح بإخراجه من الجزائر من طرف المقيمين وغير المقيمين

¹ قانون المالية لسنة 2025 ضمن مخرجات مجلس الوزراء يوم 6 أكتوبر 2024.

² قرار مجلس الوزراء بتاريخ 8 ديسمبر 2024.

³ بنك الجزائر، تعليمة رقم 08-97 المتعلقة بحقوق الصرف للسفر إلى الخارج.

⁴ بنك الجزائر، نظام رقم 04-25 المؤرخ في 13 أكتوبر 2024 الذي يحدد سقف التصريح باستيراد وتصدير الأوراق النقدية و/أو الأدوات القابلة للتداول المحررة بالعملات الأجنبية القابلة للتحويل بصفة حرة من طرف المقيمين وغير المقيمين، المادة 2 (الجريدة الرسمية رقم 2024/77).

والمقدر بـ: 7500 أورو مرة واحدة في السنة المدنية عكس ما كان معمول به سابقاً¹ والذي كان يسمح بتصدير نفس القيمة عند كل سفر إلى الخارج، كما يشترط ترخيصاً بالصرف من بنك الجزائر

- وعلى ضوء هذا القرار يمكن إبراز آثاره المتوقعة على الاقتصاد الجزائري من خلال ما يلي:
- حماية احتياطي الصرف من العملات الأجنبية على المدى القريب ورفع قيمة الدينار الجزائري على المدى المتوسط والبعيد.
 - تأسيس نظام رقابة فعال لتتبع المعاملات المالية وتقليص محددات الطلب على العملة الأجنبية في السوق الموازية والحد من آثارها لسلبية على الاقتصاد الجزائري خاصة ما يتعلق بالتجارة الخارجية غير المنظمة.
 - ضمان شفافية المعاملات المالية والحد من تهريب العملة الأجنبية والتدفقات النقدية إلى الخارج ما يؤدي إلى تزايد حجم احتياطي الصرف.
 - تدفق الفوائض المالية المتواجدة خارج الإطار الرسمي إلى النظام المصرفي الرسمي لتكوين رأسمال استثماري في الاقتصاد الحقيقي.

ومن جهة أخرى تبرز تحديات أخرى تتعلق بضرورة الحد من منافذ تغذية السوق الموازي بالعملة الأجنبية لا سيما ما يتعلق بعملية التحويلات المالية الخاصة بالجالية الجزائرية بالخارج نحو الجزائر والعمل على كيفية استقطاب الفوائض المالية لهذه الفئة إلى النظام المصرفي الرسمي.

- **تنظيم التجارة الخارجية** : أدخلت الجزائر تحولات جوهرية تتعلق بسياسة التجارة الخارجية من خلال تقليص حجم الاستيراد لدعم الإنتاج المحلي والعمل بنظام رخص الاستيراد ومنع استيراد لبعض المنتجات ومن المتوقع أن تؤدي مستقبلاً هذه الإجراءات إلى نتائج إيجابية فيما يتعلق بترشيد استخدام احتياطات الصرف والطلب على العملات الأجنبية وهو الناتج المحلي الإجمالي.

حيث تم في هذا الإطار منع استيراد 2600 منتج بداية من سنة 2019 وتطبيق رسم إضافي وقائي مؤقت ويهدف هذا القرار أساساً إلى تنظيم التجارة الخارجية وتقليص فاتورة الاستيراد والحد من تهريب العملة ومن تضخيم الفواتير وهذا من يؤثر على حجم احتياطي

¹ بنك الجزائر، نظام رقم 02-16 المؤرخ في 21 أبريل 2016 الذي يحدد سقف التصريح باستيراد وتصدير الأوراق النقدية و /أو الأدوات القابلة للتداول المحررة بالعملات الأجنبية القابلة للتحويل بصفة حرة من طرف المقيمين و غير المقيمين، المادة 5 (الجريدة الرسمية رقم 2016/25).

الصرف ومن جهة أخرى يدعم الاستثمار في الإنتاج المحلي في ظل تراجع أسعار النفط وتآكل احتياطي الصرف بداية من سنة 2014 وتنامي عجز ميزان المدفوعات.

وتهدف بشكل عام كل هذه السياسات و الإجراءات التي اتخذتها السلطات النقدية في الجزائر إلى الضغط على محددات الطلب على العملة الصعبة في السوق الموازي لتضييق الفارق بين سعر الصرف الرسمي والموازي للدينار الجزائري والحد من النشاطات الاقتصادية غير الرسمية وغير المنظمة خصوصا ما يعلق بالاستيراد وتحويل النقد الأجنبي إلى الخارج.

المبحث الثالث: دراسة قياسية لآثر نظام الصرف على تراكم حجم الاحتياطات الدولية في الجزائر

نقترح في هذا المبحث نموذج لدراسة قياسية يتعلق بتحليل واختبار أثر اختيار نظام الصرف على تراكم الإحتياطات الدولية في الجزائر خلال الفترة (1990-2023)،

المطلب الأول: نموذج وبيانات الدراسة

بهدف اختبار، قياس وتحليل أثر طبيعة نظام الصرف المعتمد على تراكمات ومستويات الاحتياطات الدولية التي يحوزها بنك الجزائر تم تجميع نسب وبيانات سنوية لمجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية للفترة 1990-2023، ووفقا للأدبيات النظرية المتعلقة بدراسة هذه الظاهرة الاقتصادية فإنها تشير إلى وجود تأثير لنظام الصرف الثابت على تراكم الاحتياطات الدولية بسبب لجوء السلطات النقدية إلى التدخل واستخدامها في الدفاع عن قيمة العملة المحلية وبالتالي تأثرها بمدى استقرار سعر صرف العملة المحلية بالصدمات وبالمقابل في حالة تبني نظام التعويم فإن السلطات النقدية ليست بحاجة إلى حيازة مستويات كبيرة من الاحتياطات الدولية والاكتفاء مبدأ آلية التعديل التلقائي في قيمة العملة المحلية من خلال تحركات سعر الصرف وبالتالي الحد من مخاطر الصدمات وبذلك توجه أولوياتها لتنفيذ برامج التنمية الاقتصادية

وعلى ضوء ما سبق تهدف الدراسة إلى تقدير وتحليل النموذج الآتي:

$$IR_t = \beta_0 + \beta_1 \ln GDP_t + \beta_2 Topen_t + \beta_3 Fopen_t + \beta_4 \ln Oil_t + \beta_5 ERR_t + e_t$$

حيث :

IR_t الاحتياطات الدولية؛

GDP_t الناتج المحلي الإجمالي؛

$Topen_t$ معدل الانفتاح التجاري للبلد؛

$Fopen_t$ الانفتاح المالي للبلد (نسبة صافي الاستثمار الدولي EWN إلى الناتج المحلي الاجمالي؛

Oil_t أسعار النفط؛

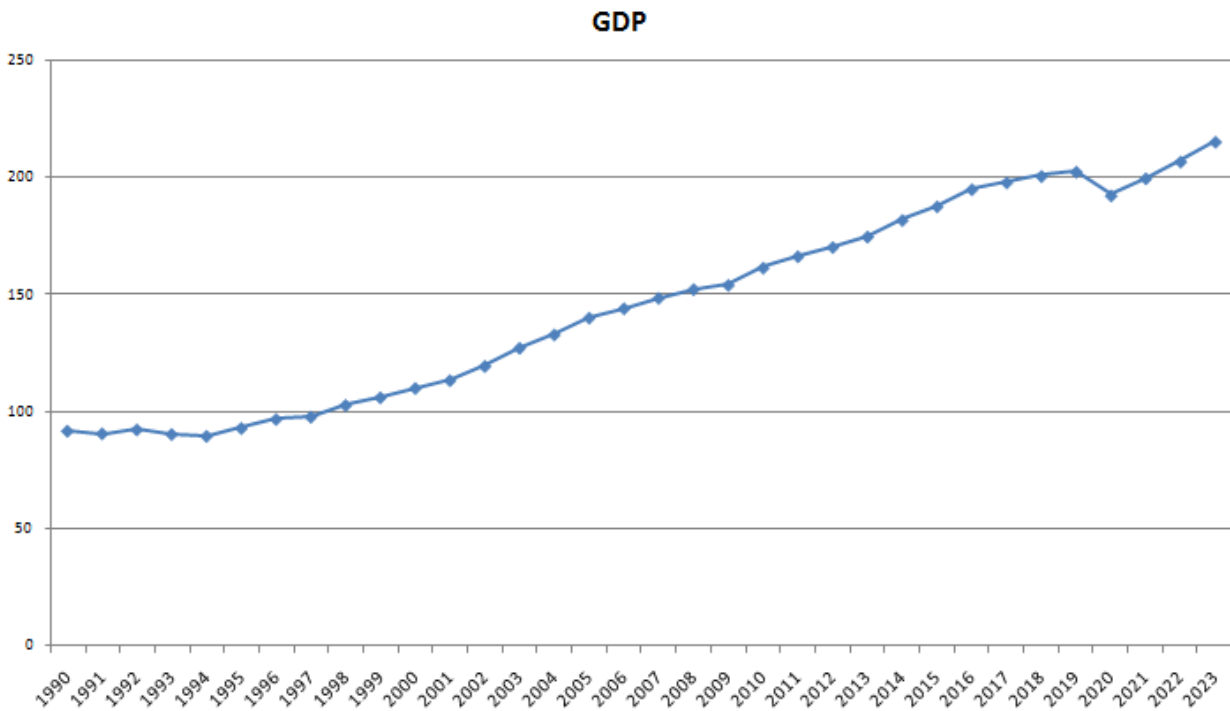
ERR_t نظام الصرف للبلد؛

E_t البواقي العشوائية؛

الفصل الثالث: طبيعة نظام الصرف وتأثيره على حجم احتياطات الصرف في الجزائر

- الاحتياطات الدولية IR: وتشمل إجمالي الاحتياطات التي يحوزها البنك المركزي من الذهب النقدي، حقوق السحب الخاصة، احتياطي البلدان الأعضاء لدى صندوق النقد الدولي، وحيازات النقد الأجنبي التي تحت سيطرة السلطات النقدية ويتم تقدير قيمة مكون الذهب ضمن الاحتياطات حسب أسعار لندن في نهاية السنة (31 ديسمبر).
- الناتج المحلي الإجمالي GDP: هو مجموع الأنشطة الاقتصادية التي تحدث داخل الدولة خلال فترة زمنية معينة، ويعبر عن مجموع إجمالي القيمة المضافة من جانب جميع المنتجين المقيمين في الاقتصاد مضافا إليه الضرائب على المنتجات مطروحا منه الإعانات غير المدرجة في قيمة المنتجات، ويتم حسابه بدون اقتطاع قيمة إهلاك الأصول المصنعة أو إجراء أية خصوم بسبب نضوب وتدهور الموارد الطبيعية.

الشكل 3-5: تطور حجم الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر للفترة 1990-2023



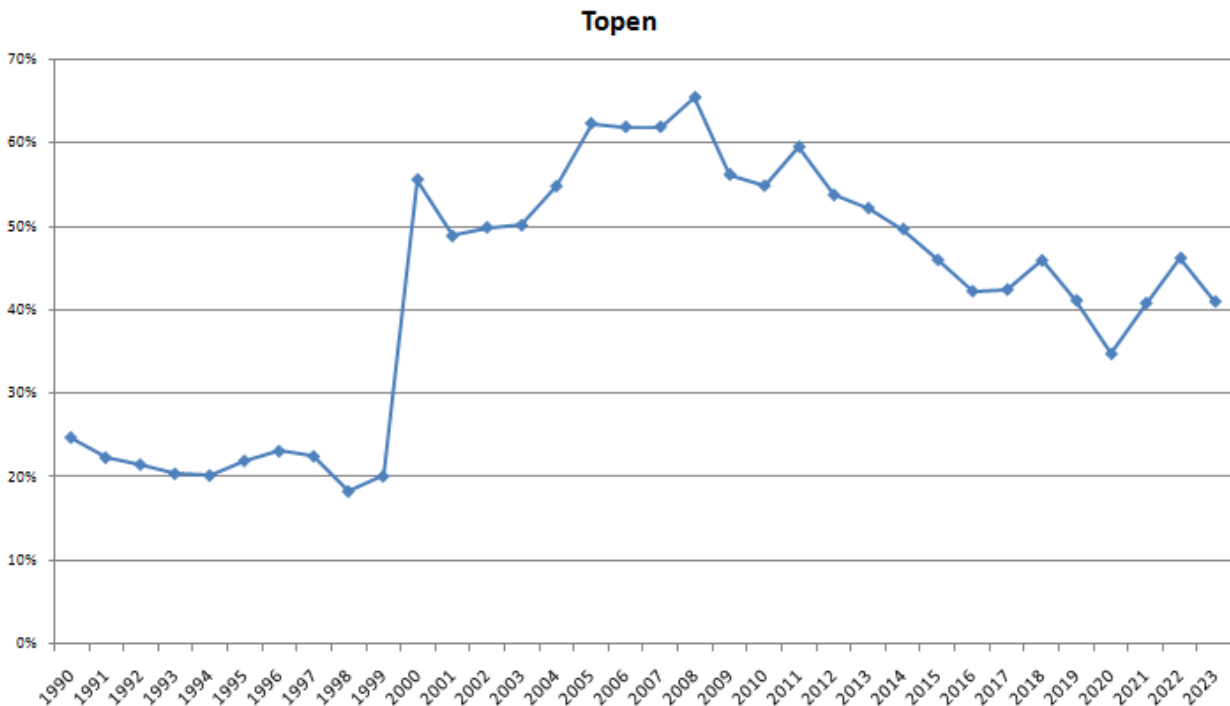
المصدر: من إعداد الطالب بناء على قاعدة بيانات مؤشرات التنمية العالمية لمجموعة البنك الدولي <https://data.albankaldawli.org>

- يوضح الشكل أعلاه الاتجاه العام للناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1990-2023 والذي تميز بالتحسن على طول الفترة مع بعض الفترات من التراجع والركود.
- شهدت الفترة 2000-2008 نمو ملحوظ في الناتج المحلي ما يدل على تحسن الحالة الاقتصادية للجزائر بسبب ارتفاع أسعار النفط العالمية والتي كان لها أثر إيجابي على الإنفاق العام.

الفصل الثالث: طبيعة نظام الصرف وتأثيره على جمع احتياطات الصرف في الجزائر

- سجلت سنة 2009 انخفاض مفاجئ للناتج المحلي الإجمالي بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية وتباطؤ الاقتصاد العالمي.
- استمر الناتج المحلي الإجمالي في النمو خلال الفترة 2010-2014 حيث بلغ ذروته سنة 2014 بـ: 238 مليار دولار ما يشير إلى استقرار نسبي في المؤشرات الاقتصادية الكلية.
- نتيجة لتراجع أسعار النفط سنة 2014 وتباطؤ النشاط الاقتصادي العالمي سنة 2020 بسبب جائحة كورونا إلى جانب تبني السلطات سياسات اقتصادية انكماشية تدهور الاتجاه العام للناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 2015-2020.
- نلاحظ تعافي حجم الناتج المحلي الإجمالي بداية سنة 2021 ما يشير إلى انتعاش اقتصادي نسبي بعد تجاوز آثار جائحة كورونا وارتفاع أسعار الطاقة نتيجة لحرب روسيا-أوكرانيا.
- **الانفتاح التجاري Topen**: يحسب على أساس نسبة مجموع الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي حيث تشمل قيمة الصادرات على جميع المعاملات التي تربط بين المقيمين في الدولة وغير المقيمين في بقية دول العالم والتي تشمل تغيير ملكية البضائع والسلع العامة والذهب غير النقدي والخدمات أما الواردات فتشتمل على ملكية البضائع والسلع العامة والذهب غير النقدي والخدمات من أطراف غير مقيمة إلى أطراف مقيمة بالبلد حيث ينسب هذا المجموع إلى الناتج المحلي الإجمالي ليعبر عن نسبة الانفتاح التجاري وكلما ارتفعت هذه النسبة تدل على أن الاقتصاد أكثر انفتاحا على التجارة الدولية.

الشكل 3-6 : تطور نسبة الانفتاح التجاري في الجزائر للفترة 1990-2023



المصدر: من إعداد الطالب.

- الانفتاح المالي **Fopen**: لإدراج نسبة الانفتاح المالي ونظرا لصعوبة قياس وتقدير تقييد حركة رأس المال، نستخدم معامل الثروة الخارجية للأمم **The External Wealth of Nations (EWN)** المطور من طرف الباحثين Lane&Milesi-Ferretti سنة 2007¹ كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي لقياس نسبة الانفتاح والتكامل المالي حيث يشير هذا المعامل إلى الفرق بين ما تمكله الدولة من أصول في الخارج كالاستثمارات في الأسهم والسندات الأجنبية والقروض المقدمة للحكومات أو شركات أجنبية والاحتياطات من العملات الصعبة من جهة وما عليها من ديون وإلتزامات تجاه العالم الخارجي كالسندات الحكومية أو الشركات المملوكة للأجانب والقروض المستحقة الدفع للمقرضين الأجانب من جهة أخرى وهذا ما يعبر عن صافي وضع الاستثمار الأجنبي الدولي وهو المقياس الرئيسي للثروة الخارجية للأمم ويتم حسابه بـ:

صافي وضع الاستثمار الدولي = إجمالي الأصول الخارجية - إجمالي الإلتزامات الخارجية

بالإضافة إلى تقدير صافي مركز الاستثمار الدولي سواء موجبا أو سالبا كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي يشير إلى أهمية التدفقات المالية الدولية وتراكمها بالنسبة للاقتصاد المحلي كالتالي:

درجة الانفتاح المالي = (صافي وضع الاستثمار الدولي / الناتج المحلي الإجمالي) × 100

حيث يمكن الاستدلال بصافي وضع الاستثمار الدولي على درجة الانفتاح المالي من ثلاث جوانب²:

- حجم الأصول مقابل الإلتزامات الخارجية حيث أن ارتفاعها كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي يشير إلى انفتاح وتكامل مالي أكبر مع العالم الخارجي، فالدولة التي لديها حجم كبير من الاستثمارات الأجنبية المباشرة واستثمارات الحافظة والقروض وغيرها من الأدوات المالية عبر الحدود تكون أكثر اندماجا في النظام المالي الدولي.

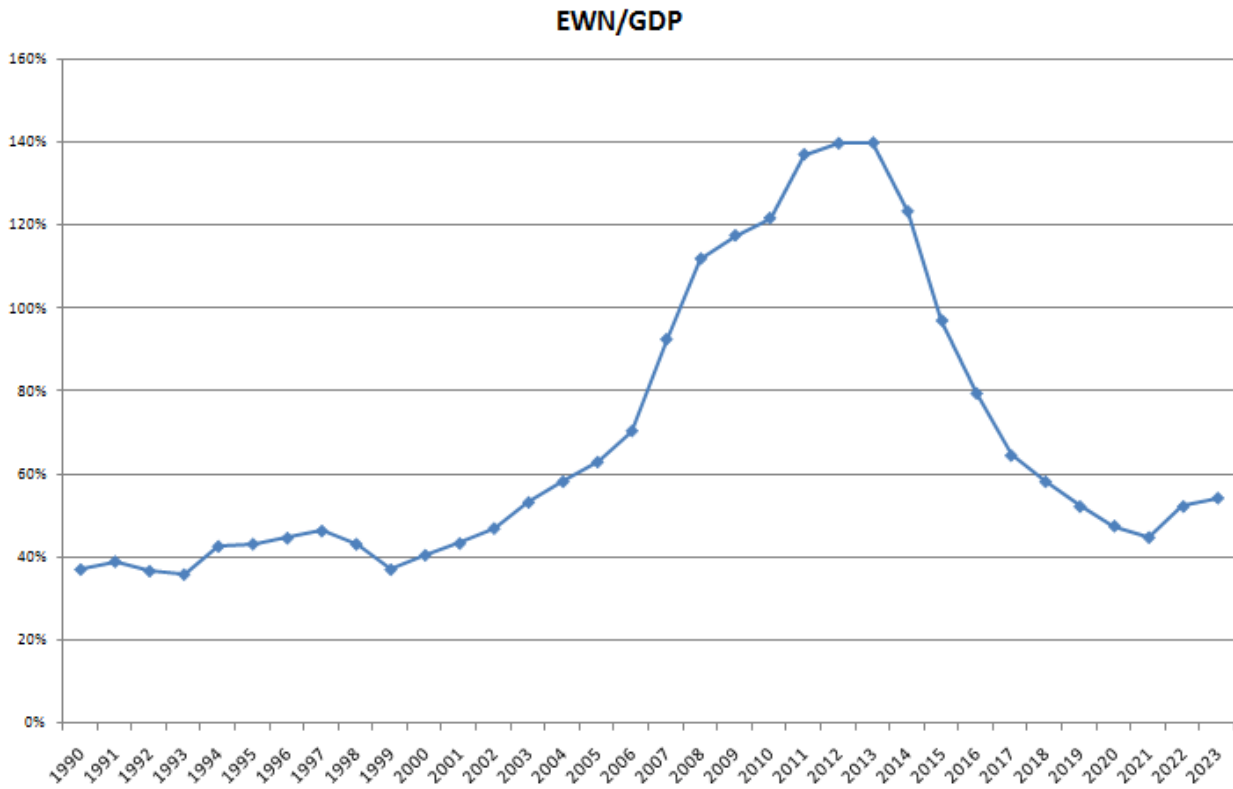
- طبيعة الأموال والإلتزامات الخارجية حيث أن زيادة حصة الاستثمار الأجنبي المباشر في الأصول والإلتزامات الخارجية أو زيادة حصة الاستثمارات الحافظة (الأسهم والسندات) أو الاعتماد الكبير على الديون الخارجية كل هذه العناصر تضيير إلى وجود انفتاح على تدفقات رأس المال وحركة رؤوس الأموال وتكامل بين الأسواق المالية.

¹ Philip R. Lana, Gian Maria Milesi-Ferretti, **The External Wealth of Nations Mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004**, Journal of International Economics, Elsevier, vol. 73(2), pages 223-250, November 2007.

² Philip R. Lana, Gian Maria Milesi-Ferretti, **The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of Global Financial Crisis**, IMF Economic Review 66(1), 188-222, March 2018

- التغيرات في صافي مركز الاستثمار الدولي من حيث التحسن أو التدهور يشير إلى الدور المتزايد أو المتناقص في النظام المالي العالمي ودرجة الانفتاح على الاستثمارات في الخارج أو الاعتماد المتزايد على التمويل الدولي.

الشكل 3-7 : تطور نسبة الانفتاح المالي في الجزائر للفترة 1990-2023



المصدر: من إعداد الطالب.

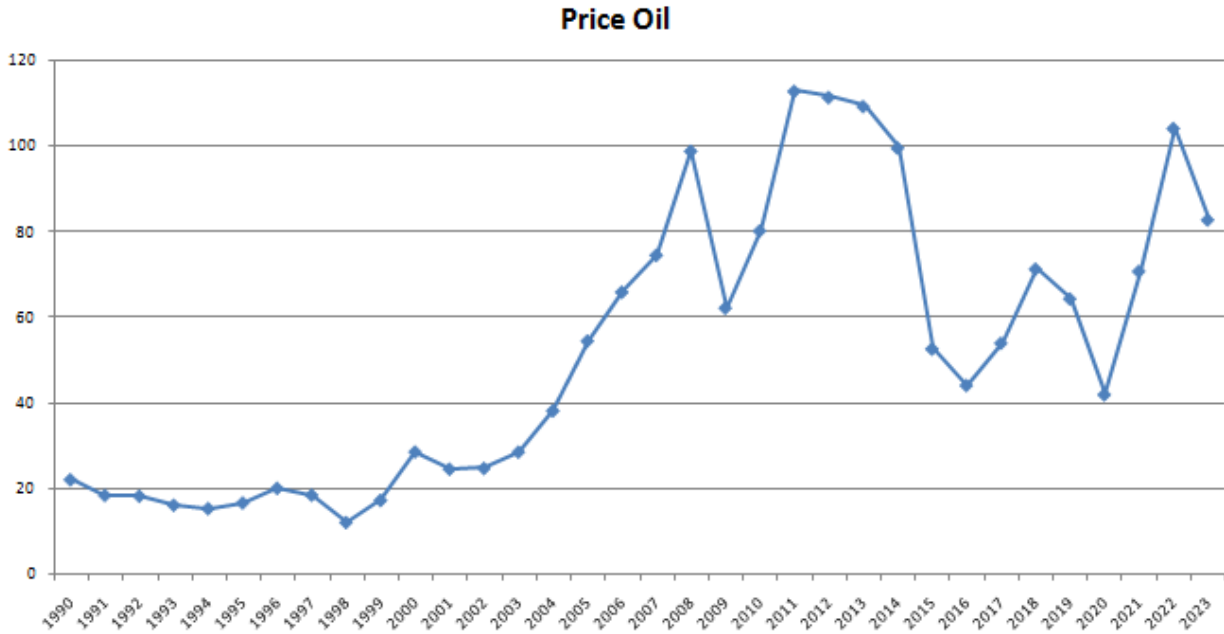
-Philip R. Lane, Gian Maria Milesi-Ferretti, **The External Wealth of Nations**, Database The brookings Institution, provides estimates of external assets and liabilities for 210 Economies 1970-2023, version : January 6, 2025.

<https://www.brookings.edu/articles/external-wealth-of-nations-complete-update-2023/>

- **سعر النفط Oil**: يعبر هذا المتغير على القيمة النقدية مقابل وحدة واحدة من النفط خلال مدة زمنية معينة عادة ما تكون يوم واحد، ويحسب على أساس المتوسط اليومي لتحديد السعر الشهري، ثم السعر الشهري لتحديد متوسط السعر السنوي لأسعار نفط خام صحاري الجزائر.

تخضع أسعار النفط إلى التقلبات وفقا للعديد من المتغيرات الدولية التي تؤثر على النشاط الاقتصادي العالمي بالإضافة إلى حصة كل دولة من مستويات الإنتاج مقارنة بالطلب العالمي والاتفاقيات بين أعضاء منظمة أوبك وأوبك+.

الشكل 3-8 : تطور أسعار النفط خام صحاري الجزائر بالدولار الأمريكي للفترة 1990-2023



المصدر: من إعداد الطالب بناء على قاعدة البيانات الاقتصادية، صندوق النقد العربي amf.org.ae والتقرير الإحصائي السنوي لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للبترو (أوبك) opec.org

يظهر في هذا المنحني البياني أعلاه تطور أسعار النفط بالدولار الأمريكي وتشير إلى ما يلي:

- عرفت أسعار النفط انخفاض ملحوظ في الفترة 1990-2000 بسبب التغيرات الهيكلية التي شهدتها الجزائر وتداعيات برامج تمويل صندوق النقد الدولي وتخفيض قيمة العملة المحلية ضمن شروط هيئات المؤسسات المالية الدولية.
- شهدت الفترة 2000-2008 ارتفاع ملحوظ في أسعار النفط والتي قاربت ذروة 100 دولار ثم تأثرت بتداعيات الأزمة المالية العالمية لتتخفف فجأة في سنة 2009 وصولا إلى 62 دولار.
- سجلت أسعار النفط فترة أخرى من الاستقرار النسبي بين سنة 2010-2014 تجاوز خلالها 100 دولار لتتخفف بعدها وتشهد حالة من عدم الاستقرار بين سنة 2015-2020 بسبب تباطؤ النشاط الاقتصادي العالمي وآثار جائحة كورونا.

- تأثرت أسعار النفط بعد سنة 2021 بأزمة الطاقة التي أحدثتها الحرب الروسية- الأوكرانية وارتفعت الأسعار بعد ذلك لتلامس سقف 104 دولار.

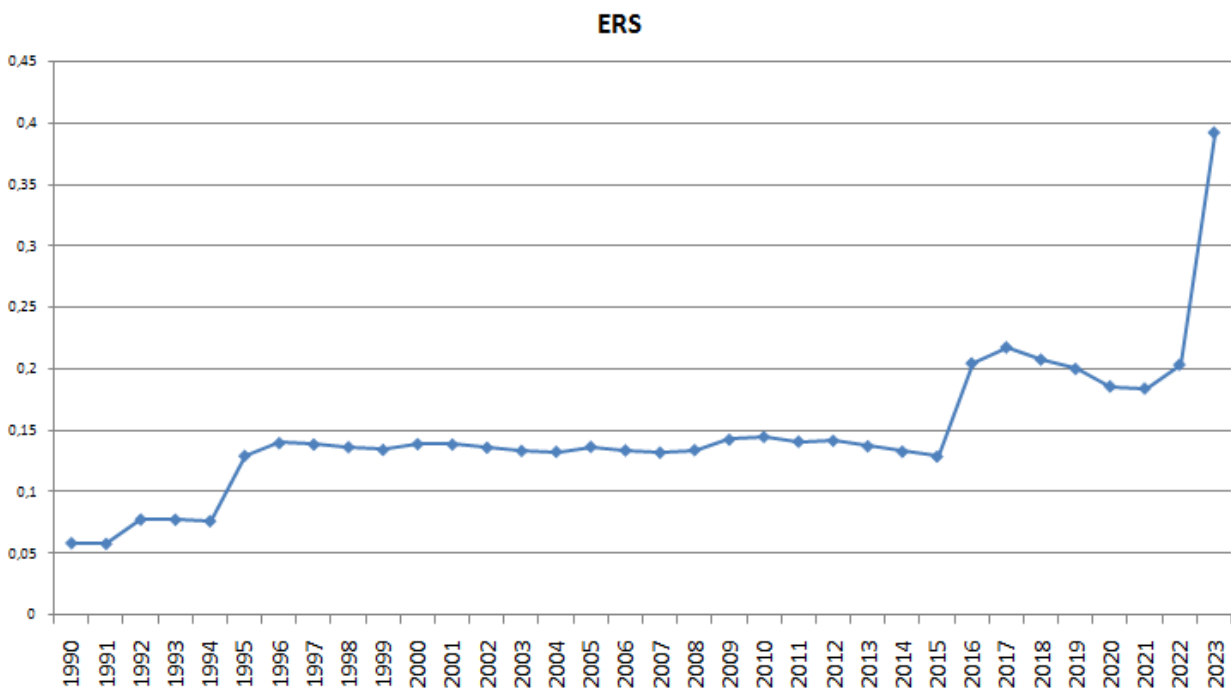
- **نظام الصرف ERR** : يتم تقدير طبيعة نظام الصرف على أساس مؤشر استقرار سعر الصرف ERS لحساب درجة مرونة سعر الصرف¹ الذي يستند إلى الانحرافات المعيارية السنوية لأسعار الصرف الشهرية للبلد مقابل البلد الذي يمثل القاعدة الأساسية، ويأخذ هذا المؤشر القيمة من 0 إلى 1 وتفسر قيمة ERS القريبة من 1 باستقرار سعر الصرف أما القيمة القريبة من 0 فتشير إلى عدم استقرار سعر الصرف وتقلبات عالية وفقا للمعادلة التالية:

$$ERS = \frac{0,01}{0,01 + stdev(\Delta(\log(Exch_Rat)))}$$

حيث:

- $Exch_Rat$ سلسلة بيانات لسعر الصرف متوسط الفترة السنوي؛
 - $stdev(\Delta(\log(Exch_Rat)))$ الانحراف المعياري للتغير في سعر الصرف خلال فترة زمنية محددة؛

الشكل 3-9 : تطور مؤشر استقرار سعر الصرف في الجزائر للفترة 1990-2023



¹ Joshua Aizenman, Menzie D. Chinn, Hiro Ito, **Assessing the Emerging Global Financial Architecture :Measuring the Trilemma's Configurations Over Time**, NBER WP 14533, Dec. 2008, P7.

المصدر: من إعداد الطالب بناء على إحصائيات بنك الجزائر bank-of-algeria.dz.

على ضوء المنحنى أعلاه الذي يوضح تطور مؤشر استقرار أسعار الصرف في الجزائر خلال فترة 2000-2023 نسجل ما يلي:

- شهدت فترة 2000-2014 ثبات نسبي في قيم مؤشر استقرار أسعار الصرف من 0,12 إلى 0,14 ما يشير إلى تقلبات ضئيلة في سعر الصرف.

- تسجيل ارتفاع مفاجئ في قيمة مؤشر استقرار سعر الصرف في سنتي 2016 و2022 تراوح بين 0,18 و0,21 بسبب تبني سياسات نقدية صارمة للسيطرة على آثار انخفاض أسعار النفط بداية من سنة 2014 وتداعيات تباطؤ النشاط الاقتصادي خلال جائحة كورونا سنة 2020.

- خلال سنة 2023 تم تسجيل تحسن كبير في استقرار سعر الصرف حيث تقارب قيمة المؤشر إلى 0,40 وهذا ما يدل على تدخل ناجح من طرف السلطات النقدية وتبني سياسات نقدية أثرت إيجاباً على موازين المدفوعات.

تم إدراج المتغيرات في النموذج المقترح لمتغيرات مفسرة للاحتياطات بالاعتماد على الأدبيات السابقة، فبالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي هو مقياس لحجم الاقتصاد بحيث كلما توسع حجم الاقتصاد يوافق ارتفاع مستوى الاحتياطات وعليه فإن العلاقة النظرية بين الناتج المحلي الإجمالي ومستوى الاحتياطات طردية $\beta_1 > 0$.

تتأثر الاحتياطات بالصدمات الخارجية الحقيقية والمالية، كصدمات معدل التبادل التجاري وأزمات العملة والأزمات المالية ففي حالة تبني قدر كبير من الانفتاح التجاري والمالي باقي دول العالم ترتفع احتمالية تعرض الاقتصاد للصدمات، وعليه يتعين على السلطات في البلد تقدير درجة الانفتاح الذي يتناسب مع مستوى الاحتياطات التي تحوزها السلطات النقدية، وعليه فإن العلاقة النظرية بين كل من الانفتاح التجاري والمالي مقابل الاحتياطات هي علاقة طردية $\beta_2 > 0$ و $\beta_3 > 0$.

نظرياً فيما يتعلق بأسعار النفط مع ثبات حصة التصدير أو ارتفاعها يؤدي ذلك إلى تكوين مستويات مقبولة من الاحتياطات وبالتالي فإن العلاقة النظرية بين أسعار النفط ومستوى الاحتياطات هي علاقة طردية $\beta_4 > 0$.

في ظل تبني إحدى ترتيبات نظام الصرف الثابت يحتاج البلد إلى مستوى كاف من الاحتياطات، أما في حالة تبني إحدى ترتيبات نظام الصرف المعلوم تكون مستويات الاحتياطات منخفضة واستخدام مؤشر استقرار سعر الصرف كمؤشر لنظام الصرف المتبع يجعل من العلاقة بين نظام الصرف والاحتياطات طردية $\beta_5 > 0$ ، بحيث أن نظام الصرف الثابت (مؤشر الاستقرار يتجه إلى القيمة 1) يقابله ارتفاع مستوى الاحتياطات، أما نظام الصرف المعلوم (مؤشر الاستقرار يتجه إلى القيمة 0) يقابله انخفاض مستوى الاحتياطات.

الجدول 3-7: الخصائص الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة

	IR	ERS	EWN	GDP	P_OIL	TOPEN
Mean	0.136594	0.147334	0.680573	145.2389	52.35353	0.421500
Median	0.097449	0.137047	0.526878	146.1261	48.53500	0.459732
Maximum	1.220128	0.391508	1.399018	215.1440	112.9200	0.654473
Minimum	-0.272849	0.058237	0.357821	89.28305	12.28000	0.183102
Std. Dev.	0.304699	0.058632	0.342138	42.61437	33.01778	0.151576
Skewness	1.258136	2.025401	1.025051	0.083349	0.465951	-0.306079
Kurtosis	5.640329	10.09386	2.562278	1.547327	1.893258	1.721282
Jarque-Bera	18.84586	94.53685	6.225569	3.028900	2.965538	2.847297
Probability	0.000081	0.000000	0.044477	0.219929	0.227008	0.240834
Sum	4.644208	5.009365	23.13948	4938.121	1780.020	14.33101
Sum Sq. Dev.	3.063771	0.113446	3.862935	59927.50	35975.73	0.758188
Observations	34	34	34	34	34	34

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج Eviews 13

المطلب الثاني: تقدير وتحليل نموذج الدراسة

يمكن تقدير العلاقة السابقة دون تحديد الاتجاه العام لسلوك الاحتياطات والمتغيرات المستقلة بحيث أن الهدف هو تقدير السلوك الديناميكي في التقدير من خلال تباطؤ أو تأخير ردة فعل المتغيرات على المتغير التابع.

إن عملية التقدير هذه في المدى البعيد غالباً ما تجعل الانحدار زائفاً في حالة ما إذا كانت المتغيرات غير مستقرة، بمعنى تقارب سلوك المتغيرات دون وجود سببية بينها، ولتفادي ذلك يتم استخدام التكامل المشترك الذي يسمح هو الآخر بدراسة العلاقة في المدى الطويل والذي يسري على السلاسل الزمنية غير المستقرة والمتكاملة من نفس الدرجة، إضافة إلى معالجة مشكلة الانحدار الزائف، ومن النماذج المستخدمة نموذج Engel و Granger، نموذج Johanson و Juselius، إضافة نموذج الانحدار الذاتي ذو فترات إبطاء موزعة ARDL المعتمد على اختبار الحدود لـ Pesaran.

من مميزات نموذج ARDL أنه يتم تقدير العلاقتين في المدى القصير والطويل في معادلة واحدة، إضافة إلى إمكانية إدراج متغيرات صماء في النموذج، فضلا على أن النموذج مناسب للعينات الصغيرة، وإمكانية استخدامه في حالة وجود دراسة وتحليل سلاسل زمنية مستقرة عند المستوى $I(0)$ أو متكاملة من الدرجة الأولى $I(1)$ أو المزيج بينهما ويعطي نموذج ARDL بالصيغة التالية.

$$y_t = \alpha + \sum_{i=l}^p y_i y_{t-1} + \sum_{i=l}^k \sum_{i=0}^{q_j} X_{j,t-i} \beta_{j,i} + \varepsilon_t$$

لتقدير نموذج ARDL نتبع المراحل المنهجية الأساسية المتمثلة في اختبار جذر الوحدة لتحديد درجة إستقرارية وتكامل السلاسل الزمنية محل الدراسة، اختبار الحدود لاختبار التكامل المشترك بين المتغيرات، تقدير علاقات المتغيرات في الأجلين القصير والطويل ثم الاختبارات التشخيصية للنموذج المقدر.

أولا: اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة

تعتبر هذه المرحلة الأولى من منهجية تقدير نموذج ARDL حيث نعتمد على اختبار ديكي-فولر ADF الذي يستند على تقدير النماذج الثلاثة والذي يهدف إلى تأكيد استقرارية السلاسل الزمنية إما عند المستوى أو من الدرجة الأولى، وعدم استقراريتها عند الفروق من الدرجة الثانية فأكثر وذلك كشرط أولي لتقدير نموذج ARDL.

أسفرت النتائج المدرجة في الجدول على أن القيم المحسوبة لاختبار ADF أكبر من القيم المجدولة (بالقيمة المطلقة) عند المستوى معنوية 5% لكل المتغيرات التالية:

- الاحتياطات الدولية IR عند النموذج الأول.

هذا ما يدل على أن السلسلة الزمنية لمتغيرة الدراسة المذكورة مستقرة عند المستوى.

أما في حالة الفروق من الدرجة الأولى يلاحظ أن القيم المحسوبة لاختبار ADF أكبر من القيم المجدولة (بالقيمة المطلقة) عند مستوى معنوية 5% للمتغيرات الباقية:

- الناتج المحلي الإجمالي $d(GDP)$ عند النموذج الأول والثاني.

- أسعار النفط $d(Oil)$ عند النماذج الثلاثة.

الفصل الثالث: طبيعة نظام الصرف وتأثيره على جمع احتياطات الصرف في الجزائر

- مؤشر استقرار سعر الصرف ERS عند النموذج الأول.
 - الإنفتاح المالي (صافي الاستثمار الدولي) EWN عند النموذج الأول والثالث.
- هذه النتائج تدل على ان السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة المذكورة مستقرة عند الفرق الأول.

الجدول 3-8 : نتائج اختبار جذر الوحدة عند المستوى وعند الفرق الأول

UNIT ROOT TEST TABLE (ADF)							
<u>At Level</u>							
		IR	LGDP	LP_OIL	ERS	EWN	TOPEN
With Con...	t-Statistic	-4.5083	-0.0112	-1.1153	1.8953	-2.2237	-1.6491
	Prob.	0.0011 ***	0.9508 n0	0.6979 n0	0.9996 n0	0.2022 n0	0.4470 n0
With Con...	t-Statistic	-5.0609	-1.6217	-2.0357	-0.4520	-2.2543	-1.4267
	Prob.	0.0014 ***	0.7624 n0	0.5610 n0	0.9795 n0	0.4454 n0	0.8339 n0
Without ...	t-Statistic	-3.8797	6.3584	0.5829	0.8131	-0.8354	-0.1847
	Prob.	0.0003 ***	1.0000 n0	0.8372 n0	0.8817 n0	0.3462 n0	0.6120 n0
<u>At First Difference</u>							
		d(IR)	d(LGDP)	d(LP_OIL)	d(ERS)	d(EWN)	d(TOPEN)
With Con...	t-Statistic	-8.6792	-4.2570	-5.6786	-0.0912	-2.1380	-6.1047
	Prob.	0.0000 ***	0.0022 ***	0.0000 ***	0.0300 n0	0.0122 n0	0.0000 ***
With Con...	t-Statistic	-8.5415	-4.1876	-5.5801	-0.3521	-2.1549	-6.1689
	Prob.	0.0000 ***	0.0122 **	0.0004 ***	0.9841 n0	0.4972 n0	0.0001 ***
Without ...	t-Statistic	-8.8294	-1.2364	-5.5130	0.2933	-2.1702	-6.1616
	Prob.	0.0000 ***	0.1939 n0	0.0000 ***	0.7631 n0	0.0309 **	0.0000 ***

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج Eviews 13

الجدول 3-9 : درجة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

IR	LnGDP	Topen	EWN	LnOil	ERS
I(0)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج Eviews 13

ثانيا: اختبار الحدود

الهدف من ذلك هم التحقق من وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، حيث أن الاختبار يستند على اختبار "وولد Wald" وذلك لتحديد العلاقة التوازنية في المدى البعيد وبعد التحويلات والإجراءات اللازمة نحصل على الصيغة التالية:

$$\Delta y_t = - \sum_{i=1}^{p-1} \gamma_i * \Delta y_{t-1} + \sum_{j=1}^k \sum_{i=0}^{q_j-1} \Delta X_{j,t-i}' \beta_{j,i} * -\rho y_{t-1} - \alpha - \sum_{j=1}^k X_{j,t-1}' \delta_j + \epsilon_t$$

فالاختبار الأول هو من أجل تحديد وجود علاقات في المستوى من خلال ما يلي:

$$\rho = 0$$

$$\delta_1 = \delta_2 = \dots = \delta_k = 0$$

يمكن الحصول على تقديرات المعاملات من خلال المعادلة الأولى أو يمكن تقديرها مباشرة من خلال المعادلة الثانية، إذ أسفرت نتائج التقدير عن ما يلي:

الجدول 10-3 : نتائج اختبار الحدود

Bounds Test

Null hypothesis: No levels relationship	
Number of cointegrating variables: 5	
Trend type: Rest. constant (Case 2)	
Sample size: 31	
<hr/>	
Test Statistic	Value
F-statistic	7.159483

Bounds Critical Values

Sample ...	10%		5%		1%	
	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
30	2.407	3.517	2.910	4.193	4.134	5.761
35	2.331	3.417	2.804	4.013	3.900	5.419
Asymptotic	2.080	3.000	2.390	3.380	3.060	4.150

* I(0) and I(1) are respectively the stationary and non-stationary bounds.

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج Eviews 13

يلاحظ من خلال الجدول أن القيمة المحسوبة لـ F والمقدرة بـ 7.159 أكبر من القيمة الجدولية عند مستوى المعنوية 5% مما يدل على رفض فرضية العدم $\delta_1 = \delta_2 = \dots = \delta_k = 0$ وقبول الفرضية البديلة التي تنص على اختلاف المعاملات وهذه النتيجة تشير إلى وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة بمعنى علاقة توازنية على المدى الطويل.

ثالثا: تقدير نموذج ARDL الأمثل

بعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك، يمكن إدراج المتغيرات المتباطئة زمنيا كمتغيرات مفسرة، ليتم صياغة نموذج ARDL الأمثل في هذه الحالة هو $ARDL(2,3,3,1,2,3)$ وهذا استنادا إلى معيار Akaike والذي بلغت قيمته الدنيا -0,881 والتي تقابل النموذج المذكور.

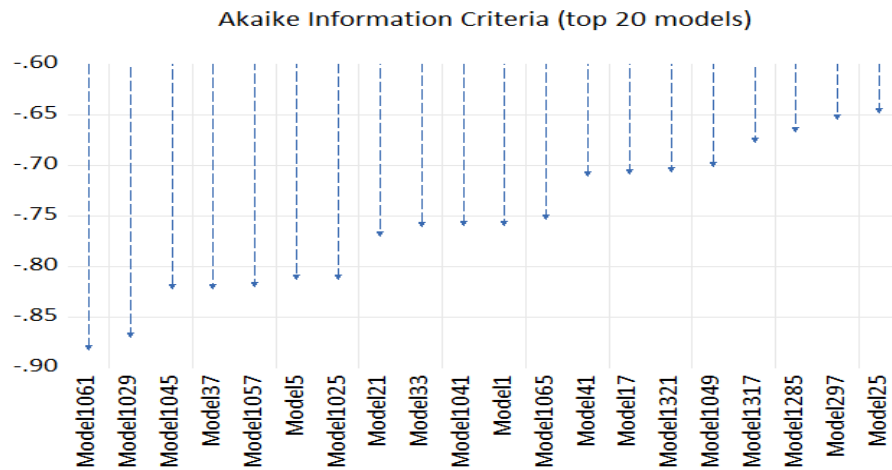
الجدول 3-11 : نموذج ARDL الأمثل وفقا لمعيار Akaike

Model Selection Criteria Table					
Dependent Variable: IR					
Date: 05/02/25 Time: 00:00					
Sample: 1990 2023					
Included observations: 31					
Model	LogL	AIC*	BIC	HQ	Specification
1061	33.658859	-0.881217	0.043936	-0.579640	ARDL(2,3,3,1,2,3)
1029	35.450204	-0.867755	0.149913	-0.536021	ARDL(2,3,3,3,2,3)
1045	33.722443	-0.820803	0.150608	-0.504147	ARDL(2,3,3,2,2,3)
37	33.715972	-0.820385	0.151025	-0.503730	ARDL(3,3,3,1,2,3)
1057	33.687180	-0.818528	0.152883	-0.501872	ARDL(2,3,3,1,3,3)
5	35.573011	-0.811162	0.252764	-0.464349	ARDL(3,3,3,3,2,3)
1025	35.568269	-0.810856	0.253070	-0.464043	ARDL(2,3,3,3,3,3)
21	33.904198	-0.768013	0.249656	-0.436278	ARDL(3,3,3,2,2,3)
33	33.761949	-0.758835	0.258833	-0.427101	ARDL(3,3,3,1,3,3)
1041	33.746330	-0.757828	0.259841	-0.426093	ARDL(2,3,3,2,3,3)

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 13

النتائج موضحة كذلك في الشكل البياني التالي:

الشكل 3-10 : نموذج ARDL الأمثل وفقا لمعيار Akaike



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 13

رابعاً: تقدير العلاقة في الأجلين القصير والطويل

كانت نتائج تقدير النموذج في الأجل الطويل كالآتي:

الجدول 3-12 : نتائج تقدير نموذج ARDL في الأجل الطويل

☐ Cointegrating Specification

Deterministics: Rest. constant (Case 2)

$$CE = IR(-1) - (-1.086853 * LGDP(-1) + 0.498481 * LP_OIL(-1) + 0.964947 * ERS(-1) - 0.493240 * EWN(-1) + 0.107158 * TOPEN(-1) + 3.674113)$$

☐ Cointegrating Coefficients

Variable *	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LGDP(-1)	-1.086853	0.409593	-2.653498	0.0136
LP_OIL(-1)	0.498481	0.196675	2.534544	0.0179
ERS(-1)	0.964947	1.030994	0.935939	0.3583
EWN(-1)	-0.493240	0.150657	-3.273932	0.0031
TOPEN(-1)	0.107158	0.342312	0.313042	0.7568
C	3.674113	1.342740	2.736281	0.0113

Note: * Coefficients derived from the CEC regression.

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج Eviews 13

كما يمكن استخلاص معادلة تصحيح الخطأ من خلال النموذج المقدر بين الاحتياطات

الدولية والمتغيرات المفصرة لها كالآتي:

$$Cointeq = IR - (-1.0868 * LDGP + 0.4998 * LP_OIL + 0.9649 * ERS - 0.4932 * EWN + 0.1071 * TOPEN + 3.6741)$$

أما نتائج تقدير النموذج في المدى القصير فكانت كالتالي:

الجدول 3-13 : نتائج تقدير نموذج ARDL في الأجل القصير

☐ Error Correction

Dependent Variable: D(IR)				
Method: ARDL				
Date: 04/28/25 Time: 23:19				
Sample: 1993 2023				
Included observations: 31				
Dependent lags: 3 (Automatic)				
Automatic-lag linear regressors (3 max. lags): LGDP LP_OIL ERS EWN TOPEN				
Deterministics: Restricted constant and no trend (Case 2)				
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)				
Number of models evaluated: 3072				
Selected model: ARDL(2,3,3,1,2,3)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COINTEQ*	-2.770907	0.314850	-8.800715	0.0000
D(IR(-1))	0.910523	0.178527	5.100188	0.0001
D(LGDP)	6.646229	1.486465	4.471164	0.0003
D(LGDP(-1))	5.115635	1.246508	4.103972	0.0007
D(LGDP(-2))	4.609830	1.235022	3.732588	0.0017
D(LP_OIL)	-0.256348	0.126284	-2.029936	0.0583
D(LP_OIL(-1))	-1.102476	0.205350	-5.368759	0.0001
D(LP_OIL(-2))	-0.762116	0.196424	-3.879950	0.0012
D(ERS)	-1.859896	0.659415	-2.820525	0.0118
D(EWN)	0.974600	0.399398	2.440171	0.0259
D(EWN(-1))	1.307727	0.467425	2.797723	0.0124
D(TOPEN)	1.576283	0.494446	3.187977	0.0054
D(TOPEN(-1))	2.304755	0.584923	3.940268	0.0011
D(TOPEN(-2))	2.815899	0.647924	4.346034	0.0004
R-squared	0.953472	Mean dependent var		0.005617
Adjusted R-squared	0.917892	S.D. dependent var		0.385020
S.E. of regression	0.110325	Akaike info criterion		-1.268313
Sum squared resid	0.206919	Schwarz criterion		-0.620706
Log likelihood	33.65886	Hannan-Quinn criter.		-1.057210
F-statistic	26.79797	Durbin-Watson stat		2.458815
Prob(F-statistic)	0.000000			

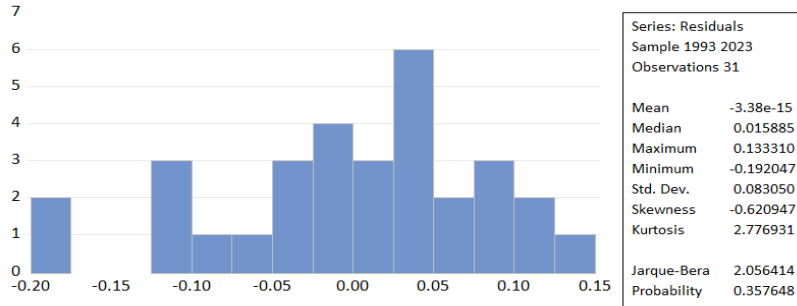
* p-values are incompatible with t-Bounds distribution.

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج Eviews 13

المطلب الثالث: تحليل ومناقشة النتائج

تؤكد احتمالية Jarque-Bera أن الأخطاء تتوزع طبيعياً بحكم أن القيمة الاحتمالية للإحصائية بلغت 0.357 وهي أكبر 5%.

الشكل 11-3 : نتائج اختبار Jarque-Bera



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج Eviews 13

الأخطاء لا ترتبط تسلسلياً من الدرجة k وهذا ما تثبته إحصائية Breusch-Godfrey إذ بلغت قيمتها الاحتمالية 0.5163 وهي أكبر من 5%.

الجدول 14-3 : نتائج اختبار Breusch-Godfrey

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.712034	Prob. F(2,9)	0.5163
Obs*R-squared	4.235016	Prob. Chi-Square(2)	0.1203

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج Eviews 13

إحصائية ARCH تثبت تباين الأخطاء إذ بلغت قيمتها الاحتمالية 0.1685 وهي أكبر من 5%.

الجدول 15-3 : نتائج اختبار ARCH

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	1.998000	Prob. F(1,28)	0.1685
Obs*R-squared	1.998134	Prob. Chi-Square(1)	0.1575

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج Eviews 13

يلاحظ أيضا صحة الشكل الدالي للنموذج حيث أن القيمة الاحتمالية الاحصائية Ramsey Reset قد بلغت 0.7213 وهي أكبر من 5%.

الجدول 16-3 : نتائج اختبار Ramsey

Ramsey RESET Test
Equation: UNTITLED
Omitted Variables: Squares of fitted values
Specification: IR IR(-1) IR(-2) LGDP LGDP(-1) LGDP(-2) LGDP(-3)
LP_OIL LP_OIL(-1) LP_OIL(-2) LP_OIL(-3) ERS ERS(-1) EWN
EWN(-1) EWN(-2) TOPEN TOPEN(-1) TOPEN(-2) TOPEN(-3) C

	Value	df	Probability
t-statistic	0.366929	10	0.7213
F-statistic	0.134637	(1, 10)	0.7213
Likelihood ratio	0.414590	1	0.5196

F-test summary:

	Sum of Sq.	df	Mean Squares
Test SSR	0.002749	1	0.002749
Restricted SSR	0.206919	11	0.018811
Unrestricted SSR	0.204170	10	0.020417

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج Eviews 13

تشير الأشكال البيانية لكل من Cosum و Cosum of Squares إلى تحقق خاصية الاستقرار الهيكلي، حيث وقع الشكل البياني لإحصائتي الاختبارين المذكورين داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5% أي أن معاملات النموذج المقدره مستقرة هيكلية خلال فترة الدراسة.

الشكل 12-3 : شكل Cosum و Cosum of Squares لاختبار الاستقرار الهيكلي



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج Eviews 13

بناء على نتائج تقدير نموذج ARDL في الأجلين القصير والطويل يلاحظ أم معلمة تصحيح الخطأ ذات إشارة سالبة ومعنوية إحصائية، وهذه النتيجة تدعم العلاقة التوازنية

الفصل الثالث: طبيعة نظام الصرف وتأثيره على جع احتياطات الصرف في الجزائر

قصيرة الأجل بين مؤشر الاحتياطات الدولية والمتغيرات المفسرة له، والتي بلغت قيمة معامل تصحيح الخطأ $Cointeq (-1) = -2.77$ باحتمال يقدر بـ 0.0000 حيث أن قيمة المعلمة تعكس سرعة التعديل للانتقال من الاختلالات في الأجل القصير إلى التوازن في الأجل الطويل.

بما أن قيمة معامل تصحيح الخطأ بلغت -2.7709 فإن الاحتياطات الدولية تتعدل باتجاه القيمة التوازنية خلال الفترة الزمنية الواحدة بنسبة 27,7% بمعنى أنه في حالة وجود صدمة على المتغيرات المفسرة للمتغير التابع (الاحتياطات الدولية) فإن عملية التصحيح تستغرق حوالي 4 أشهر باتجاه القيمة التوازنية $(0.36 = 0.6331/1)$.

أما بالنسبة لمعاملات المتغيرات المستقلة كلها معنوية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (1%) و(5%) بعلاقة موجبة أو سالبة وهي كالتالي:

- وجود علاقة معنوية عكسية بين الناتج المحلي الإجمالي ومعدل نمو الاحتياطات الدولية، حيث كلما ارتفع الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 1% ينخفض معدل نمو الاحتياطات بـ 1.086%.

- وجود علاقة طردية معنوية بين أسعار النفط ومعدل نمو الاحتياطات، فكلما ارتفع سعر النفط بـ 1% سيتبعه ارتفاع في معدل نمو الاحتياطات بـ 0.49%.

- وجود علاقة عكسية بين الانفتاح المالي $Fopen(EWN)$ ومعدل نمو الاحتياطات، حيث كلما ارتفع متغير $Fopen$ بنسبة 1% سيؤدي إلى انخفاض في IR بـ 0.49%.

- الحد الثابت معنوي أيضا حيث قدر بـ 3.67 أي عند غياب المتغيرات المستقلة فإن قيمة IR تكون نسبتها 3.67%.

- وجود علاقة طردية معنوية بين معدل نمو الاحتياطات في السنة السابقة في الفرق الأول ونفسها في السنة الحالية، حيث عند ارتفاعه بـ 1% في السنة السابقة في الفرق الأول سيرتفع في السنة الحالية بـ 0.91%.

- يوجد علاقة طردية موجبة بين معدل نمو الاحتياطات ومتغير الناتج المحلي الإجمالي في السنة الحالية في الفرق الأول حيث كلما ارتفع الناتج المحلي الإجمالي بـ 1% سيرتفع معدل نمو الاحتياطات بـ 6.64%.

- يوجد علاقة طردية موجبة بين معدل نمو الاحتياطات ومتغير الناتج المحلي الإجمالي في السنة الحالية والسنتين السابقتين في الفرق الأول حيث كلما ارتفع الناتج المحلي الإجمالي بـ 1% سيرتفع معدل نمو الاحتياطات بـ 6.64% و 5.11% و 4.6% على التوالي.
- يوجد علاقة عكسية بين متغير أسعار النفط في الفرق الأول في كل من السنة الحالية والسنة السابقة على الترتيب كالتالي حيث كلما ارتفعا هذين الأخيرين بـ 1% سينخفض معه معدل نمو الاحتياطات بـ 0.25% و 1.10% على الترتيب.
- وجود علاقة عكسية معنوية بين معدل نمو الاحتياطات ومؤشر استقرار أسعار الصرف، حيث عند ارتفاع هذا الأخير بـ 1% سينخفض معدل نمو الاحتياطات بـ 1.85%.
- يوجد علاقة طردية بين متغير الانفتاح المالي في الفرق الأول في كل من السنة الحالية والسنتين السابقتين على الترتيب كالتالي حيث كلما ارتفع هذا الأخير بـ 1% سيرتفع معدل نمو الاحتياطات بـ 0.97% و 1.30% على الترتيب.
- يوجد علاقة طردية بين متغير الانفتاح التجاري في الفرق الأول في كل من السنة الحالية والسنتين السابقتين على الترتيب كالتالي حيث كلما كان هناك ارتفاع في هذه السنوات بـ 1% سيرتفع معدل نمو الاحتياطات بـ 1.57% و 2.30% و 2.81% على الترتيب.
- بلغت قيمة معامل التحديد 0.9534 وهذا يدل على ارتفاع جودة التوفيق في النموذج، بحيث أن المتغيرات المفسرة المدرجة في النموذج فسرت الإحتياطات الدولية بنسبة 95.34% وهي درجة تفسير مرتفعة.

خلاصة الفصل

على ضوء نتائج الدراسة القياسية لحالة الجزائر خلال الفترة 1990-2023 تدل عدة مؤشرات على وجود علاقة بين تراكم الاحتياطات الدولية وطبيعة نظام الصرف بالدرجة الأولى وبحجم الناتج المحلي الإجمالي وأسعار النفط ودرجة الانفتاح التجاري والتكامل المالي مع دول العالم، بدرجة ثانية حيث سجلت مستويات الاحتياطات ثلاث فترات رئيسية:

الفترة الأولى من سنة 1990-1999 والتي لم يتجاوز فيها حجم الاحتياطات مستوى 8 مليار دولار سنة 1997 بسبب تداعيات الإصلاحات الهيكلية المرتبطة ببرامج صندوق النقد الدولي التي شهدها الاقتصاد الجزائري وانخفاض أسعار البترول التي لم تتجاوز 20 دولار للبرميل بالإضافة إلى عملية الانتقال من نظام تثبيت سعر الصرف للدينار مقابل سلة العملات إلى تبني نظام التعويم المدار وإنشاء سوق الصرف ما بين البنوك، وهذا ما أدى إلى انخفاض تدريجي لقيمة العملة المحلية وتحمل الاقتصاد الوطني مخاطر تقلبات سعر الصرف واستنزاف الاحتياطات في الدفاع عن العملة.

الفترة الثانية من سنة 2000-2013 وهي فترات سجلت تتصاعد ملحوظ بزيادة في حجم الاحتياطات الدولية والتي تزامنت مع ارتفاع أسعار النفط بأكثر من 75% مقارنة بالفترة الأولى وهذا ما أثر بالإيجاب على تراكم الاحتياطات وسجلت مستوى بذروة تقدر بـ 200 مليار دولار سنة 2012 مع وجود انفتاح مالي وتدفقات لرؤوس الأموال تتجاوز نسبة 50% كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وانفتاح تجاري كبير تجاوز نسبة 150% كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، بالإضافة إلى استقرار لقيمة الدينار الجزائري التي شهدت هامش تقلب بـ ± 7 بالمائة وهذا ما يتطابق مع خصائص نطاق تقلب العملة في نظام التعويم المدار وعدم التحديد المسبق لمسار مستهدف لسعر الصرف المعتمد رسمياً من طرف السلطات النقدية في الجزائر.

الفترة الثالثة من سنة 2014-2023 وهي فترة التي تعكس الإرتباط الوثيق والعلاقة الطردية بين تقلبات سعر صرف الدينار ومستويات أسعار النفط وحجم الاحتياطات الدولية حيث أن أزمة انهيار أسعار البترول سنة 2014 و جائحة كورونا سنة 2019 أثر مباشرة على حجم الاحتياطات والتي تراجعت إلى أدنى مستوياتها سنتي 2020 و2021 وسجلت 59 و 56 مليار دولار على الترتيب والتي تزامنت مع أكبر تقلبات في مستوى سعر صرف الدينار (السعر الرسمي 142 دينار جزائري لكل وحدة دولار أمريكي) وأدنى مستوى للتدفقات رؤوس الأموال بنسبة 44 بالمائة ومعدلات التبادل التجاري بنسبة 34 بالمائة كنسب من الناتج المحلي الإجمالي.

فأتمة

اهتمت ولا تزال البحوث والدراسات الاقتصادية بكيفية إحداث الاستقرار الاقتصادي العالمي منذ انهيار قاعدة الذهب رغم تميزها بالقبول الدولي وتأسيس نظام نقدي دولي يسمح بتعزيز استقرار سعر الصرف والتعاون النقدي الدولي وتسهيل المبادلات التجارية الدولية تحت إشراف المؤسسات المالية الدولية، وبذلك برزت أهمية نظم الصرف في توازن العلاقات الاقتصادية الدولية ودورها في الاستقرار الاقتصادي للدول من خلال سوق صرف العملة المحلية، المرنة في مواجهة الصدمات وتعزيز نمو معدلات التبادل التجاري.

من خلال تتبع نظام الصرف في الجزائر نسجل أن تأسيس الدينار الجزائري بعد الاستقلال خضع لنظام التثبيت مقابل الفرنك الفرنسي على أساس غطاء ذهبي ثم التوجه إلى الربط مقابل سلة عملات تتشكل من 14 عملة ذات أوزان ترجيحية مختلفة، وبعد العديد من الصعوبات الاقتصادية تم إدخال مجموعة من الإصلاحات الهيكلية على الاقتصاد الجزائري بداية من سنة 1994 وتكييف نظام الصرف وفقا لهذه التعديلات كمرحلة للانتقال إلى تبني نظام التعويم المدار كآلية لتحديد قيمة الدينار الجزائري.

إن إدارة بنك الجزائر للاحتياطات من النقد الأجنبي على ضوء الصلاحيات التشريعية والسياسات المتبعة تركز على ثلاث معايير أساسية: الأمان، السيولة والعائد وتوظيفها في شكل ودائع مصرفية لدى البنوك الدولية أو الاكتتاب لدى الهيئات المالية الدولية المتعددة الأطراف مقابل معدلات فوائد مرتفعة تحقق أعلى عائد ممكن ودون أدنى حد للمخاطرة ويكون ذلك على أساس اختيار مزيج مناسب من العملات الرئيسية في تشكيل احتياطات الصرف.

إن التصريحات الرسمية للسلطات النقدية في الجزائر المتعلقة بطبيعة نظام الصرف المعتمد، نظريا تتميز بالعديد من العناصر حيث يتعين تبني نظام التثبيت حيازة مستويات مقبولة للاحتياطات الدولية للتدخل في سوق الصرف ودعم مصداقية الالتزام بما يضمن استقرار المؤشرات الاقتصادية الكلية والتصريح بأهداف السياسة النقدية كاستهداف التضخم أو المجمعات النقدية من جهة، أو تبني نظام التعويم المدار دون تحديد نطاق محدد مسبقا من جهة أخرى، ولكن واقعا يصنف نظام الصرف وفقا لمؤشرات تتعلق بدرجة التدخل في سوق الصرف ومدى الانفتاح التجاري والتكامل المالي مع باقي دول العالم وبذلك الحكم على إمكانية وجود اختلاف بين التصريح الرسمي والواقعي لنظام الصرف الذي تتبناه السلطات النقدية وهذا ما يسمى بظاهرة الخوف من التعويم، وقد أثبتت الدراسة إلى تبني الجزائر نظام التعويم المدار رسميا ومصرح به لدى هيئة صندوق النقد الدولي وإحداث تنظيم نقدي

الخاتمة

يتماشى مع متطلبات هذا الصنف من النظم خصوص ما تعلق بتأسيس سوق الصرف ما بين البنوك تحت إشراف البنك المركزي.

اعتمدت الجزائر على القروض الدولية في تمويل برامج التنمية الاقتصادية في ظل نظام تثبيت سعر الصرف بداية من سنوات التسعينات من القرن العشرين بسبب ضعف الإيرادات النفطية وانخفاض أسعار البترول ثم تلتها فترة انتعاش أسعار النفط بداية من السنوات الأولى للقرن الواحد والعشرون استغلتها الجزائر لتسوية المديونية والتوجه لإضفاء تعديلات على نظام الصرف ليصبح أكثر مرونة ولمواكبة الانفتاح الاقتصادي وتعزيز فرص الاستثمار الأجنبي المباشر خصوصا من خلال اتفاقيات الشراكة مع الاتحاد الأوروبي بداية من سنة 2005.

إن قرار السلطات النقدية في الجزائر المتعلق باختيار نظام الصرف يخضع للقياس من عدة جوانب أهمها تأثر مستويات الاحتياطات الدولية التي يحوزها البنك المركزي باعتبارها توجه أساسا إلى أولا: إحداث التوازن في سوق صرف العملة المحلية ودعمها من جهة وثانيا: لتمويل برامج التنمية الاقتصادية من جهة أخرى والتي بدورها تخضع إلى قنوات تراكم معرضة للصدمات الخارجية تتمثل أساس في التغيرات في أسعار النفط، ومحاولات الخروج من الاقتصاد الريعي بتنمية الناتج المحلي الإجمالي والتصدير خارج المحروقات وهذا ما يزيد من نسبة الانفتاح المالي والتجاري للبلد.

تعرض الباحثون الاقتصاديون والأكاديميون إلى أهمية الاحتياطات الدولية ودورها في تعزيز الاستقرار الاقتصادي ولم يتم الاختلاف على وظيفتها الحقيقية هي منح الثقة وهذا ما أشار إليه الاقتصادي جون مينارد كينز سنة 1943 ولا تزال هذه الصفة معيار أساسي يدعم القرارات الاقتصادية لصانعي السياسات المتعلقة بدعم المصدقية والالتزام، القدرة على التدخل في الأسواق وإحداث التوازن، تحديد درجة وتوقيت الانفتاح والشراكة مع العالم الخارجي، التوجه إلى الاستثمار و النمو.

أن الاقتصاد الجزائري يعتمد بشكل كبير على إيرادات قطاع الطاقة والمحروقات في تمويل النشاط ومشاريع التنمية الاقتصادية ويتعلق تحسن مستويات احتياطات النقد الأجنبي بتحسين أسعار النفط في شكل علاقة طردية بين المتغيرين حيث يساهم هذا الارتفاع في الحفاظ على الاستقرار النقدي والمالي للمؤشرات الاقتصادية الكلية للبلد.

الخاتمة

ومن زاوية أخرى عمدت السلطات النقدية في الجزائر على تنفيذ جملة من الإجراءات تهدف إلى الحد من تراجع احتياطي الصرف تتركز أساسا في العمل على توجيه الدعم الحكومي وتخفيف الضغط على الخزينة العمومية للدولة من جهة ومحاربة الفساد وما يتعلق بالأنشطة غير المنظمة، كمحاولة لضخ الموارد المالية إلى داخل الجهاز المالي والمصرفي الرسمي ومحاربة السوق الموازية وتقييد حركة الأموال إلى الخارج من جهة أخرى.

نتائج الدراسة: من خلال الدراسة النظرية والتطبيقية القياسية لموضوع البحث يمكن تسجيل النتائج التالية:

- اهتمت الأوساط الأكاديمية والمدارس الاقتصادية بموضوعات نظم أسعار الصرف باعتبارها ركن التوازن والاستقرار للنظام النقدي الدولي خصوصا بعد انهيار نظام الذهب وبريتون وودز، وبداية ظهور الفوضى النقدية وتوجه الدولار للسيطرة على جميع وسائل الدفع والتسعير الدولي.

- تطورت نظرية نظام الصرف وتصنيفاته ينحصر بين الثابت والتعويم ثم تلاها بروز صنف ثالث وسيط محدود المرونة تحاول من خلاله السلطات النقدية الاستفادة من مميزات التثبيت والتدخل في سوق العملات من جهة ومحاولة التكيف وتحقيق التوازن من خلال تحركات سعر صرف العملة، وقد أثر ذلك على تصنيف ترتيبات أسعار الصرف وظهور تفاوت فيما بينها ما سواء تصنيفات رسمية مصرح بها لدى صندوق النقد الدولي (تصنيفات قانونية DeJure) أو تصنيفات واقعية طورها الخبراء الاقتصاديين تعتمد على دراسة وتحليل سلوك سعر الصرف الفعلي للدول (تصنيفات فعلية Defacto) فيما يعرف بظاهرة الخوف من التعويم.

- عرف الدينار الجزائري انتقال بطيء ومحتشم من نظام الصرف الثابت إلى نظام التعويم المدار وذلك منذ التصريحات الرسمية سنة 1995 وما تبعه من إجراءات تتعلق بعمليات الصرف وبيع العملات الأجنبية إلا أنه لم يصل إلى مراحل توحى بزيادة استقلالية البنك المركزي أو حرية حركة رؤوس الأموال والتي هي من أهم مميزات التحول من التثبيت إلى التعويم، ويظهر ذلك في تبني البنك المركزي سياسة تخفيض قيمة العملة أو إعادة تقييمها لإدارة الاحتياطات من العملة الأجنبية والحد من الواردات لتحسين رصيد ميزان المدفوعات وتخفيف آثار الصدمات الخارجية التي يتعرض للاقتصاد الجزائري كالأزمة المالية العالمية 2008

وأزمة انهيار أسعار النفط سنة 2014، وأزمة تباطؤ النشاط الاقتصادي العالمي بسبب جائحة كورونا بين 2019.

- تطور اقتصاديات الدول وتحقيقها لمستويات مقبولة من التنمية وتوجهها للاندماج أكثر في النظام النقدي الدولي يفرض عليها مسايرة متطلبات عملية الانتقال من نظام التثبيت إلى أنظمة التعويم كتطوير سوق الصرف الأجنبي وتحديد استقلالية البنوك المركزية، إدارة مخاطر سعر الصرف وتوقيت زيادة حركة التدفقات النقدية مع مراعاة السرعة والتسلسل.

- بالرغم من حيابة البنك المركزي لمستويات مقبولة من الاحتياطات الدولية وبدون مديونية خارجية، يبقى الاقتصاد الجزائري أكثر عرضة للأزمات والصدمات والتقلبات في قيمة العملة نتيجة عدم تطور النظام المالي والبنكي لدرجة الاندماج والتكامل المالي كشرط أساسي للتعويم أكثر وزيادة مرونة سعر الصرف.

- تعزز نتائج الدراسة خيار تبني نظام الصرف الثابت أكثر ملائمة لخصائص الاقتصاد الجزائري خصوصا ما يتعلق بالاعتماد الكبير على الإيرادات النفطية في تشكيل الاحتياطات الدولية لبنك الجزائر وطبيعة الصدمات الخارجية المرتبطة بها، وتأخر تأهيل النظام المالي والمصرفي لمسايرة زيادة حركة وتدفقات رؤوس الأموال، والمستويات المحدودة لحجم الناتج المحلي الإجمالي الذي لم يحقق نتائج ايجابية في حالة الانفتاح المالي والتجاري.

اختبار الفرضيات

على ضوء الخلفية النظرية والتساؤل الرئيسي للدراسة المتعلق بأثر اختيار نظام الصرف على تراكم الاحتياطات الدولية، وصياغتنا لمجموعة من الفرضيات التي نحاول الحكم على صحتها بالنفي أو الإثبات بالاعتماد على نتائج ونموذج الدراسة القياسية نتحقق من الفرضيات كما يلي:

الفرضية الأولى: " الاقتصاديات النفطية كحالة الجزائر يناسبها نظام الصرف الثابت " حيث ثبتت صحة هذه الفرضية باعتبار أن هذه الاقتصاديات معرضة بدرجة عالية للصدمات الخارجية وتذبذب الطلب الخارجي أو تدهور أسعار النفط، وبذلك يلزمها ربط عملتها بالدولار الأمريكي لأنه عملة التسعير والدفع الدولي الأكثر سيطرة وقبولا لتسوية المدفوعات الدولية مما يساعدها في الحفاظ على استقرار الأسعار المحلية والتحكم في التضخم.

الفرضية الثانية: " يتعين على الدول النامية الانتقال والتحول لتعويم عملتها لضمان تحقيق استقرار مؤشرات الاقتصادية الكلية " حيث ثبتت صحة هذه الفرضية في حالة معاناة هذه

الخاتمة

الدول من اختلالات مزمنة في ميزان المدفوعات وتقلبات في تدفقات رؤوس الأموال وعدم حيابة احتياطات دولية كافية فيكون بذلك الانتقال نحو التعويم خيار وحيد وغير منظم في سبيل تكييف الاقتصاد المحلي مع المتغيرات العالمية وتقليل أثر الصدمات الخارجية كآلية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي.

الفرضية الثالثة: " تعد القدرة على تحقيق الاستقرار الاقتصادي ضمن إطار نظام صرف ثابت بمثابة مرحلة تمهيدية أساسية للانتقال نحو نظام صرف أكثر مرونة أو تعويم تدريجي " حيث ثبتت صحة هذه الفرضية أن الاستقرار يعبر عن كفاءة السياسات الاقتصادية المطبقة وقدرتها على مواجهة الضغوط الخارجية دون الحاجة إلى تعديلات غير مرغوبة في سعر الصرف وهذا ما يعزز ثقة السلطات النقدية في الانتقال نحو أنظمة أكثر مرونة.

الفرضية الرابعة: " الصدمات الخارجية في الدول النفطية هي المعيار الأساسي للخيار بين نظام صرف ثابت أو التوجه إلى المرونة أو التعويم " حيث ثبتت صحة هذه الفرضية خصوصا في حالات الاستقرار النسبي للأسعار وحيابة مستويات مرتفعة من الاحتياطات يمكن تبني نظام صرف ثابت أما في حالة تعدد الصدمات الخارجية تكون الحاجة لنظام أكثر مرونة أو التعويم لامتناس آثار الصدمات وتخفيف الضغط على ميزان المدفوعات وعدم استنزاف الاحتياطات.

الفرضية الخامسة: " الاختلاف بين نظام الصرف الرسمي ونظام الصرف الواقعي يؤثر على تراكم الاحتياطات الدولية وعليه يمكن التأكيد على ظاهرة الخوف من التعويم " حيث ثبتت صحة هذه الفرضية لأن الفارق بين النظامين يؤدي إلى تقلبات كبيرة في سوق الصرف ويحفز المضاربة مما يقوض فرص الاستثمار ويعرقل تدفقات رؤوس الأموال الوافدة وقد يتعدى ذلك إلى استنزاف الاحتياطات في محاولة الدفاع عن سعر الصرف الرسمي غير الواقعي.

الفرضية السادسة: " معايير الاختيار والمفاضلة بين نظم وترتيبات الصرف تختلف بين الدول " حيث ثبتت صحة هذه الفرضية فالاختيار بين نظم وترتيبات الصرف لا تخضع لمعيار واحد بل تتطلب تقييما دقيقا لمجموعة من المتغيرات الهيكلية والظروف الاقتصادية التي تختلف من بلد لآخر.

الفرضية السابعة: " نظام الصرف المعتمد المؤشر الوحيد الذي يؤثر على تراكم الاحتياطات الدولية " ثبتت صحة هذه الفرضية في التأكيد على لدور المحوري الذي يلعبه طبيعة نظام

الصرف المعتمد إلا أنه ليس الوحيد فهناك وعوامل أخرى كرصيد الميزان التجاري ودرجة حرية تدفقات رؤوس الأموال وسياسات البنك المركزي المتعلقة بتنظيم سوق الصرف

الفرضية الثامنة: " تمتلك الجزائر شروط ومتطلبات الانتقال من نظام الصرف الثابت إلى التعويم " ثبتت صحة هذه الفرضية ويظهر أن الجزائر تمتلك مبدئياً هذه الشروط والمتطلبات ويتأكد ذلك بإعلانها الرسمي تبني نظام التعويم المدار وتوفرها على مستوى مقبول من الاحتياطات الدولية وتحقيق فوائض تجارية خصوص في حالة ارتفاع أسعار البترول إلى جانب الجهود المبذولة لتطوير النظام النقدي والمصرفي ومع ذلك لا تزال تحتاج إلى جملة من الإصلاحات خصوصا تعزيز استقلالية السياسة النقدية وتنويع الصادرات خارج المحروقات.

الإقتراحات والتوصيات

بناء على النتائج السابقة المنبثقة من الدراسة النظرية والتطبيقية لأثر اختيار نظام الصرف على تراكم الاحتياطات الدولية نقدم الاقتراحات والتوصيات التالية:

- في الدراسات المستقبلية المتعلقة باختيار نظام سعر الصرف الأمثل للدول النامية والأسواق الناشئة يتعين على مؤسسة صندوق النقد الدولي مراعاة الوضع الاقتصادي الحرج لهذه البلدان من خلال المشورة والنصائح التي يقدمها للاستفادة من التجارب المماثلة.
- تزويد البلدان والدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي بالمعلومات ونتائج الدراسات من أجل مساعدتها في اتخاذ قرارات ملائمة ومثالية تتعلق بأفضل ترتيبات إدارة سعر الصرف.
- ضرورة مواكبة بنك الجزائر لمتطلبات نظام التعويم المدار كحيازة عملات احتياطية متنوعة تسمح بزيادة درجة الانفتاح المالي والتجاري ومسايرة التغيرات التي يمكن أن تطرأ على النظام النقدي الدولي خصوصا مع التراجع السنوي لحصة الدولار الأمريكي من الاحتياطات الدولية التي تحوزها الدول وتوجهها لتعزيز الذهب ضمن احتياطاتها وظهور قطب اقتصادي جديد ممثل في منظمة دول البريكس يدعوا الدول الأعضاء فيه إلى تبني نظام تسوية للمدفوعات الدولية يعتمد على العملات المحلية أو الذهب والتخلي عن عملة الدولار الأمريكي.

- تعزيز مصداقية السياسة النقدية من خلال بنك الجزائر والاهتمام بشكل مباشر باستقرار سعر الصرف وتضييق الفجوة بين سعر الصرف الرسمي وسعر الصرف الموازي من

الخاتمة

- خلال تنظيم السوق الموازي واعتماد شبابيك الصرف ومحاربة الاقتصاد غير الرسمي بتقييد حركة وتحويل الأموال من وإلى الجزائر.
- استخدام وتوظيف الاحتياطات الدولية التي يحوزها بنك الجزائر بشكل متوازن بين استهداف استقرار سعر الصرف من جهة وتمويل برامج التنمية من جهة أخرى.
 - العمل على ترقية الأسواق المالية وتعزيز ثقة المستثمرين فيها لخلق بدائل تمويلية تخفف العبء عن النظام النقدي والمالي الرسمي.
 - الانخراط في المبادرات الدولية التي تساهم في تخفيف التبعية للدولار الأمريكي باعتباره مهدد بفقدان الثقة من طرف الدول الصناعية الكبرى ما يسمح بتنوع الاحتياطات من العملات الأجنبية.
 - العمل على تقييد حركة رؤوس الأموال الموجهة لتغذية السوق الموازي والمضاربة وتضخيم فواتير الواردات.
 - تشجيع واحتضان المبادرات التي تساهم في عمليات التصدير خارج المحروقات التي تدعم الانفتاح الاقتصادي وتحقق عائدات إضافية من العملات الأجنبية.

آفاق الدراسة

في إطار الحديث عن أنظمة وترتيبات أسعار الصرف وأثرها على تراكم الاحتياطات الدولية في ظل تحولات مرتقبة لنظام النقد الدولي، وفي ظل الأزمات الاقتصادية والمالية التي تشهدها الساحة الدولية دورياً، حيث تفرض كل هذه الظروف بذل المزيد من البحث والدراسات المتعلقة هذه القضايا، وعليه نقترح التوسع مستقبلاً في دراسة مجموعة من المواضيع والأبحاث العلمية ذات الصلة نذكر منها:

- اختيار نظام الصرف الملائم لتحقيق استقرار في الأداء الاقتصادي الكلي في الجزائر.
- متطلبات تبني نظام صرف هجين لتحقيق التوازن الاقتصادي في الجزائر.
- دور الاحتياطات الدولية في مختلف ترتيبات نظم الصرف لدى الدول المتقدمة والدول النامية - دراسة مقارنة-
- أثر العملات الارتكازية في تشكيل الاتحاد النقدي.
- تكاليف نظام ربط العملة المحلية بالدولار وأثره على العلاقات التجارية ضمن منظمة البريكس.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

الكتب:

1. أحمد إبريهي علي، الاقتصاد النقدي وقائع ونظريات وسياسات- الطبعة الثانية، دار الكتب، العراق، 2015.
2. أحمد مندور، مقدمة في الإقتصاد الدولي، الدار الجامعية، بيروت، 1990.
3. دومينيك سلفاتور ، نظريات ومسائل في الاقتصاد الدولي ترجمة محمد رضا على العدل ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
4. رمزي زكي، الاحتياطات الدولية: الأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري، دار المستقبل العربي، القاهرة، 1994.
5. رمزي زكي، التاريخ النقدي للتخلف، عالم المعرفة-سلسلة كتب المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، أكتوبر 1987.
6. سعود جايد مشكور العامري، المالية الدولية نظرية وتطبيق، دار زهران، الطبعة الأولى 2010 الأردن.
7. عبد الحميد مرغيث، النقود والتمويل الدولي، مركز البحوث والدراسات، معهد الإدارة العامة، الرياض، 2019.
8. عبد المجيد قدي، البعد الدولي للنظام النقدي الدولي برعاية صندوق النقد الدولي، دار القبيس، الجزائر، 2011، ص74.
9. عدنان حسين يونس الخياط وآخرون، اقتصاديات الاحتياطات الدولية، الطبعة الأولى، دار الأيام، 2019.
10. عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي الطبعة الثانية، الأردن، 2002.
11. علي عبد الفتاح أبو شرار، الإقتصاد الدولي: نظريات وسياسات، الطبعة الثانية، دار المسيرة، الأردن، 2010.
12. لحو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة حسن العصرية، لبنان، 2010، ص138.
13. مايع شبيب الشمري، حسن كريم حمزة، التمويل الدولي أسس نظرية وأساليب تحليلية، دار الضياء الطبعة الأولى، بغداد، 2015.
14. محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية الطبعة الرابعة، الجزائر، 2014، ص156.

الأطروحات والمذكرات:

15. أحمد محمد الطيب، إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر: الواقع والمتطلبات، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، 2008.
16. بربري محمد أمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية-دراسة حالة الجزائر-، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، 2011.
17. ترقو محمد، إمكانية تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في ظل اختيار نظام سعر الصرف الأمثل في الجزائر، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، 2016.
18. سلطاني عادل، إدارة احتياطي الصرف الاجنبي-دراسة حالة الجزائر 1992-2012، مذكرة ماجستير كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير تخصص مالية دولية، جامعة ورقلة، 2015-2016.
19. عزي خليفة، أثر أنظمة سعر صرف الدينار الجزائري على النمو الاقتصادي-دراسة قياسية للفترة 1985-2015، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة المسيلة، 2018.

المقالات الأكاديمية:

20. أحمد إبريهي علي، الطلب على العملة الأجنبية والميزان الخارجي وسعر الصرف، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، السنة الثانية عشرة-العدد الثالث والأربعون/ 2014، ص 67-114، ص85.
21. أحمد بن خليفة، عزي خليفة، مقاربات منهجية وعلمية حول أنشطة أسعار الصرف العالمية، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية-العدد02/سبتمبر2017، ص 27-43.

قائمة المراجع

22. إسوار براساد، وفيرا سونغوي، اندماج نقدي، مجلة التمويل والتنمية، جويلية 2021، ص ص 40-43.
23. إمانويل فارحي، نحو نظام متعدد الأقطاب، مجلة التمويل والتنمية، جويلية 2019.
24. آمنة سعداوي، توفيق بن الشيخ، إدارة تراكم احتياطات الصرف الاجنبي كخيار استراتيجي لتحقيق التنوع الاقتصادي بالدول النفطية للفترة 2000-2019 دراسة قياسية باستخدام نماذج بيانات بانل، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 9 العدد 01-جوان 2022، ص ص 577-595.
25. آيت يحيى سمير، التعويم المدار للدينار الجزائري بين التصريحات والواقع، مجلة الباحث، العدد 2011/09 ص ص 61-71.
26. بربري محمد أمين، مبررات ودوافع التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية-دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، 2010/4، ص ص 71-81، ص 75.
27. بلقاسم ليندة، أثر تقلبات سعر الصرف على التجارة الخارجية حالة الإقتصاد الجزائري خلال الفترة 1998-2010، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية - دراسات اقتصادية-24(1)، جامعة زيان عاشور بالجلفة، ص ص 251-272.
28. بوحنيك هدى، دور بنك الجزائر في تسيير العمليات المالية المرتبطة بالخارج، مجلة الباحث -2010/08، ص ص 109-118.
29. بوشريط كمال، احتياطي النقد الأجنبي وعلاقته بسعر الصرف دراسة حالة الجزائر (1980-2010)، مجلة الأبحاث الاقتصادية لجامعة البلدية 2، العدد 10، جوان 2014.
30. بوشمال محمد، حميدة مختار، أثر احتياطي النقد الاجنبي على سعر الصرف دينار/دولار في الجزائر، دراسة تحليلية قياسية خلال الفترة 1990-2019، مجلة دراسات العدد الإقتصادي، المجلد 11 العدد 2 2020، ص ص 359-377.
31. بوكريدي عبد القادر، بلعزوز بن علي، العوامل المساهمة في تفضيل البنوك المركزية للعمليات الاحتياطية غير التقليدية-دراسة حالة الدولار الكندي- مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية. / قسم العلوم الاقتصادية والقانونية. العدد 14-جوان 2015 ص ص 26-32.
32. بوكريدي عبد القادر، كيحل عبد الباقي، محددات الطلب على احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر دراسة قياسية للفترة 1990-2019، مجلة الاستراتيجية والتنمية المجلد 12 العدد 01/جانفي 2022 ص ص 216-237.
33. تواقشت رانية، دور النظام المالي ونظام النقد الدولي في تعزيز التمويل الدولي، مجلة إيكوفان المجلد 02 العدد 02/2020 ص ص 33-48.
34. جعفر هني محمد، متطلبات إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية -دراسة حالة بنك الجزائر-، ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير العدد السابع، مارس 2019.
35. جهاد أزغور، أبيبهي أمرو سيلاسي، الطريق إلى التكامل التجاري، مجلة التمويل والتنمية، سبتمبر 2023.
36. حاشي نوري، أثر تراكم احتياطات الصرف الأجنبي على التضخم: تجربة من الجزائر، مجلة النمو الاقتصادي وريادة الأعمال JEGE، المجلد 4 العدد 8 ص ص 83-97.
37. حمدي أحمد علي الهنداوي، محمد أحمد مطر، أثر ابراهيم اسماعيل، قياس أثر محددات الطلب على الاحتياطات الأجنبية على الاستقرار النقدي في العراق، المجلة المصرية للدراسات التجارية، المجلد 46 العدد 3 يوليو 2022، ص ص 101-150.
38. خالد هاشم عبد الحميد، ادارة احتياطات الصرف الاجنبي ودورها في تحقيق النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، تاريخ النشر 2019/5/9، ص ص 597-628.
39. خلاف وليد، تعزيز حوكمة صندوق النقد الدولي:دراسة في فعالية نظام حوكمته الداخلية وشرعيته تمثيله، المجلة الجزائرية للعلوم الانسانية والاجتماعية، المجلد 06-العدد 01. جوان 2022 ص ص 203-225.
40. دلال بن سمينة، عزيزة بن سمينة، دراسة تحليلية تقييمية لبرامج الانتعاش الاقتصادي المعتمدة في الجزائر خلال الفترة (2001-2014)، مجلة العلوم الانسانية-جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 46، مارس 2017، ص ص 285-298.

قائمة المراجع

41. راغورام راجان، الإصلاح أو المخاطرة بفقدان أهميته، مجلة التمويل والتنمية صندوق النقد الدولي، جوان 2024.
42. روبيا دوتاغوبتا، وغيلدا فرنانديز، وسيم كاراكاداغ، التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف ومتى وبأي سرعة؟ صندوق النقد الدولي، قضايا اقتصادية العدد 38.
43. زايري بلقاسم، كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، العدد 7، المجلد 5 2009، ص ص 45-74.
44. سها عبد الرحمن مرسي أحمد، أثر دورية البيانات على تقدير معاملات دالة تحديد المستوى الأمثل لحجم الاحتياطات النقدية الدولية المصرية في الفترة 1992-2002، المجلة العلمية لقطاع كليات التجارة - جامعة الأزهر، العدد 13-يناير 2015.
45. سهيلة مواكبي، محمد زيدان، محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر دراسة قياسية من 1994-2016، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 16/العدد 22 السنة 2020، ص ص 129-144.
46. سو كديف سينغ، دواعي التدخل في سوق الصرف منظورات الأسواق الصاعدة، مجلة التمويل والتنمية، مارس 2023.
47. سيم كاراكاداج، روبيا دوتاغوبتا، جليدا فيرنانديز، شوجو إيشى، من التثبيت إلى التعويم: لا داعي للخوف الآن، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2004.
48. شاعة عبد القادر، المديونية الخارجية للدول النامية بين إعادة الجدولة والدفع المسبق مع إشارة لحالة الجزائر، مجلة الأبحاث الاقتصادية لجامعة سعد دحلب البليدة-العدد 04/ديسمبر 2010 ص ص 177-188.
49. الشريف بقة و عبد الحميد مرغيث، إدارة احتياطات النقد الأجنبي في الجزائر: الفرص والتحديات، مجلة التكامل الاقتصادي، مجلد 2 العدد 1 (2014) ص ص 210-233.
50. صابري حمزة، بكريتي لخضر، محددات احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر دراسة قياسية للفترة 1990-2020، مجلة ادارة الأعمال والدراسات الاقتصادية مجلد 09 العدد 01/2023، ص ص 073-092.
51. عادل بونحاس، دور استراتيجية التحويل والدفع المسبق للديون في تخفيض حجم المديونية العمومية في الجزائر، دفاثر البحوث العلمية، المجلد 9، العدد 1، السنة 2021، ص ص 577-589.
52. عبد الحميد مرغيث، محاولة قياس درجة تدخل بنك الجزائر في سوق الصرف الأجنبي باستخدام نموذج Levy-Yeyati&Sturzenegger، مجلة اوراق اقتصادية العدد 03، ديسمبر 2018.
53. عبد الحميد مرغيث، مدى قابلية تطبيق استراتيجية استهداف التضخم في الجزائر، مجلة أوراق اقتصادية، المجلد 04 العدد 02، ديسمبر 2020.
54. عبد العزيز طيبة، عمار طاهرات، دور سياسة التعقيم النقدي في الحد من ظاهرة التضخم دراسة تحليلية لحالة الجزائر خلال الفترة 2000-2017، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 23 العدد 01 السنة 2020، ص ص 753-772.
55. عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 6/2009، ص 2.
56. عزي خليفة، مسعودي زكرياء، الجدل القائم حول منطقة العملة المثلّي-المعايير والتقييم والدوافع- مجلة آفاق للبحوث والدراسات، العدد 3، جانفي 2019.
57. عمار بوطكوك، المحددات الخارجية للاحتياطات، مجلة العلوم الإنسانية لجامعة أم البواقي، المجلد 7، العدد 3 - ديسمبر 2020.
58. عيساني العارم، دور صندوق ضبط الإيرادات في الحد من المديونية الخارجية بالجزائر خلال الفترة 2000-2015، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد الثالث/مارس 2018، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي الونشريسي، تيسمسيلت، الجزائر، ص ص 120-131.
59. غريبي أحمد، زكي أحسن، آليات دعم الاحتياطات الدولية الجزائرية في ظل تراجع أسعار المحروقات خلال الفترة 2008-2015، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 10/2016، ص 12.
60. كريس ويليش، تحرير النقد الأجنبي في إفريقيا، مجلة التمويل والتنمية، سبتمبر 2022

قائمة المراجع

61. كريمة حبيب، عادل زقير، إشكالية تنويع الاقتصاد الجزائري وإرساء النمو المستدام بين برامج الإنعاش والرؤية الجديدة للنمو في آفاق 2030، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، الجزائر، العدد5، ديسمبر2018. ص ص 112-129.
62. مارتن وولف، لا وقت لأنصاف الحلول، مجلة التمويل والتنمية، جوان 2024، ص 15.
63. مايكل بوردو، المنظور التاريخي لاختيار نظام سعر الصرف، ندوة نظم وسياسات أسعار الصرف، صندوق النقد العربي 16-17 ديسمبر 2002، أبوظبي، 2003، ص ص 22-61.
64. مجيطة مسعود، التسديد المسبق للديون الخارجية : حالة الجزائر، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية، مخبر الصناعات التقليدية لجامعة الجزائر 3، المجلد 01 -العدد- سنة 2012، ص ص 99-112.
65. محمد العيد صلوح، عبد الرزاق حولي لخضر، السايح بوزيد، آليات إدارة احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر للتحوط من تراجع قيمتها الحقيقية خلال الفترة (2000-2015)، مجلة الباحث، 2018، المجلد 18 (العدد 01)، الجزائر، ص ص 213-224.
66. محمد ترقو، المستوى الأمثل لاحتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر-دراسة قياسية، مجلة معارف المجلد 17/العدد 2 (ديسمبر 2022)، ص ص 401-419.
67. محمد داودي و عبد الغفار غطاس، محددات سعر صرف الدينار الجزائري:دراسة تحليلية قياسية للفترة 1970-2011، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية - العدد الثاني 2016.
68. محمد مباني، احتياطات الصرف استعمال صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر خلال الفترة 2000-2018، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية، مخبر الصناعات التقليدية لجامعة الجزائر3، المجلد09(العدد01)2020، ص ص 227-246.
69. مروه سمير حجازي، عبد السميع تحسين، إدارة الاحتياطات الدولية ودورها في تحقيق النمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة 2000-2022، المجلة المصرية للدراسات التجارية، المجلد47 العدد4 أكتوبر 2023، ص ص 601-650.
70. نزالي سامية، فعالية السياسة النقدية في ظل أنظمة الصرف المختلفة-مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، مجلد 6 عدد2/2015، ص ص 218-230.
71. هادف حيزية، مواجهة الأزمات المالية من خلال الاختيار الصحيح لنظام سعر الصرف، مجلة آفاق علوم الادارة والاقتصاد، المجلد 02/العدد02 (2015) ص ص 30-50.
72. هدى بن محمد، عرض وتحليل البرامج التنموية في الجزائر خلال الفترة 2001-2019،مجلة كلية السياسة والاقتصاد، العدد الخامس، يناير 2020.
73. هند محمد عبد الحميد الدناصوري، الإحتياطي النقدي الأجنبي كمحدد أساسي في اختيار نظم سعر الصرف في مصر في الفترة من 1990-2020، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، جامعة قناة السويس، المجلد13 العدد2 أبريل 2022، ص ص 211-243.
74. وافي ناجم و جلالية عبد الجليل، نموذج النمو الاقتصادي مسعى لتنويع مصادر النمو الاقتصادي في الجزائر، مجلة الحوار الفكري، مجلد 15/العدد2 (2020)، ص ص 1-18.
75. وليام روتو، توافق الآراء على اصلاح الصندوق، مجلة التمويل والتنمية، جوان 2024، ص ص 42-44.

التقارير

76. الاحتياطات الدولية والسيولة بالعملة الأجنبية المبادئ التوجيهية لإعداد نموذج قياسي للبيانات، صندوق النقد الدولي، واشنطن، الطبعة العربية 2013
77. الجزائر تعلن رسميا تفاصيل نموذجها الجديد للنمو الاقتصادي حتى 2030، مقال اقتصادي بموقع وكالة أناضول، <https://www.aa.com.tr/ar>
78. المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي، المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي، 2001/09/20
79. مقال بعنوان : مداخل صندوق ضبط الإيرادات ستقارب 1800 مليار دج في 2023، موقع وكالة الأنباء الجزائرية 2023-1800-152686-1800-2023، بتاريخ 2023/11/29، <https://www.aps.dz/ar/economie/152686-1800-2023>

القوانين

80. أمر رقم 11-03 المؤرخ في 27 جمادى الثانية عام 1424 الموافق لـ 26 غشت 2003 المتعلق بالنقد والقرض
81. بنك الجزائر، القرار رقم 95-08 المؤرخ في 23 ديسمبر 1995 المتعلق بسوق الصرف بين البنوك.
82. بنك الجزائر، اللائحة رقم 20-04 المؤرخة في 15 مارس 2020 والمتعلقة بسوق الصرف الأجنبي بين البنوك وعمليات خزينة الصرف الأجنبي وأدوات التحوط من مخاطر الصرف الأجنبي.
83. بنك الجزائر، اللائحة رقم 01-2017 المؤرخة في 10 يوليو 2017 المتعلقة بسوق الصرف بين البنوك وأدوات التحوط من مخاطر الصرف الأجنبي (الجريدة الرسمية رقم 2017/55).
84. بنك الجزائر، تعليمة رقم 97-08 المتعلقة بحقوق الصرف للسفر إلى الخارج.
85. بنك الجزائر، نظام رقم 16-02 المؤرخ في 21 أبريل 2016 الذي يحدد سقف التصريح باستيراد و تصدير الأوراق النقدية و /أو الأدوات القابلة للتداول المحررة بالعملات الأجنبية القابلة للتحويل بصفة حرة من طرف المقيمين و غير المقيمين، المادة 5 (الجريدة الرسمية رقم 2016/25).
86. بنك الجزائر، نظام رقم 25-04 المؤرخ في 13 أكتوبر 2024 الذي يحدد سقف التصريح باستيراد وتصدير الأوراق النقدية و/أو الأدوات القابلة للتداول المحررة بالعملات الأجنبية القابلة للتحويل بصفة حرة من طرف المقيمين وغير المقيمين، المادة 2 (الجريدة الرسمية رقم 2024/77).
87. قانون المالية لسنة 2025 ضمن مخرجات مجلس الوزراء يوم 6 أكتوبر 2024.
88. قانون رقم 23-09 المؤرخ في 21 يونيو 2023 يتضمن القانون النقدي والمصرفي
89. قرار مجلس الوزراء بتاريخ 8 ديسمبر 2024.
90. مرسوم رئاسي رقم 04-223 المؤرخ في 3 أوت 2004 المصادقة على اتفاقية تسيير وتنمية التبادل التجاري بين الدول العربية (جريدة رسمية رقم 2004/49)
91. المواد 40، 62، من الأمر 11-03 المؤرخ في 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض.

ثانيا : المراجع باللغة الأجنبية

Ouvrages

92. Cristina Terra, **Exchange Rate Regimes: Principal of international Finance and Open Economy Macroeconomics :Theories, Applications and Policies**, Elsevier Inc. 2015, p265

Reuves at Articles

93. Afroune Nadia, Achouche 192eptemb, **Analyse de la relation entre le prix du pétrole et le taux de change 192ept de dinar Algérien**, The Journal of Economics and Finance(JEF), vol4 N2/2018, p15.
94. Agarwal, J. P.. **Optimal Monetary Reserves for Developing Countries**. Weltwirtschaftliches Archiv, 107(1971), 76-91
95. Aizenman, Joshua, **The Impossible Trinity (aka the policy Trielmma) : The Encyclopedia of financial globalization**, WP N°666, University of California, Economics Departement, Santa Cruz, CA, May, 2010 P17.
96. Alberto Alesina, Robert J. Barro, Silvana Tenreyro, **Optimal Currency Areas**, Harvard Univercity, NBER Macroeconomics Annual 2002, Vol 17, pp. 301-356.
97. Andrea Bubula and Inci Otker-Robe, **The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990 :Evidence from De Facto Policies**, IMF WP/02/155, 192eptember 2002, p31.
98. Atish R. Ghosh et Jonathan D. Ostry, **Le choix du régime de change**, IMF Finances & Développement, Décembre 2009, pp 38-40
99. Barry Eichengreen,, Ricardo Hausman, **Exchange Rates and Financial Fragility**, WP 7418 NBER Cambridge, November 1999.
100. Bubula Andrea, Otker-Robe, **Are Pegged and intermediate Exchange Rate Regimes More Crises Prone ?**, IMF WP 03 /223, 2003.
101. Calvo, M. Reinhart, **Fear of Floating**, NBER WP 7993, Cambridge, November 2000, p27
102. Carmen M. Reinhart, Kenneth S.Rogoff, **The modern history of exchange rate arrangements: A reinterpretation**, the quarterly journal of economics, vol97, issue1, February 2004.
103. Cécile Couhard, Carl Grekou, **Better Tow Eyes than One: A Synthesis Classification of Exchange Rate Regimes**, CEPII Working paper N° 2021-07 October 2021.
104. Chrysost Bangake, Jean-Baptiste Desquilbet, Nabil Jedlane, **The Exchange Rate Regimes for small Countries :an Application to the Maghreb Countries**, document de Recherche n°2008-28, Laboratoire

- d'Economie d'Orléans UMR CNRS 6221, Faculté de Droit, D'Economie et de Gestion, Université d'Orléan, France.
105. Davor Kunovac, Diego Rodriguez Palenzuela, and Yiqiao Sun, **A new optimum currency area index for the euro area**, Working Papers W-67, Croatian National Bank and European Central Bank, December 16, 2022, pp1-50
 106. Eduardo Levy-Yeyati & Federico Sturzenegger, **Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. word**, European Economic Review 49 ,2005, P-P 1603 – 1635
 107. Eduardo Levy-Yeyati & Federico Sturzenegger, **classifying exchange rate regimes: 15 years later**, faculty research working papers series, havard kennedy school of government, june 2016, RWP16-028.
 108. Eduardo Levy-Yeyati and Federico Sturzenegger, **A De Facto Classification of Exchange Rate Regimes :A Methodological Note**, Business School, Universidad Torcuato Di Tella, Argentina, 2002. P9 p11.
 109. Eduardo levy-Yeyati, Federico Sturzenegger, Iliana Reggio, **On The Endogeneity of Exchange Rate Regimes**, WP 09-83 Economic Series 47, Departamento de Economia, Universidad Carlos 3 de Madrid, Spain.
 110. Eichengreen, R. Hausmann, **Exchange rates and financial fragility**, Op. Cit. pp 35-36
 111. Emilija Bekev, **Exchange Rate Regime choice**, panoeconomicus,UDC 339.743, 3/2006, pp 313-334, P325
 112. Emmanuel Erem, **Investigating De facto and De jure Exchange Rate Regimes**, Review of socio-economic perspectives, Vol 5 Issue 1, April 2020, pp 35-60.
 113. Emmanuel Erem, **Investigation de Facto and de Jure Exchange Rate Regimes**, Review of Socio-Economic Perspectives, Vol. 5 Issue: 1/April 2020, p40.
 114. Era Dabla Norris and Others, **Optimal precautionary Reserves for Low Income Countries :A Cost-Benefit Analysis**, IMF, WP11/249, October 2011, P17.
 115. Era Dabla Norris, **Optimal Precautionary Reserves for Lw-Income Countries : A Cost-Benefit Analysis**,WP/11/249 IMF, October 2011, p19.
 116. Eswar Pasad et Lei Ye, **Will the Renminbi Rule ?**, F&D, March 2012,Vol49 N1, p26.
 117. Ethan Ilzetzki, Carmen M. Reinhart, Kenneth S.Rogoff, **Exchange Arrangements Entering The 21st Century:Which Anchor Will Hold?** , wp23134 NBER, Cambridge February 2017.
 118. Ethan Ilzetzki, Carmen M. Reinhart, Kenneth S.Rogoff, **Rethinking Exchange Rate Regimes**, WP29347 NBER, Cambridge October 2021.
 119. Ethan Ilzetzki, Carmen Reinhart and Ken Rogoff, **The Country Chronologies and Background Material to Exchange Rate Arrangements into the 21st Century :Will the Currency Hold?**, Updated August 27,2021, p5.
 120. Fahrettia Yagci, **Choice of Exchange Rate Regimes for Developing Countries**, African Region WPSeries N16, World Bank, April 2001, p4.
 121. Frankel J. , **No Single Currency is Right for All Countries or at All Times**, Princeton Essays in International Finance 215, Intarnational Finance Section Departement od Economics Princeton Univrsity, 1999.
 122. Ghosh, A. R., Gulde, A.-M., Ostry, J. D. & Wolf, H. C. , **Does the nominal exchange rate regime matter?** WP5874 NBER, Cambridge, January 1997 pp 4-5.
 123. H. Robert Heller, **Determinant of Exchange Rate practices**, journal of money, Credit and Banking, August 1978 vol10.
 124. H. Robert Heller, Mohsin S. Khan, **The Demand for International Reserves Under Fixed and Floating Exchange Rate**, IMF Staff papers:Volume 25 N4, Jan. 1978 pp 623-649,
 125. H. Robert Heller, **Optimal International Reserves**, The Economist Journal, June, 1966, p296-308.
 126. Hiro Ito, Robert N. McCauley, **Currency Composition of Reserves, Trade invoicing and Currency Movements**, Emerging Market Review 25, 2015, pp 16-19.
 127. Hiro Ito, Robert N. McCauley, **The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves**, BIS Working Papers N°828, Monetary and Economic Departement, Bank for International Settlements, Dec. 2019, pp 1-32,
 128. Jaewoo Lee, **option pricing Approach to International Reserves**, Review of international economics Vol17 Issue4 2009, pp 844-860
 129. Jeffrey A. Frankel, **No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times**, NBER WP7338, Cambridge, September 1999, pp 2-5
 130. Jerse Halliday, David Archer, **The Rationale for Holding Foreign Currency reserves,Financial Market**, Department, Reserve Bank of Zealand Bulletin vol61 N4,1998, pp 346-354 p347.
 131. John Williamson, **The Evolution of Thought on Intermediate Exchange Rate Regimes**, The Annals of the American Academy of Political and Social Science, Vol 579, Exchange Rate Regimes and Capital Flows, 2002, pp 73-86.
 132. Joshua Aizenman, Menzie D. Chinn, Hiro Ito, **Assessing the Emerging Global Financial Architecture :Measuring the Trilemma's Configurations Over Time**, NBER WP 14533, Dec. 2008, P7.

133. Joshua Aizenman & Jaewoo Lee, **International Reserves: Precautionary Versus Mercantilist Views, Theory and Evidence**, Open Economies Review, Springer, vol. 18(2), April 2007, pp 191-214
134. Joshua Aizenman and Jaewoo lee, **International Reserves : Precautionary Versus Mercantilist Views, Theory and Evidence**, National Bureau of economic Research, May 2005, WP 11366, Cambridge p :02
135. Joshua Aizenmen, and others, **The Currency Composition of International Reserves, Demand for International reserves, and Global safe assets**, NBER working Paper series 25934, Cambridge, June 2019.
136. Philip R. Lana, Gian Maria Milesi-Ferretti, **The External Wealth of Nations Mark II : Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities**, 1970-2004, Journal of International Economics, Elsevier, vol. 73(2), pages 223-250, November 2007.
137. Philip R. Lana, Gian Maria Milesi-Ferretti, **The External Wealth of Nations Revisited : International Financial Integration in the Aftermath of Global Financial Crisis**, IMF Economic Review 66(1), 188-222, March 2018
138. Philip R. Lane, Gian Maria Milesi-Ferretti, **The External Wealth of Nations**, Database The brookings Institution, provides estimates of external assets and liabilities for 210 Economies 1970-2023, version : January 6, 2025.
139. Kathryn M. E. Dominguez and Others, **International Reserves and The Global Financial Crisis**, NBER WP 17362, Cambridge, 2011, p22
140. Ketil Hviding and Others, **Can Higher Reserves Help Reduce ExchangeRate Volatility ?** IMF, WP/04/189, 2004, p3
141. **l'Economie Africaine 2020**, Agence Française de développement, la découverte, 2020
142. M. Obstfeld, J. C. Shambaugh, A. M. Taylor, **Financial Stability, the Trielmma and International Reserves**, WP 14217 NBER August 2008.p28.
143. Mark Stone, Harald Anderson & Romain Veyrune, **Exchange rate regimes: Fix or float?**, Finance and Development, A quarterly magazine of the IMF, March 2008, Vol45 N01, pp 42-43.
144. Masahiro Kawai, Shigeru Akiyama, **The Role of Nominal Anchor Currencies in Exchange Rate Arrangements**, Journal of the Japanese and International Economies 12, 334-387 Article N° JJ980419, October 1998.
145. Mathias Hoffmann, **Fixed Versus flexible Exchange rate: Evidence from developing countries**, WP n° 05-03, centre for financial research (CFD), University of Cologne, February 22, 2005.
146. Muhammad Sigit Andhi Rahman, **Multilaterlism In East Asia Multilateralism in East Asia: Analysis of Chiang Mai Initiative (CMI) within ASEAN+3 Framework**, Jurnal Kajian, Vol.1 N°1, 2010 Hal 101-118. P103
147. Obstfeld Maurice, Alan M. Taylor, **The Great Depression as a Watershed : International Capital Mobility over the Long run**, WP 5960 NBER, Cambridge, March 1997.
148. Olivier Jeanne, Romain Rancière, **The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries : Formulas and Applications**, IMF WP/06/229, Research Departement, Octobre 2006.
149. R. A. Mundell, **Capital mobility and stabilization Policy : Under Fixed and Flexible Exchange Rates**, The Canadian Journal of Economics and Political Science, Vol29 N04 Nov. 1963, pp 475-485.
150. Robert Triffin, **Gold and The Dollar Crisis**, the journal of economic History vol21 issue 3, September 1961 pp 426-427.
151. Scott Roger, **The Management of Foreign Exchange Reserves**, Bank for International Settlement (BIS) Economic papers N38, July 1993, p10
152. **The international role of the euro**, European central bank, June 2024 pp 3-4 <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ire/ecb.ire202406~0b56ba4f71.en.pdf>
153. Tijana Soja, **Optimal level of Foreign Reserves Example of Bosnia and Heregovina**, Proceedings of the faculty of Economics in East Sarajevo, Issue 9/2014, p108.
154. Tingting cheng, Jiajie Zhu, **An Empirical Analysis about Optimal Scale of China's Foreign Exchange Reserves**, Journal of service and management, 2020, 13, pp 357-376.
155. Viktor Dudzich, **Determinants of De Jure – De Facto Exchange Rate Regime Gaps**, Journal of central Banking theory and practice, 2022, vol1, pp 151-177.

Rapports:

156. **Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2022 (AREAER)**, IMF, July 23, 2023
157. **International Reserves and Foreign Currency Liquidity**, Guidelines for a data Template, IMF p17.
158. **Le fonds Monétaire international**, Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management, Approved by the Executive Board on September, 20,2001.
159. **Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserves management**, Washington D.C. IMF, 2014.

قائمة المراجع

ثالثا: مواقع مصادر البيانات

- الاحصاءات المالية الدولية data.imf.org
- بنك الجزائر www.bank-of-algeria.dz
- بيانات الحسابات القومية للبنك الدولي وبيانات الحسابات القومية لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي data.albankaldawli.org
- التقارير السنوية لترتيبات الصرف وقيود المفروضة على الصرف www.elibrary-areaer.imf.org
- التقرير الإحصائي السنوي لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للبتروول (أوبك) oapecorg.org
- قاعدة البيانات الاقتصادية، صندوق النقد العربي amf.org.ae
- قاعدة بيانات البنك الدولي databank.worldbank.org
- مجلس الذهب العالمي <https://www.gold.org>
- منظمة البريكس <https://infobrics.org>
- وزارة المالية dgpp.mf.gov.dz

ط ح ق

الاختبارات التشخيصية للنموذج

	IR	ERS	EWN	GDP	P_OIL	TOPEN
Mean	0.136594	0.147334	0.680573	145.2389	52.35353	0.421500
Median	0.097449	0.137047	0.526878	146.1261	48.53500	0.459732
Maximum	1.220128	0.391508	1.399018	215.1440	112.9200	0.654473
Minimum	-0.272849	0.058237	0.357821	89.28305	12.28000	0.183102
Std. Dev.	0.304699	0.058632	0.342138	42.61437	33.01778	0.151576
Skewness	1.258136	2.025401	1.025051	0.083349	0.465951	-0.306079
Kurtosis	5.640329	10.09386	2.562278	1.547327	1.893258	1.721282
Jarque-Bera	18.84586	94.53685	6.225569	3.028900	2.965538	2.847297
Probability	0.000081	0.000000	0.044477	0.219929	0.227008	0.240834
Sum	4.644208	5.009365	23.13948	4938.121	1780.020	14.33101
Sum Sq. Dev.	3.063771	0.113446	3.862935	59927.50	35975.73	0.758188
Observations	34	34	34	34	34	34

UNIT ROOT TEST TABLE (ADF)

		At Level					
		IR	LGDP	LP_OIL	ERS	EWN	TOPEN
With Con...	t-Statistic	-4.5083	-0.0112	-1.1153	1.8953	-2.2237	-1.6491
	Prob.	0.0011	0.9508	0.6979	0.9996	0.2022	0.4470
		***	n0	n0	n0	n0	n0
With Con...	t-Statistic	-5.0609	-1.6217	-2.0357	-0.4520	-2.2543	-1.4267
	Prob.	0.0014	0.7624	0.5610	0.9795	0.4454	0.8339
		***	n0	n0	n0	n0	n0
Without ...	t-Statistic	-3.8797	6.3584	0.5829	0.8131	-0.8354	-0.1847
	Prob.	0.0003	1.0000	0.8372	0.8817	0.3462	0.6120
		***	n0	n0	n0	n0	n0
		At First Difference					
		d(IR)	d(LGDP)	d(LP_OIL)	d(ERS)	d(EWN)	d(TOPEN)
With Con...	t-Statistic	-8.6792	-4.2570	-5.6786	-0.0912	-2.1380	-6.1047
	Prob.	0.0000	0.0022	0.0000	0.0300	0.0122	0.0000
		***	***	***	n0	n0	***
With Con...	t-Statistic	-8.5415	-4.1876	-5.5801	-0.3521	-2.1549	-6.1689
	Prob.	0.0000	0.0122	0.0004	0.9841	0.4972	0.0001
		***	**	***	n0	n0	***
Without ...	t-Statistic	-8.8294	-1.2364	-5.5130	0.2933	-2.1702	-6.1616
	Prob.	0.0000	0.1939	0.0000	0.7631	0.0309	0.0000
		***	n0	***	n0	**	***

Bounds Test

Null hypothesis: No levels relationship
Number of cointegrating variables: 5
Trend type: Rest. constant (Case 2)
Sample size: 31

Test Statistic	Value
F-statistic	7.159483

Bounds Critical Values

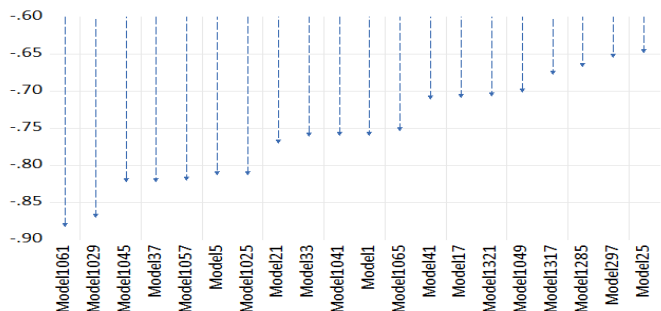
Sample ...	10%		5%		1%	
	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
30	2.407	3.517	2.910	4.193	4.134	5.761
35	2.331	3.417	2.804	4.013	3.900	5.419
Asymptotic	2.080	3.000	2.390	3.380	3.060	4.150

* I(0) and I(1) are respectively the stationary and non-stationary bounds.

Model Selection Criteria Table
Dependent Variable: IR
Date: 05/02/25 Time: 00:00
Sample: 1990 2023
Included observations: 31

Model	LogL	AIC*	BIC	HQ	Specification
1061	33.658859	-0.881217	0.043936	-0.579640	ARDL(2,3,3,1,2,3)
1029	35.450204	-0.867755	0.149913	-0.536021	ARDL(2,3,3,3,2,3)
1045	33.722443	-0.820803	0.150608	-0.504147	ARDL(2,3,3,2,2,3)
37	33.715972	-0.820385	0.151025	-0.503730	ARDL(3,3,3,1,2,3)
1057	33.687180	-0.818528	0.152883	-0.501872	ARDL(2,3,3,1,3,3)
5	35.573011	-0.811162	0.252764	-0.464349	ARDL(3,3,3,2,3)
1025	35.568269	-0.810856	0.253070	-0.464043	ARDL(2,3,3,3,3,3)
21	33.904198	-0.768013	0.249656	-0.436278	ARDL(3,3,3,2,2,3)
33	33.761949	-0.758835	0.258833	-0.427101	ARDL(3,3,3,1,3,3)
1041	33.746330	-0.757828	0.259841	-0.426093	ARDL(2,3,3,2,3,3)

Akaike Information Criteria (top 20 models)



☐ Cointegrating Specification

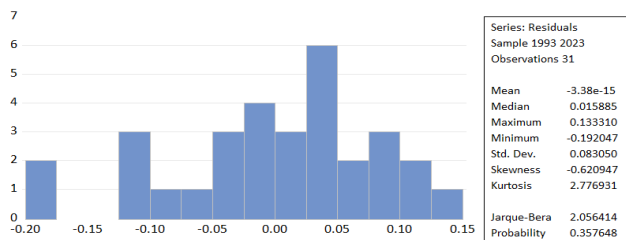
Deterministics: Rest. constant (Case 2)

$$CE = IR(-1) - (-1.086853 * LGDP(-1) + 0.498481 * LP_OIL(-1) + 0.964947 * ERS(-1) - 0.493240 * EWN(-1) + 0.107158 * TOPEN(-1) + 3.674113)$$

☐ Cointegrating Coefficients

Variable *	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LGDP(-1)	-1.086853	0.409593	-2.653498	0.0136
LP_OIL(-1)	0.498481	0.196675	2.534544	0.0179
ERS(-1)	0.964947	1.030994	0.935939	0.3583
EWN(-1)	-0.493240	0.150657	-3.273932	0.0031
TOPEN(-1)	0.107158	0.342312	0.313042	0.7568
C	3.674113	1.342740	2.736281	0.0113

Note: * Coefficients derived from the CEC regression.



☐ Error Correction

Dependent Variable: D(IR)

Method: ARDL

Date: 04/28/25 Time: 23:19

Sample: 1993 2023

Included observations: 31

Dependent lags: 3 (Automatic)

Automatic-lag linear regressors (3 max. lags): LGDP LP_OIL ERS EWN TOPEN

Deterministics: Restricted constant and no trend (Case 2)

Model selection method: Akaike info criterion (AIC)

Number of models evaluated: 3072

Selected model: ARDL(2,3,3,1,2,3)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COINTEQ*	-2.770907	0.314850	-8.800715	0.0000
D(IR(-1))	0.910523	0.178527	5.100188	0.0001
D(LGDP)	6.646229	1.486465	4.471164	0.0003
D(LGDP(-1))	5.115635	1.246508	4.103972	0.0007
D(LGDP(-2))	4.609830	1.235022	3.732588	0.0017
D(LP_OIL)	-0.256348	0.126284	-2.029936	0.0583
D(LP_OIL(-1))	-1.102476	0.205350	-5.368759	0.0001
D(LP_OIL(-2))	-0.762116	0.196424	-3.879950	0.0012
D(ERS)	-1.859896	0.659415	-2.820525	0.0118
D(EWN)	0.974600	0.399398	2.440171	0.0259
D(EWN(-1))	1.307727	0.467425	2.797723	0.0124
D(TOPEN)	1.576283	0.494446	3.187977	0.0054
D(TOPEN(-1))	2.304755	0.584923	3.940268	0.0011
D(TOPEN(-2))	2.815899	0.647924	4.346034	0.0004

R-squared	0.953472	Mean dependent var	0.005617
Adjusted R-squared	0.917892	S.D. dependent var	0.385020
S.E. of regression	0.110325	Akaike info criterion	-1.268313
Sum squared resid	0.206919	Schwarz criterion	-0.620706
Log likelihood	33.65886	Hannan-Quinn criter.	-1.057210
F-statistic	26.79797	Durbin-Watson stat	2.458815
Prob(F-statistic)	0.000000		

* p-values are incompatible with t-Bounds distribution.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.712034	Prob. F(2,9)	0.5163
Obs*R-squared	4.235016	Prob. Chi-Square(2)	0.1203

Ramsey RESET Test

Equation: UNTITLED

Omitted Variables: Squares of fitted values

Specification: IR IR(-1) IR(-2) LGDP LGDP(-1) LGDP(-2) LGDP(-3)

LP_OIL LP_OIL(-1) LP_OIL(-2) LP_OIL(-3) ERS ERS(-1) EWN

EWN(-1) EWN(-2) TOPEN TOPEN(-1) TOPEN(-2) TOPEN(-3) C

	Value	df	Probability
t-statistic	0.366929	10	0.7213
F-statistic	0.134637	(1, 10)	0.7213
Likelihood ratio	0.414590	1	0.5196

F-test summary:

	Sum of Sq.	df	Mean Squares
Test SSR	0.002749	1	0.002749
Restricted SSR	0.206919	11	0.018811
Unrestricted SSR	0.204170	10	0.020417

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	1.998000	Prob. F(1,28)	0.1685
Obs*R-squared	1.998134	Prob. Chi-Square(1)	0.1575

