

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي  
جامعة العربي ابن مهيدي أم البواقي



رقم التسجيل:.....

أثر احتياطي الصرف الأجنبي  
على الإقتصاديات النامية  
\* دراسة حالة الجزائر \*

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

تخصص : اقتصاد التنمية

إشراف الأستاذ الدكتور

أحمد

من إعداد الطالب

عبابسة نور الدين

بوراس

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
السعيد بريكة	أستاذ محاضر - أ.	جامعة أم البواقي	رئيسا
أحمد بوراس	أستاذ التعليم العالي	جامعة قسنطينة 3	مشرفا
عبد الحق بوعتروس	أستاذ التعليم العالي	جامعة قسنطينة 2	عضوا
مبارك بوعشة	أستاذ التعليم العالي	جامعة قسنطينة 2	عضوا
زوبيير عياش	أستاذ محاضر	جامعة أم البواقي	عضوا
سماح طلحي	أستاذ محاضر	جامعة أم البواقي	عضوا

السنة الجامعية : 2016 - 2017



# اهداء

إلى الوالدين الكريمين اللذين أهديا لي أعظم  
هدية.... هدية الإيمان  
إلى إخوتي وزوجتي  
إلى كل من شجعني على المواصلة  
إلى كل طالب علم و فاعل خير.

الطالب :عباسة

نورالدين

# شكر و عرفان

الحمد لله الذي أعانني على إنجاز هذا البحث، ولا يسعني إلا أن أسجد لله شكراً وحمداً على توفيقه ، ويشكر لأهل الفضل علينا بعد الله سبحانه كل جميل وحسن صنيع.

" من لم يشكر الناس لم يشكر الله " حديث شريف.

وأخص بالشكر والامتنان والتقدير لأستاذي الفاضل أستاذ التعليم

العالي بوراس أحمد أطال الله عمره، المشرف على البحث وذلك على صبره معنا في تقديم النصح و الإرشاد و الآراء النيرة و على كل ما بذله من جهد والذي كان لتوجيهاته وملاحظته القيمة الأثر الكبير علينا.

كما أتوجه بخالص الشكر والتقدير والعرفان للأستاذ الدكتور السعيد بريكة ، و الأستاذ الدكتور زبير عياش أطال الله عمرهما ، على تحفيزنا و دفعنا لإتمام هذا البحث.

كما أتوجه بالشكر إلى الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة،الذين شرفونا بحضورهم لمناقشة الأطروحة و أخص بالذكر أستاذي الدكتور عبد الحق بوعتروس، الأستاذ الدكتور مبارك بو عشة و الأستاذة الدكتورة سماح طلحي وإلى كل أساتذة كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة أم البواقي عبر مختلف مراحل الدراسة.

ولا يفوتني أن أتقدم بعظيم الشكر ووافر الامتنان إلى كل من ساهم بالتشجيع أو السؤال أو لمساعدتي قبل وأثناء إعداد البحث.

والله الموفق

## ملخص الأطروحة باللغة العربية

يكتسي موضوع إدارة واستخدام الاحتياطات الدولية نقطة ارتكاز أساسية في الوقوف على حقيقة الاستراتيجيات الاقتصادية المستهدفة وفق الإمكانيات المالية المتاحة في خضم تنامي حدة الأزمات المالية التي أضحت تهدد الكيانات الاقتصادية وقد أدت الطفرة المالية التي عرفتتها الاقتصاديات النفطية مع تكديس كما هائلا من الأموال الأجنبية وتبلور فكرة المصالح المشتركة للبلدان المتقدمة في تنمية الاقتصاديات المتخلفة جراء قناعتها بأن رخاء أحد المجموعات يتوقف أكثر على رخاء الآخرين وأن فقر إحداها يحد من تقدم الباقيين إلى تعدد مضامين استخدام وتوظيف احتياطات الصرف الأجنبي ، مع بروز اختلافات بين الكتاب و الاقتصاديين حول اعتبارات المفاضلة بين السيولة والعائد مع عامل المخاطرة مما استدعى ضرورة بحث أثر احتياطات الصرف الأجنبي على الاقتصاديات النامية و محاولة إسقاط واقعه على الاقتصاد الجزائري .

و لأجل تحقيق أهداف البحث ارتأينا تناول موضوع أطروحتنا في شقين، شق نظري قدمنا من خلاله الإطار النظري لاحتياطات الصرف الأجنبي ، مع تناول مشكل الكفاية الحدية للاحتياطات الأجنبية ، و محاولة الاستفادة من أساليب إدارة الاحتياطات الأجنبية في الدول المتقدمة وإسقاط واقعها على تجارب الدول النامية ، لنختتم الموضوع بمحاولة تقييم واقع إدارة الاحتياطات الأجنبية على الاقتصاد الجزائري .

**الكلمات المفتاحية :** سعر الصرف ، احتياطات الصرف الأجنبي ، كفاية الاحتياطات الأجنبية ، تعقيم الاحتياطات الأجنبية

## ملخص الأطروحة باللغة الانجليزية

The issue of the management and the use of international reserves is a fundamental basic stand when thinking over the reality of the targeted economic strategies in accordance with the available financial possibilities in the midst of the growing acuity of the financial crisis which have become a threat to the economic entities, the financial boom made by oil economies along with the accumulation of a considerable quantity of foreign currency and the crystallization of the idea of developed countries common interests through making others various economies grow, with the conviction that one of the groups prosperity rests on the prosperity of the others, and the poverty of one of them is caused by the others took the lead, and to their inclusive multiplicity in using and employing foreign currency reserves with the emergence of differences between authors and economists over preferential considerations between liquidity and the returns in riskiness, a thing that calls for the necessity of searching for fields to use foreign exchange needs in the Algerian economy, along with an attempt to assess its reality.

key words : exchange rate, foreign currency reserve, interest rate, stérilisation of foreign reserves.

## فهرس المحتويات

	إهداء
	شكر وعرهان
	ملخص الأطروحة باللغة العربية و الانجليزية
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول و الأشكال و المخططات
	قائمة الملاحق
أ-هـ	مقدمة عامة
<b>الفصل الأول: الإطار النظري لاحتياطي الصرف الأجنبي في الفكر الاقتصادي</b>	
02	تمهيد
03	المبحث الأول : ماهية احتياطي الصرف .....
03	المطلب الأول : مفهوم احتياطات الصرف الأجنبي.....
09	المطلب الثاني : أنواع احتياطات الصرف الأجنبي.....
12	المطلب الثالث : محددات الطلب على احتياطات الصرف الأجنبي .....
16	المبحث الثاني : مكونات احتياطات الصرف الأجنبي .....
16	المطلب الأول : الذهب النقدي .....
22	المطلب الثاني : العملات الارتكازية المشكلة للاحتياطات الأجنبية.....
26	المطلب الثالث : حقوق السحب الخاصة و شريحة الاحتياطي النقدي.....
31	المبحث الثالث : مصادر تراكم احتياطات الصرف الأجنبي .....
31	المطلب الأول : فائض الحساب الجاري و تراكم الاحتياطات الأجنبية.....
36	المطلب الثاني : حساب الرأس مال و تراكم الاحتياطات الأجنبية .....
40	المطلب الثالث : أدوات تراكم الاحتياطات الأجنبية .....
46	خلاصة الفصل .....
48	تمهيد

## فهرس المحتويات

### الفصل الثاني : الكفاية الحدية للاحتياطات الأجنبية حسب النظريات الاقتصادية .

49	المبحث الأول : حرب العملات وانعكاساتها الاقتصادية على الاحتياطات الأجنبية.....
49	المطلب الأول : أساسيات حرب العملات.....
52	المطلب الثاني : صيغ التدخل في حرب العملات.....
59	المطلب الثالث : أقطاب حرب العملات.....
66	المبحث الثاني: علاقة احتياطي الصرف الأجنبي بالمتغيرات الاقتصادية.....
66	المطلب الأول:العلاقة بين الاحتياطات الأجنبية والعرض النقدي في الاقتصاد الجزائري.....
72	المطلب الثاني: العلاقة بين الاحتياطات الأجنبية وسعر الفائدة في الاقتصاد الجزائري.....
78	المطلب الثالث: العلاقة بين الاحتياطات الأجنبية وسعر الصرف في الاقتصاد الجزائري.....
85	المبحث الثالث : العتبة الاقتصادية للاحتياطات الأجنبية.....
85	المطلب الأول: الكفاية الحدية المثلى للاحتياطات الأجنبية.....
87	المطلب الثاني : النظريات الاقتصادية المحددة للمستويات المثلى من الاحتياطات الأجنبية.....
96	المطلب الثالث: تعقيم الاحتياطات الأجنبية.....
102	خلاصة الفصل
<h3>الفصل الثالث : الخيارات الائتمانية في إدارة واستخدام احتياطات الصرف الأجنبي</h3>	
104	تمهيد
105	المبحث الأول : ماهية إدارة واستخدام احتياطات الصرف الأجنبي.....
105	المطلب الأول : مفهوم إدارة احتياطي الصرف الأجنبي.....
112	المطلب الثاني : أهمية وأهداف إدارة احتياطي الصرف الأجنبي.....
120	المطلب الثالث : المبادئ التوجيهية العامة لإدارة احتياطي الصرف الأجنبي.....
125	المبحث الثاني : صيغ استخدام احتياطات الصرف الأجنبي.....
125	المطلب الأول : استخدام احتياطي الصرف الأجنبي في تسيير سعر الصرف.....
125	المطلب الثاني : استخدام احتياطي الصرف الأجنبي في تسديد الديون الخارجية.....
132	المطلب الثالث استخدام احتياطي الصرف الأجنبي في تمويل برامج التنمية الاقتصادية.....

146	المبحث الثالث : صيغ إدارة احتياطات الصرف الأجنبي .....
146	المطلب الأول: توفير السيولة الاحتياطية اللازمة.....
155	المطلب الثاني : تحقيق العائد المالي الأمثل.....
164	المطلب الثالث : تسيير المخاطر والأزمات المالية .....
172	خلاصة الفصل
<b>الفصل الرابع : البعد الاقتصادي الدولي للاحتياطات الأجنبية</b>	

## فهرس المحتويات

174	تمهيد
175	المبحث الأول : واقع إدارة واستخدام الاحتياطات الأجنبية في الاقتصاديات المتقدمة
175	المطلب الأول : تجربة كندا في إدارة واستخدام الاحتياطات الأجنبية .....
181	المطلب الثاني : تجربة الصين في إدارة واستخدام الاحتياطات الأجنبية
184	المطلب الثالث : تجربة كوريا الجنوبية في إدارة واستخدام الاحتياطات الأجنبية.....
187	المبحث الثاني : واقع إدارة واستخدام الاحتياطات الأجنبية في الاقتصاديات النامية
187	المطلب الأول : تجربة البرازيل في إدارة واستخدام الاحتياطات الأجنبية.....
191	المطلب الثاني : تجربة الهند في إدارة واستخدام الاحتياطات الأجنبية.....
202	المطلب الثالث : تجربة الأردن في إدارة واستخدام الاحتياطات الأجنبية.....
205	المبحث الثالث : إدارة الاحتياطات الأجنبية في ظل الأزمات الاقتصادية.....
205	المطلب الأول : احتياطات الصرف الأجنبي للدول النامية في ظل الأزمات الاقتصادية
207	المطلب الثاني : تداعيات الأزمة العالمية على احتياطات الدول النامية المرتبطة بالأسواق العالمية
213	المطلب الثالث : تداعيات الأزمة العالمية على احتياطات الدول النامية الغير مرتبطة بالأسواق العالمية
217	خلاصة الفصل
219	الفصل الخامس : الاختلالات الهيكلية للبنك المركزي الجزائري في إدارة احتياطات الصرف الأجنبي .
	تمهيد

225	المبحث الأول : الاستراتيجيات الاقتصادية الجزائرية المستهدفة لإدارة الاحتياطات الأجنبية.....
231	المطلب الأول: فائض ميزان المدفوعات.....
236	المطلب الثاني: إدارة حصيلة العملات الأجنبية في الجزائر.....
240	المطلب الثالث : أدوات تعقيم احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر.....
243	المبحث الثاني : الجدوى الاقتصادية المثلى للاحتياطات الأجنبية الجزائرية .....
245	المطلب الأول : الإطار القانوني لإدارة الاحتياطات الأجنبية بينك الجزائر.....
247	المطلب الثاني : سياسة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بينك الجزائر.....
250	المطلب الثالث : إدارة مخاطر احتياطات الصرف الأجنبي بينك الجزائر.....
251	المبحث الثالث : تقييم واقع إدارة احتياطات الصرف الأجنبي الجزائري .....
253	المطلب الأول : التسديد المسبق للمديونية الخارجية.....
255	المطلب الثاني : تنوع الإطار المؤسسي لإدارة احتياطات الصرف الأجنبي الجزائري.....
257	المطلب الثالث : إدارة احتياطات الذهب بينك الجزائر.....
	خلاصة الفصل
	الخاتمة عامة
	المراجع
	الملاحق

## قائمة الجداول و الأشكال

## قائمة الجداول و الأشكال و المخططات

قائمة الجداول	
27	الجدول رقم ( 1. 1 ) : دور العملات الدولية من خلال مصفوفة krugman
31	الجدول رقم ( 2. 1 ) : توزيع العملات الأجنبية ضمن الاحتياطات الدولية في الفترة (1995 و 2007)
38	جدول رقم ( 3. 1 ) : نصيب شريحة الاحتياط في إجمالي الاحتياطات الدولية
43	الجدول رقم ( 4. 1 ) : توزيع :نسب العملات الصعبة في تشكيلة حقوق السحب الخاصة
44	الجدول رقم ( 5. 1 ) : الأوزان النسبية سلة من العملات المكونة لوحدة حقوق السحب الخاصة.
45	الجدول رقم ( 6. 1 ) : الأوزان الترجيحية لحقوق السحب الخاصة للعملات القيادية
49	الجدول رقم ( 7-1 ) توزيع تشكيلة الاحتياطات الدولية
54	الجدول رقم ( 8-1 ) : هيكل ميزان المدفوعات حسب الطبعة السادسة
74	الجدول رقم ( 1-2 ) : تطور الكتلة النقدية في الجزائر للفترة 2006 - 2016
76	الجدول رقم ( 2-2 ) : ميزانية البنك المركزي
78	الجدول ( 3-2 ) : تطور مقابلات الكتلة النقدية في الجزائر للفترة 2006-2016
83	جدول رقم ( 4-2 ) تطور احتياطي الصرف حسب معدل الفائدة 2006-2016
86	جدول ( 5-2 ) تطور مؤشرات احتياطي الصرف مع معدل سعر الصرف للفترة 2006-2016
94	الجدول رقم ( 6. 2 ) : عدد شهور الواردات التي تغطيها الاحتياطيات في بعض اقتصاديات الدول الكبرى
96	الجدول ( 7. 2 ) : عرض بعض المؤشرات التي لها ارتباط مباشر أو غير مباشر بالاحتياطيات :
117	جدول رقم ( 1-3 ) : هيكل المديونية الأجنبية الجزائرية
125	الجدول رقم ( 2-3 ) : الطاقة الاستيعابية لدول العربية عام 2008

قائمة الجداول

130	الجدول ( 3. 3 ) :عناصر السيولة واحتمالات استخدامها لكيان اقتصادي
143	جدول رقم (4-1 ) الاحتياطات الاحنبية لكندا 2008 - 2015
147	جدول رقم (4-2 ) الاحتياطات الأجنبية للصين 2008 - 2015
149	جدول رقم (4-3 ) الاحتياطات الاحنبية كوريا 2008 - 2015
153	جدول رقم ( 4-4 ) الاحتياطات الاحنبية للبرزيل 2008 - 2013
156	جدول رقم ( 4-5 ) الاحتياطات الاحنبية للهند 2008 - 2013
158	جدول رقم (4-6 ) الاحتياطات الاحنبية للأردن 2008 - 2013
169	جدول رقم (4-7) اجراءات دول الخليج لمواجهة الازمة المالية
185	الجدول (5-1) : فوائض الحساب الجاري خلال الفترة (2005-2014)
186	الجدول (5-2) صادرات المحروقات خلال الفترة (2005-2016)
188	الجدول (5-3) صادرات الجزائر خارج المحروقات للفترة (2005-2016)
189	الجدول (5-4): واردات الجزائر خلال الفترة 2005-2016
190	الجدول (5-5):رصيد حساب رأس المال خلال الفترة 2005-2016
197	الجدول (5-6): ودائع الخزينة لدى بنك الجزائر للفترة 2005-2016
198	الجدول (5-7): تسهيله الودائع المغلة للفائدة
199	الجدول رقم (5-8): الاحتياطات الإجبارية
210	الجدول ( 5-9 ) كفاية احتياطات بنك الجزائر 2006-2016
215	الجدول (5-10) :مردود احتياطات الصرف الأجنبي خلال الفترة 2001-2016
2010	الجدول(5-11) هيكل العملات المكونة للدين الخارجي خلال الفترة 2005 - 2016
2019	الجدول رقم (5-12) الدين الخارجي الجزائري خلال الفترة 1997 - 2004
2020	الجدول (5-13) الدفع المسبق للدين الخارجي الجزائري للفترة 2004 - 2006
2021	الجدول (5-14)تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطات % خلال الفترة 2000 - 2003

قائمة الأشكال و المخططات

الصفحة	قائمة الأشكال
75	الشكل رقم (1-2) : تطور الكتلة النقدية في الجزائر 2000-2013
79	الشكل 2-2 : تطور مقابلات الكتلة النقدية في الجزائر 2000-2013
	الشكل 1-5: العلاقة بين أسعار النفط بالدولار الأمريكي للبرميل واحتياطيات الصرف الأجنبي الجزائري بالمليار دولار أمريكي خلال الفترة 2005-2016
177	الشكل (2-5): تطور رصيد رأس المال مقارنة مع احتياطي الصرف في الجزائر 2005-2016
18	الشكل رقم (3-5) تطور الاحتياطيات الإجبارية في الجزائر 2007-2016
192	الشكل (4-5) نسبة الاحتياطيات إلى الواردات (أشهر من واردات السلع والخدمات). 2005-2016
193	الشكل 4-5 نسبة الاحتياطيات إلى الدين القصير ((%) من ديون قصيرة الأجل) 2000-2014
194	الشكل 5-6 : نسبة الاحتياطيات إلى النقد بمعناه ((% ال M2) 2005-2016
214	الشكل (5-7) نسبة الاحتياطيات إلى الاحتياطيات الأجنبية 2005-2016
	الشكل رقم (5-8) بيانات احتياطيات الذهب لبنك الجزائر

قائمة المخططات

الصفحة	قائمة المخططات
88	المخطط ( 1-2 ) التدخل المباشر عن طريق الاحتياطات الأجنبية في سوق الصرف
120	المخطط ( 2-2 ) سياسات تعقيم الاحتياطات الأجنبية
219	المخطط رقم 1-5: الهيكل التنظيمي للمديرية العامة للعلاقات المالية الخارجية ببنك الجزائر
220	المخطط رقم 2-5 : الهيكل التنظيمي لمديرية إدارة الأصول الخارجية ببنك الجزائر
235	المخطط رقم (3-5): هيكل مديرية تسيير الخطر والأداء ببنك الجزائر
244	المخطط رقم 4-5 الهيكل التنظيمي المقترح للصندوق الوطني للاستثمار -صندوق سيادي
246	المخطط 5-5 -مراحل إنشاء NSF

# مقدمة

# المقدمة العامة

## المقدمة العامة:

لقد احتل موضوع احتياطي الصرف الأجنبي ، منذ الحرب العالمية الثانية مكانا مرموقا بين الاقتصاديات العالمية، وقد تعزز هذا الاهتمام في أعقاب الثمانينات و ترسخ مع مطلع القرن الواحد و العشرين ، بفعل تفاقم مشكل الفقر و تنامي حدة البطالة و توالي الأزمات الاقتصادية و تنامي حدتها ، و تركزت أسس إدارة الاحتياطات الأجنبية على فلسفة الدولة و سياستها الاقتصادية مع طبيعة و حجم الموارد الأجنبية ، إذ تؤدي فجوة الموارد الأجنبية المتاحة مقارنة مع حجم الالتزامات الخارجية بالنقد الأجنبي إلى رهن اقتصاديات الدول أمام خيارات المفاضلة ، بين الاعتماد على المصادر الداخلية لتراكم الاحتياطات الأجنبية ، والتي يحتل فيها الجهاز الإنتاجي مركزا حيويا ، أو اللجوء إلى المصادر الخارجية من خلال الاقتراض الأجنبي ، مع آثاره السلبية على الاقتصاديات النامية في المدى المتوسط و الطويل ، ويحدد حجم الاحتياطات الأجنبية لكل دولة وفقا لحجم و طبيعة العملات الأجنبية التي تحوزها الدولة مع طبيعة الظروف الاقتصادية الداخلية و الخارجية لتلك الدول، ووفقا للأسس الاقتصادية القائمة على مبدأ الأمان و السيولة ، فإن كلا من التصنيفين لا يتعارض مع الآخر ، فكون الاحتياطات أصل يمكن استخدامه وقت الحاجة إليه ، لا يمنع استخدامه كأداة لتنفيذ السياسات الاقتصادية ، ونظرا للأهمية التي تكتسبها الاحتياطات الأجنبية مع تعدد استخداماتها ، فإن التعامل مع هذه الاحتياطات لابد وأن يلقى أكبر قدر من الاهتمام ، مع ضرورة إدارتها بشكل احترافي ووفقا لقواعد محددة تختلف عن قواعد الإدارة الاعتيادية للأصول المالية .

وتعد عملية إدارة الاحتياطات الأجنبية من الأمور التي تتسم بالتعقيد ، كون أن الهيئات المالية ملزمة بتحديد الأهداف والأولويات بدقة ، فالإدارة الكلاسيكية للأصول المالية تقوم بالأساس على تعظيم الربح كهدف أساسي ، في حين تقوم أولويات إدارة الاحتياطات الأجنبية على تحقيق هدف السيولة مع التركيز على عامل الأمان ثم يليه عامل الربح ، والذي يستند إليه كمؤشر للحفاظ على قيمة العملات الأجنبية من التآكل عبر الزمن ، مع إمكانية التنازل عليها في الحالات الطارئة.

وتبرز طبيعة الآثار الاقتصادية والاجتماعية والسياسية للاحتياطات الأجنبية في الحفاظ على استقرار البلد ، كون أن التوظيف السليم للاحتياطات الأجنبية في الظروف الطارئة كفيل بحماية اقتصاديات الدول من الآثار الاجتماعية السلبية .

و انطلاقا من هذا الانشغال يأتي بحثنا هذا و الذي اخترنا له عنوان :

**اثر احتياطي الصرف الأجنبي على الاقتصاديات النامية - دراسة حالة الجزائر -**

و الذي سنحاول من خلاله الإحاطة بمختلف جوانبه و تحليل أبعاده و ذلك من خلال الإجابة على الإشكالية الرئيسية التي يطرحها البحث.

**أولا : - أهمية البحث :**

**يكتسي موضوع اثر احتياطي الصرف الأجنبي على الاقتصاديات النامية**

**- دراسة حالة الجزائر -**

بالغ الأهمية سواء من الناحية العلمية أو العملية .

**- ففي المجال العلمي :**

- ترجع أهمية البحث في استعراضه للركائز الأساسية لإدارة الاحتياطات الأجنبية ،  
والقائمة أساسا على التنسيق بين عامل السيولة والأمان مع اعتبارات الربح  
- كأساس للنشاط الاقتصادي لخدمة أغراض التنمية الاقتصادية.  
- قدرة الاحتياطات الأجنبية في المحافظة على الاستقرار الاقتصادي للدول من خلال  
الحد من الفجوات التضخمية والانكماشية.

**- أما فيما يخص الجانب العملي :**

- فتتجلى أهميته من خلال المعطيات الاقتصادية للفترة التي تعكس واقع الاقتصاد الوطني  
، والتي عرفت  
نموا في موارد النقد الأجنبي ، تزامنا والسعي إلى عقلنة توظيف واستغلال هذه  
الاحتياطات الأجنبية، من خلال الاستفادة من تجارب البلدان النامية والمتقدمة في هذا  
المجال .

**ثانيا : - أهداف البحث :**

- يتناول البحث بالدراسة والتحليل لأثر احتياطي الصرف الأجنبي على الاقتصاد  
الجزائري ،  
من حيث الاستراتيجيات الاقتصادية المستهدفة ، مع نجاعة حجم الاحتياطات الأجنبية  
المثلى ، وذلك وفقا لاعتبارات كلا من السيولة مع العائد ، سعيا لتحديد إطار سليم وكفأ  
لإدارة احتياطات الصرف الأجنبي ، وذلك من خلال الاستفادة من تجارب بعض البلدان  
المتقدمة والنامية .

**ثالثا :- إشكالية البحث :**

- سعيا منا لوضع دراستنا في إطار علمي متكامل تمهيدا للوصول إلى الأهداف المسطرة ،  
و إلى نتائج و توصيات دقيقة ، تمت صياغة التساؤل الرئيسي التالي :  
- مامدي تأثير احتياطات الصرف الأجنبي على الاقتصاد الجزائري في ظل  
الرهانات والتحديات التي يعرفها الاقتصاد الوطني ؟

وقد تم تحليل الإشكالية العامة على ضوء الأسئلة الفرعية التالية :

- 1 - ما المقصود باحتياطات الصرف الأجنبي وما هي صيغ قياسها ؟
- 2 - ما هي دوافع الاحتفاظ باحتياطات الصرف الأجنبي ؟
- 3 - ما هو المستوي الأمثل للاحتياطات الأجنبية المثلى الواجب الاحتفاظ بها في  
الاقتصاد الجزائري ؟
- 4 - ما هي الصيغ الاقتصادية المثلى لتوظيف الاحتياطات الأجنبية الجزائرية ؟
- 5 - ما هي المخاطر الاقتصادية المتعلقة بحيازة الاحتياطات الأجنبية ؟

**رابعا - فرضيات البحث :**

- تقوم الدراسة على عدد من الفرضيات يحاول الطالب من خلالها إثبات مدى صحتها  
وفقا للنقاط التالية:

- 1 - تعتبر احتياطات الصرف الأجنبي صمام أمان ضد الصدمات الخارجية ، وعاملا  
مهما للتحكم في أسعار الصرف .

2- تقاس فاعلية إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بمدى قدرت الاقتصاد المحلي على استخدامها في الظروف الطارئة ومدى قدرته على تخصيصها وفق أفضل الصيغ الممكنة .

3- تستند جل الاقتصاديات على تنويع احتياطياتها الأجنبية لتفادي تقلبات سعر الصرف .

4- يتحدد المستوي الأمثل من الاحتياطات الأجنبية حسب الخصوصيات الاقتصادية لكل بلد .

5- تشمل مخاطر الاحتياطات الأجنبية على مخاطر الائتمان والسيولة مع المخاطر التشغيلية .

#### خامسا - محددات البحث:

حدد الطالب لدراسته اتجاهين :

- تناول الأول الإطار النظري لكلا من احتياطات الصرف الأجنبي مع مصادر تراكمه وعلاقته بباقي المتغيرات الاقتصادية .

- في حين تناول الجزء الثاني تقييم الاستراتيجيات الاقتصادية الجزائرية المتبعة في إدارة وتسيير احتياطات الصرف الأجنبي ، مع صيغ التوظيف المتبعة للحفاظ عليه .

#### سادسا - مصادر البحث :

حصل الطالب على البيانات الثانوية التي تخدم أهداف البحث من المصادر التالية:

- التقارير السنوية للبنك المركزي الجزائري ونشراته المختلفة

- التقارير السنوية والفصلية الصادرة عن المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي (

CNES

- المجموعات الإحصائية السنوية للديوان الوطني للإحصاء .

- الكتب والمراجع العلمية والدوريات والرسائل الجامعية.

#### سابعا - المنهج والأدوات المستعملة في البحث :

للإجابة على الإشكالية المطروحة وتحقيق أهداف الدراسة قام الطالب باستخدام المنهج التحليلي الوصفي لاستعراض الصيغ الاقتصادية المتبعة من طرف صناع القرار في إدارة احتياطات الصرف الأجنبي الجزائري ، مع إبراز الاتجاهات العامة لأثر احتياطات الصرف الأجنبي على أداء الاقتصاد الجزائري ، كما استخدم المنهج الاستقرائي ، من خلال الاستعانة بمجموعة من الأدوات الإحصائية الملائمة لتحليل مجموعة البيانات والمعلومات التي وردت في البحث .

#### ثامنا - البحوث السابقة :

يعتبر بحثنا حلقة ربط بين سلسلة البحوث السابقة، ومحطة جديدة تستند إليها البحوث اللاحقة فحسب إطلاع الطالب و في حدود ما توفر لديه من معلومات و مراجع ، حول موضوع البحث هناك العديد من الدراسات و البحوث العلمية ، التي أنجزت في مختلف جامعات الوطن و تناولت موضوع احتياطات الصرف الأجنبي ، و إن كانت في معظمها تتصف بالطابع الوصفي لمسار إدارة وتسيير احتياطات الصرف الأجنبي من جانبها التشريعي و التنظيمي، و قليل من هذه الدراسات ما أشار إلى موضوع اثر هذه الاحتياطات على الاقتصاديات النامية ، و نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر :

1 – دراسة صادرة عن مجلة المصارف المركزية بانجلترا بعنوان : إدارة احتياطات الصرف الأجنبي وانعكاساته على الاقتصاد ، والتي خلصت إلى إمكانية الاستفادة من عائدات توظيف الاحتياطات في ألمدي المتوسط والطويل ، من خلال التركيز على السيولة والعائد

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

2 – دراسة احمد شفيق الشاذلي طرق تكوين و إدارة الاحتياطات الصرف الأجنبي تجارب بعض الدول العربية و الأجنبية العربية و الأجنبية في تسيير احتياطاتها من الصرف الأجنبي وهي دراسة اقتصادية صادرة عن صندوق النقد العربي 2014 حاول فيها الباحث عرض تجارب بعض الدول في إدارة احتياطات الصرف الأجنبي .

- Central bank reserve management new trend from liquidity to return

3 – دراسة صادرة عن المركزي الفرنسي بعنوان : تسيير احتياطات الصرف وأثارها على الأسواق ، وخلصت الدراسة إلى تزايد تنويع كلا من العملات والأدوات بعد تراكم الاحتياطات الأجنبية جراء الطفرة المالية العالمية .

-procyclicality in central Réserve bank Management

:Evidence Frome the Crises .

4- دراسة صادرة عن صندوق النقد الدولي سنة 2010 بعنوان التقلبات الدورية في إدارة الاحتياطات الأجنبية ، أدلة من الأزمة والتي خلصت إلى ضرورة تكييف المعطيات المالية لكل دولة حسب خصوصية اقتصادها الداخلي .

5- دراسة للباحث بلقيوس عبد القادر بعنوان "احتياطات الصرف الأجنبي وتمويل التنمية في الجزائر" والتي تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية 2009/2008 بجامعة مستغانم ، وقد تطرق الطالب من خلالها إلى دراسة العلاقة بين الإدارة الجيدة للاحتياطات الأجنبية ، وتمويل مشاريع التنمية في الجزائر ضمن اقتصاد ريعي يبحث عن مصادر بديلة لتنفيذ مشاريع ضخمة.

**تاسعا- حدود البحث :**

نظرا لسعة موضوع البحث نحاول وضع حدود زمنية و مكانية للبحث حتى نتمكن من تحقيق الأهداف السابق ذكرها فالدراسة التطبيقية تتعلق بالاستراتيجيات الاقتصادية الجزائرية المستهدفة للاحتياطات الأجنبية مع التركيز على الفترة 2005-2016 حيث يتم تجميع البيانات اللازمة للدراسة وتحليلها .

**عاشرا - هيكل البحث :**

لتحقيق أهداف البحث والتوصل إلى النتائج والتوصيات المرجوة ارتأينا تقسيم بحثنا إلى خمسة فصول بحيث يتناول الفصل الأول والذي اخترنا له عنوان "الإطار النظري لاحتياطات الصرف الأجنبي في الفكر الاقتصادي" و الذي سنحاول من خلاله إبراز ماهية الاحتياطات الأجنبية مع مكوناتها الاقتصادية ، و اشتمل الفصل على ثلاثة مباحث تم من خلالها التعرض إلى مفهوم ومكونات الاحتياطات الأجنبية ، مع مصادر تراكمها ، أما الفصل الثاني و الذي جاء تحت عنوان "الكفاية الحدية للاحتياطات الأجنبية حسب النظريات الاقتصادية" والذي يهدف إلى استعراض الإطار النظري للكفاية الحدية للاحتياطات الأجنبية مع علاقتها بالمتغيرات الاقتصادية ،

في حين ناقش الفصل الثالث من البحث و المعنون بـ " الخيارات الائتمانية في إدارة واستخدام احتياطات الصرف الأجنبي " صيغ إدارة واستخدام احتياطات الصرف الأجنبي ، مع تناول تجارب بعض الدول النامية والمتقدمة في إدارة احتياطات الصرف الأجنبي ، و محاولة إسقاطها على النموذج الجزائري وذلك من خلال الفصل الرابع و المعنون بـ " البعد الاقتصادي الدولي للاحتياطات الأجنبية " . لنختم الموضوع بدراسة الاستراتيجيات الاقتصادية الجزائرية المتبعة في إدارة واستخدام الاحتياطات الأجنبية ، مع محاولة تقييم واقع إدارة السلطات النقدية الجزائرية للاحتياطات الأجنبية ، وذلك من خلال الفصل الخامس و المعنون بـ "الاختلالات الهيكلية للبنك المركزي الجزائري في إدارة احتياطات الصرف الأجنبي "

وقد اختتمت الدراسة باستعراض أهم النتائج والتوصيات المتوصل إليها .

الفصل الاول:

الإطار النظري لاحتياطي الصرف

الأجنبي في الفكر الاقتصادي

## تمهيد:

يحتل احتياطي الصرف الأجنبي مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية و المالية لما له من تأثير إيجابي على التنمية الاقتصادية من خلال استغلاله من طرف السلطات النقدية، في تمويل الاختلال المباشر للمدفوعات الأجنبية والسيطرة على التوازنات المالية الداخلية والخارجية ، وذلك من خلال التدخل في أسواق الصرف ، أو سداد الالتزامات الدولية ، أو استغلاله في التنمية الاقتصادية .

والاحتياطيات الأجنبية تشكل في مجموعها حلقة تفاعل بين مجالات النشاط الاقتصادي التي يتم السعي من خلالها إلى التكييف الزمني بين تيارات العجز داخل الاقتصاد الوطني ، مع تيارات الفائض مراعاة في ذلك طبيعة حركة الاقتصاد الدائمة ، حيث تقوم بتمويل التنمية الاقتصادية و تقديم القروض و التسهيلات الائتمانية المختلفة معتمدة في ذلك على الموارد الخارجية المشكلة أساساً من الودائع و على الموارد الذاتية المشكلة من رأسمالها و احتياطياتها الأجنبية مع مخصصاتها و أرباحها، و قد تعاضم دورها في تطوير و تنمية مختلف قطاعات الاقتصاد الوطني و أصبحت تشكل أداة فعالة في تحقيق التوازن المالي .

ومع تعدد الحياة الاقتصادية والتقدم الذي عرفته طبيعة الأنظمة الاقتصادية واتساع حجم المعاملات الدولية ، والتي انجر عنها زيادة في حجم الالتزامات الدولية ، كما أدى نمو حجم التبادل الدولي، مع ضرورة التكفل بالإختلالات الطارئة والأساسية في موازين المدفوعات ، وتحقيق الاستقرار النقدي الدولي، إلى ضرورة وفرة وانسياب وتنوع وسائل الدفع، وقصور تلك الوسائل عن أداء مهامها- سواء لعدم وفرة أو لعدم تنظيم أو لعدم المرونة والتنوع- فإن ذلك يعني عرقلة العلاقات والنشاطات الاقتصادية الدولية والداخلية، وهذا من شأنه أن يخلق جواً من عدم الاستقرار الاقتصادي .

قد أدى تفاقم مشكل السيولة الدولية، وتعدد الآراء والحلول المقترحة لزيادة وسائل الدفع، فظهرت العملات الصعبة وحقوق السحب الخاصة قصد تدعيم الاحتياطيات الدولية التي تملكها البنوك المركزية في مختلف دول العالم ، ومن خلال هذا الفصل سوف نتناول موضوع الاحتياطيات الأجنبية من حيث ماهية و الأبعاد في المبحث الأول لنعرج على أنواعه ومحددات الطلب عليه في المبحث الثاني ، لنختتم الموضوع بإبراز أدوات ومصادر تراكم الاحتياطيات الأجنبية .

## المبحث الأول: ماهية احتياطيات الصرف الأجنبي.

تلعب الاحتياطيات الأجنبية دوراً أساسياً في صناعة القرارات الاقتصادية الكفيلة بحماية الممتلكات الاقتصادية من الضغوطات والمساومات السياسية ، لاسيما في الفترات

الدرجة وقد أدت الأزمات الاقتصادية عبر الزمن إلى تشكيل سياسات وأدوات حماية الاحتياطات الأجنبية للدول من الاستنزاف .

كما أدى اختلاف طبيعة الاقتصاديات إلى التركيز على سبل تكثيف الاحتياطات من خلال السياسات المالية والنقدية ، وقد أدت حداث الاختلالات الهيكلية مع تدهورت معدلات التبادل التجاري للدول النامية ، في ظل المستجدات الاقتصادية العالمية و التي أتسمت بتزايد الانفتاح التجاري وظهور التكتلات العالمية للأسواق المالية ، مع ثورة المعارف التكنولوجية في ميدان الإعلام والاتصال وسبل توظيفها في خدمة القرارات والسياسات الاقتصادية ، مما أدى إلى تسريع حركة رؤوس الأموال بمعدلات تفوق نمو المبادلات التجارية ، الأمر الذي وضع الاقتصاديات النامية أمام رهانات تكييفها مع المستوي الأمثل والملائم للاحتياطات الدولية، والذي يتعين على البنوك المركزية امتلاكه لمجابهة الصدمات الطارئة والغير متوقعة والتي يمكن أن يتعرض لها ميزان المدفوعات .

وقد أدى ارتباط مفهوم الاحتياطات الأجنبية في الفكر الرأسمالي بالمشكلة الاقتصادية القائمة على تخصيص الموارد المحدودة والمتاحة في المجتمع ، لتلبية رغبات الأفراد المتجددة والمتكررة، إذ أن حل مشكل تخصيص الموارد في النظرية الرأسمالية ، قائم في أساسه على نظرية السعر والتي ترى من السعر الأمثل أساس المنافسة الكاملة ، و تناقضها مع هياكل السوق المشتملة على كلا من المنافسة الاحتكارية ، واحتكار القلة ، والاحتكار التام لكسب ولاء المتعاملين الماليين .

كما اختلفت الآراء حول تحديد مفهوم دقيق لمصطلح احتياطي الصرف الأجنبي ، وذلك وفقا للخلاف القائم حول العناصر التي تشملها أو تتكون منها هذه الاحتياطات ، وسنتطرق في هذا الصدد إلى مجموعة التعاريف الخاصة بالاحتياطات الأجنبية، مع محاولة شرح كل مفهوم على حدي، وإبراز أهمية الاحتفاظ بها والعوامل المؤثرة عليها، وقد تم معالجة كل هذه العناصر من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: مفهوم احتياطات الصرف الأجنبي .

المطلب الثاني: أنواع احتياطات الصرف الأجنبي.

المطلب الثالث: محددات الطلب على احتياطات الصرف الأجنبي .

## المطلب الأول: مفهوم احتياطات الصرف الأجنبي .

لقد اشتملت الأدبيات الاقتصادية على العديد من المفاهيم والمصطلحات ، لحجم الأموال السائلة من العملات الأجنبية ، المخصصة لمجابهة الظروف الحرجة ، والتي اشتملت على عدت تعاريف ، سواء تعلق الأمر بكلا من السيولة الدولية ، أو الاحتياطات الأجنبية ، أو الأصول الأجنبية السائلة ... الخ ، والتي تعددت في مضامينها إلا أنها خصصه لتحقيق نفس الغرض والتي يمكن تناولها من خلال :

## 1. المدلول الاقتصادي للاحتياطيات الأجنبية :

1.1. **التعريف الأول:** يرى بعض الاقتصاديين\* أن الاحتياطيات الدولية هي عبارة عن تشكيلة من الأصول الأجنبية السائلة التي يتم استخدامها في تسوية المدفوعات الدولية<sup>1</sup>. فالأصول المتاحة للسلطات النقدية التي تمكنها من الوفاء بالالتزامات الخارجية، حيث يقرر البروفيسور "هيلر" أن وسائل المدفوعات الدولية يجب أن تتميز بخاصيتين هما:

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

وانطلاقاً من هاتين الخاصيتين فإن الأصول التي تدخل ضمن الاحتياطيات الدولية هي:

- الحيازات الرسمية من الذهب النقدي.

- العملات الأجنبية القابلة للتحويل.

- مركز شريحة الذهب لدى صندوق النقد الدولي.

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

## 1.2. **التعريف الثاني:** الأصول الاحتياطية هي الأصول الخارجية الموجودة تحت

تصرف السلطات النقدية والخاضعة لسيطرتها لأغراض ميزان المدفوعات أو غيره من الأغراض<sup>2</sup>.

و يرى صندوق النقد الدولي أن الأصول الاحتياطية تشمل كل من الذهب النقدي وحقوق السحب الخاصة ومركز الاحتياطيات لدى صندوق النقد الدولي والنقد الأجنبي\* والمطالبات الأخرى.

## 1.3. **التعريف الثالث:** يقصد بالاحتياطيات الدولية، تلك الأصول الخارجية المتاحة في

أي وقت للسلطات النقدية والخاضعة لسيطرتها لأغراض التمويل المباشر الاختلالات المدفوعات، أو لضبط حجمها بصورة غير مباشرة عن طريق أسواق

\* البروفيسور "هانز هيلر Hellar"، والذي تناوله في بحثه المعنون بالسيولة الدولية سنة 1964.

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

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

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

الصرف للتأثير في سعر صرف العملة، أو لأغراض أخرى أو لكل هذه الأغراض مجتمعة.<sup>1</sup>

يستند هذا التعريف على مقارنة ومدخل محاسبي، وينطبق على الاحتياطات السائلة والمحرة بعملات أجنبية قابلة للتداول، ولا يأخذ بعين الاعتبار الالتزامات الخارجية للسلطات النقدية.

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

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

1. 4. **التعريف الرابع:** تعرف الاحتياطات الدولية الرسمية بأنها إجمالي الأصول الاحتياطية الأجنبية الرسمية والأصول الأخرى بالعملات الأجنبية والتي توجد إما لدى البنك المركزي أو المستثمرة في الخارج.<sup>2</sup>

يعبر عن صافي الاحتياطات الدولية عن إجمالي الاحتياطات الرسمية مطروحاً منها الالتزامات الأجنبية قصيرة الأجل. وعليه فإن احتياطي الصرف لبلد ما، يتمثل فقط في تلك العناصر من الاحتياطات الموضوعة أو التي يمكن أن توضع بسرعة تحت تصرف السلطات النقدية لكي تستخدمها في مواجهة العجز الطارئ في ميزان المدفوعات، أما غير ذلك من الأصول فلا يمكن حسابها ضمن احتياطي الصرف للاقتصاد الوطني. كما يجب أن تكون الاحتياطات الدولية تحت تصرف السلطة النقدية أو البنك المركزي لاستخدامها عند الضرورة وبالسرية المطلوبة، وبالتالي هذا التعريف يستبعد أيضاً من الاحتياطات ما بحوزة الأفراد من ذهب و عملات صعبة وأرصدة العملات الصعبة التي تتعامل بها البنوك التجارية، وكذلك القروض المصرفية والتجارية التي تقدم لتمويل التجارة الخارجية والقروض المتوسطة والطويلة الأجل التي تحصل عليها الدولة لتمويل مشروعات معينة بذاتها مثل القروض المقدمة من مجموعة البنك الدولي.

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

و يشير هذا التعريف إلى عملية تراكم الاحتياطات باعتبارها مجموع الأرصدة المكونة لميزان المدفوعات.

1- رمزي زكي، الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري، دار الكتب المصرية، 1994، ص 73-76

2- البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية العدد 27، افريل 2005.

1.6. **التعريف السادس:** يقصد باحتياطي الصرف الأجنبي تلك الأصول الأجنبية التي ترغب الحكومات في الاحتفاظ بها، لأن حكومات الدول الأخرى تقبلها في تسوية الديون والمعاملات الدولية، وبناءً على قابلية هذه الأصول للقبول في المعاملات الدولية، فإن حكومات الدول الأخرى المختلفة تسعى دائماً إلى تكوين هذه الأصول للاحتفاظ بها لكي تستخدمها في الفترات التي يحدث فيها عجز طارئ أو مؤقت في موازين مدفوعاتها، حتى لا تضطر إلى إجراءات وتغييرات أساسية غير مرغوبة في سياساتها الاقتصادية والاجتماعية. يسعى هذا التعريف إلى جعل كل الأصول التي يتم بها تسوية المعاملات الدولية ضمن احتياطي الصرف الأجنبي، ويبين أيضاً دوافع الاحتفاظ بهذه الأرصدة من قبل الحكومات.

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

إن هذا التعريف، يشترط في الاحتياطيات الدولية عدة معايير هي:

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

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

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

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

يعتبر الذهب وحقوق السحب الخاصة ووضع الاحتياطي للبلد لدى صندوق النقد الدولي أصولاً احتياطية. لأنها أصول يمكن تملكها بسهولة وبدون قيد أو شرط للسلطات النقدية، والصرف الأجنبي (الذي يشمل حيازة العملة الأجنبية وودائع العملة والأوراق المالية

1 - تعريف الطبعة الخامسة لدليل ميزان المدفوعات (BPM5) الصادر عن صندوق النقد الدولي 2002.

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

الأجنبية) وغير ذلك من المستحقات متاح أيضا على حد سواء و لذا يعتبر أصولا احتياطية.

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

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

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

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

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

- الذهب النقدي.
- حقوق السحب الخاصة.
- الشريحة الاحتياطية لدى صندوق النقد الدولي.
- النقد الأجنبي.
- الودائع لدى السلطات النقدية ولدى المصارف وأوراق مالية سواء كانت أسهما أو سندات أو أدوات سوق النقد والمشتقات المالية\*.

## 2- المدلول الاقتصادي للسيولة الدولية :

لقد استخدمت الأدبيات الاقتصادية مصطلح السيولة الدولية كبديل عن الاحتياطيات الأجنبية ، وذلك من خلال اعتباره بمثابة رصيد الدولة من العملات الأجنبية السائلة ، والذي يمكن اللجوء إليه لسد عجز ميزان المدفوعات في الحالات الطارئة ، وتجنب السياسات الاقتصادية الغير مرغوب فيها .

**1-2 تعريف السيولة الدولية :** تشتمل السيولة الدولية على جميع الموارد المتاحة للسلطات النقدية لاستخدامها في سد عجز ميزان المدفوعات ، أو اللجوء إليه في الحالات

1- حسب تصنيف دليل ميزان المدفوعات الصادر عن صندوق النقد الدولي لسنة 2002  
\*- المشتقات المالية " في شكلها البسيط دون اللجوء إلى مختلف عمليات التوظيف البسيط أو المركب "

الطارئة ، والذي يتشكل أساسا من الاحتياطيات من النقد الأجنبي ، مع رصيد الدولة من الذهب ، إضافة إلى أرصدت الدولة المقترضة من المؤسسات المالية الدولية ، ويعتبر المدلول الاقتصادي للسيولة الدولية أعم واشمل من الاحتياطيات الأجنبية ، كونه يشمل إضافة إلى احتياطيات الصرف الأجنبي السيولة الدولية المشروطة<sup>1</sup>.

2-2 أنواع السيولة الدولية : تتكون السيولة الدولية عموما من الأصول الأجنبية للمملوكة للدولة ، إضافة إلى الأموال المقترضة من الهيئات والمؤسسات المالية الدولية ، ويمكن التمييز بين نوعين من السيولة الدولية وفقا لتصنيفات بنك التسويات الدولية<sup>2</sup>:

أ- السيولة الدولية المملوكة بدون شروط : وهي الأصول المالية السائلة المملوكة للسلطات النقدية ، والتي يمكن استخدامها في أي وقت ، ودون شروط وتشمل كلا من العملات الأجنبية القابلة للتحويل مع رصيد الدولة من الذهب ، إضافة إلى الموارد المالية الأجنبية المتاحة بدون شرط من صندوق النقد الدولي<sup>1</sup>.

ب- السيولة الدولية الغير مملوكة : وتتمثل في كافة الأصول المقترضة من الخارج ، وفقا لأجل وتاريخ استحقاقها ، مع تحمل الأجيال تبعات الشروط .

أسس تأمين السيولة : تعتمد الدول في تسيير الحالات الطارئة على مجمل احتياطياتها الأجنبية ، كما يمكنها اللجوء إلى سندات الائتمان المملوكة للمؤسسات العامة والخاصة ، إضافة للسندات مقايضة الدين التي يصدرها البنك المركزي ، وتعمل غالبية البنوك المركزية على امتلاك إمكانية الحصول على قدر من السيولة الدولية لمجابهة الأزمات الطارئة والغير متوقعة<sup>2</sup>، ويمكن حصر أهم ثلاث طرق لتأمين السيولة الدولية<sup>3</sup> وذلك وفقا لخصوصيات ومعطيات الاقتصاد الداخلي للدولة :

- الصيغ الأحادية : وذلك من خلال اعتماد البلد على قدراته الذاتية في تأمين السيولة .

- الصيغ الثنائية : وذلك من خلال تعهد بلد بتأمين سيولة بالعملة الأجنبية لبلد آخر .

- الصيغ الأحادية : وتكون من خلال التزام مجموعة من الدول في تأمين السيولة الأجنبية لبلد أو مجموعة من البلدان شريطة غياب الخطر الأخلاقي .

<sup>1</sup> - سيتم تقديم وشرح مفصل لكل عنصر من هذه العناصر في المباحث القادمة.

1- IMF , ANNUAL REPORT . 1964,P 25

2- هشام حيدر ، السيولة النقدية الدولية والبلدان النامية ، الأهلية للنشر والتوزيع ، لبنان ، 1977 ، ص 20

3- IMF , ANNUAL REPORT,OP- CIT ,P83

## المطلب الثاني: أنواع احتياطات الصرف الأجنبي .

هناك عدة تصنيفات للاحتياطات الدولية، كما أنه لكل صنف دافع للاحتفاظ به ، وقد أدى ارتباط مفهوم الفاعلية المصرفية في الفكر الرأسمالي بالمشكلة الاقتصادية القائمة على تخصيص الموارد المحدودة والمتاحة في المجتمع ، لتلبية رغبات الأفراد المتجددة والمتكررة، إذ أن حل مشكل تخصيص الموارد في النظرية الرأسمالية ، قائم في أساسه على نظرية السعر والتي ترى من السعر الأمثل أساس المنافسة الكاملة ، و تناقضها مع هياكل السوق المشتملة على كلا من المنافسة الاحتكارية ، واحتكار القلة ،والاحتكار التام لكسب ولاء المتعاملين الماليين وفق ما تمليه أسس السوق ، وسنحاول في هذا المطلب عرض أهم التقسيمات للاحتياطات الدولية ودوافع حيازتها وفقاً لما يلي :

**1- أنواع الاحتياطات الدولية:** يمكن تناول هذه الأنواع من عدة زوايا حسب المدارس والاتجاهات وذلك :

### 1-1. تصنيف صندوق النقد الدولي:

يميز صندوق النقد الدولي بين عناصر السيولة الدولية التي تملكها الدولة وبين تلك العناصر التي تقترضها من العالم الخارجي كما يلي<sup>1</sup>:

أ. **السيولة المملوكة (الاحتياطات المملوكة أو غير المشروطة):** يقصد بالسيولة المملوكة تلك الأصول الاحتياطية الدولية التي تقع في حوزة البلد، أي تمتلكها السلطة النقدية ملكية مطلقة، وبالتالي تستطيع أن تتصرف فيها بحرية تامة كما تشاء وطبقاً لظروفها الخاصة، حتى لو أدى ذلك إلى هبوطها إلى مستويات دنيا، فالذهب الموجود في خزائن البنك المركزي وحجم الشريحة الذهبية للدولة بصندوق النقد الدولي، فضلاً عن العملات الأجنبية التي تحتفظ بها الدولة كاحتياطات مضافاً إليها وحدات حقوق السحب الخاصة، كل ذلك- الأربعة الأصول الهامة - يدخل في عداد الاحتياطات الدولية المملوكة السائلة.

وليس هناك شك في أن حساب نسبة السيولة الدولية للبلد على أساس حجم هذه الأصول الأربعة أو الاحتياطات المملوكة إلى إجمالي التزاماتها الخارجية في فترة قصيرة يعد من أفضل مقاييس السيولة وأنسبها، ذلك لأنه يوضح مدى القدرة الذاتية للدولة على مواجهة التزاماتها الخارجية.

ب. **السيولة (الاحتياطات) المقترضة:** فإنها تتمثل في كافة العناصر التي تحصلت عليها الدولة عن طريق الاقتراض الخارجي وتستخدم في تسوية العجز الطارئ في ميزان

1- رمزي زكي، الاحتياطات الدولية، مرجع سابق، ص 96.

المدفوعات، على أن تكون تلك العناصر مطلوبة السداد في غضون فترة معينة أو عند تاريخ محدد، كما أن اقتصاد البلد يتحمل عبئاً معيناً يتمثل في سعر الفائدة وذلك ثمناً للحصول عليها، والاحتياطيات المقترضة بهذا المعنى تشمل إمكانيات البلد وقدرته على السحب من صندوق النقد الدولي خارج حدود الشريحة الذهبية، فضلاً عن القروض التي تتمكن الدولة من الحصول عليها منت أسواق المال والنقد الدولية، كما تضم (أي الاحتياطيات المقترضة) أيضاً السحب على التسهيلات المتاحة بين البنوك المركزية (اتفاقية Swap) والاحتياطيات المقترضة تعتبر في الدرجة الثانية من السيولة إذا ما قورنت بالاحتياطيات المملوكة، والبيان الموالي يلخص الإطار العام لأقسام الاحتياطيات الدولية<sup>1</sup>.

### 1-2. الاحتياطيات من ناحية المكونات: والتي تتشكل من

- أ. احتياطيات قابلة للاستثمار: وهي الجزء الذي يتكون من العملات الصعبة.
- ب. الاحتياطيات التي لا تعطي دخل: تضم مركز الدولة لدى صندوق النقد الدولي (الشريحة الاحتياطية) وحقوق السحب الخاصة والذهب\*.

### 1-3. تصنيف آخر للاحتياطيات.

- أ. الاحتياطيات العادية: وهي التي لا تأخذ بعين الاعتبار الالتزامات الخارجية.
- ب. الاحتياطيات الصافية: وهي التي تستثني الالتزامات الخارجية ويعد هذا النوع من أفضل الاحتياطيات لأنه يقيس مركز السيولة الحقيقي للبلد\*\*.

### 2- دوافع حيازة الاحتياطيات الدولية:

هناك عدة نظريات اقتصادية عمدت إلي حصر أهم دوافع حيازة الاحتياطيات الأجنبية والتي يمكن حصرها في النقاط التالية :

- تكوين مخزون وقائي لحماية الاقتصاد من الاختلالات السلبية الغير متوقعة .
- من خلال امتلاك السلطة النقدية لاحتياطي الصرف الأجنبي تسعى إلى تعويض تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطيات ويتم ذلك من خلال إدارة هذه الاحتياطيات والمحافظة عليها من التآكل وتوظيف جزء منها.
- إدارة السياسات النقدية من قبل البنك المركزي، حيث يتيح امتلاك البنك المركزي لاحتياطي الصرف الأجنبي إدارة السياسات النقدية، إذ يحتاج في كثير من الأحيان إلى حجم كبير من العملات الأجنبية بيعة وشراء من خلال عمليات السوق المفتوحة وإدارة غطاء النقد واستثمار موجوداته من العملات الأجنبية لدى البنوك المرأسلة في الخارج وتوفير العملات الأجنبية للبنوك التجارية من أجل الوفاء بالتزاماتها باتجاه مختلف المتعاملين وعليه فالاحتياطيات هي مصدر للسيولة\*.

1- رمزي زكي، الاحتياطيات الدولية، مرجع سابق، ص 97.

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

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

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

- تأمين واردات البلد من سلع وخدمات: مواجهة موجة الزيادة المتوقعة في الواردات وتزايد العجز في الميزان التجاري بعد تحرير التجارة الخارجية.
  - تمويل تحويلات وعوائد المستثمرين الأجانب الذين لهم مشروعات في البلد وتنتج للسوق المحلي.
  - المحافظة على توفير السيولة لتفادي الحالات التي يكون فيها الوصول إلى الاقتراض أو تقليص القروض مكلفا جدا.
  - اللجوء إليه في المستقبل القريب لدفع الديون الخارجية وأعبائها.
  - التدخل في أسواق الصرف وذلك من أجل دعم سياسة سعر الصرف سواء بهدف الحصول على سعر الصرف مستقر أو المحافظة على قيمة العملة<sup>1</sup> ولذلك تمتلك جميع الدول احتياطات دولية بعملات أجنبية مختلفة ويفضل الخبراء تنوع هذه العملات ما بين العملات الرئيسية المتمثلة في الدولار الأمريكي، اليورو، الجنيه الإسترليني والين الياباني ... الخ. وذلك بهدف التحوط ضد خسائر تقلبات أسعار الصرف.
  - وتمثل هذه الاحتياطات الدولية خط الدفاع الأول عن قيمة العملة لضمان استقرار أسعار صرف عملتها وكذلك لتمويل الاختلالات المتوقعة في الحساب الجاري مع العجز الخارجي أثناء وقوعه<sup>2</sup>.
- ومما سبق نلاحظ في الأساس أن هذه الأهداف تتمحور حول ثلاث مسائل:
- ضمان حقوق الدائنين والمستثمرين الأجانب.
  - ضمان تمويل النمو في المعاملات الناجم عن الانفتاح التجاري خصوصاً في ظل صعوبة التمويل الدولي والشروط القاسية التي تفرضها المؤسسات الدولية المتخصصة.
  - ضمان الاستقرار الاقتصادي والمالي.

### المطلب الثالث: محددات الطلب على احتياطات الصرف الأجنبي.

من المؤكد أنه كلما حققت الاحتياطات الأجنبية مردودا أكبرا، كلما أعطت نتائج أفضل تنعكس على الأداء المالي للدولة، و مدى تميزه في تخفيض المخاطر الانكماشية الناجمة عن الأزمات المالية، لذلك فإن العلاقة القائمة على تحديد منفعة الموجودات تعكس كفاءة توظيف واستغلال الاحتياطات الأجنبية لغرض توليد الإيرادات. فكلما زادت منفعة الموجودات انعكست على الأداء المالي للدولة، و أمام تنوع الخيارات الإستراتيجية التي تنتهجها البنوك المركزية طبقا لإمكاناتها و طبيعة أهدافها و خصائص و ظروف

1- عبد المجيد قدي، مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية وتقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية 2003، ص 135.  
2-16, BLANCHARD, O., J.-C. Chouaraoui, R.P. Hagemann et N. Sartor « La "soutenabilité" de la politique budgétaire : réponses nouvelles à une question ancienne »

المنافسة سواء كانت على المستوى الكلي للدول ، أو على مستوى الجزئي الداخلي ، إذ أن الحكم على نجاعة الاحتياطات الأجنبية مع سبل توظيفها واستغلالها في سد العجز المالي والاقتصادي للدول، بالموازاة مع ديناميكية الأسواق المحلية و الدولية و تنامي الحاجات و الرغبات المالية للأفراد و منشآت الأعمال ، و التي ترتبط بعوامل اقتصادية و اجتماعية و سياسية و لاشك أن الطلب على الاحتياطات الأجنبية من حيث المبدأ يختلف عنه من حيث التوظيف كون أن المعطيات الاقتصادية مع الظروف الدولية أساس تحديد حاجة وضرورة الطلب على الاحتياطات الأجنبية ، والذي يتأثر أساسا بمستوى الدخل الحقيقي للبلد ، فكلما ارتفع حجم هذا الدخل كلما زادت قدرة البلد على تكوين الاحتياطات ، ويمكن إجمال هذه العوامل فيما يلي<sup>1</sup> :

- حجم قطاع التجارة الخارجية و أهميته ( الصادرات والواردات ).
  - درجة التركيز السلعي للصادرات .
  - حجم الاستثمارات الأجنبية و الخارجية .
  - درجة الاحتياط لمواجهة أخطار المستقبل .
  - قدرة الدولة على الاقتراض الخارجي .
  - طرق تسوية المدفوعات الخارجية ( الاتفاقية الثنائية )
  - اتجاهات شروط التبادل التجاري.
  - ارتفاع عبء الديون الخارجية .
  - حركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل .
- ويهدف هذا المطلب إلى جعل الاحتياطات الدولية كمتغير تابع ( R ) و محدداته هي :

## 1 - الصادرات:

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

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

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

1- مزي زكي، الاحتياطات الدولية، مرجع سابق، ص 153

الدول المتقدمة التي تكون صادراتها عموماً مستقرة و لذلك فهي لا تحتاج إلى الاحتفاظ بجزء كبير من الاحتياطيات السائلة للوفاء بالتزاماتها .  
و إذا بحثنا في أحوال التقلبات التي تطرأ على إجمالي حصيللة الصادرات للدول النامية فإن العامل الأساسي هو درجة التركيز السلعي وارتفاع درجة عدم استقرار حصيللة الصادرات .

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

## 2 - الواردات M :

تؤثر الواردات على حجم الاحتياطيات سلماً و هذا التأثير للواردات على الاحتياطيات يسمى " احتياطيات المبادلات " <sup>1</sup>.

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

$$M = m ( y )$$

بحيث: M: حجم الواردات.

m : معامل الواردات ( الميل المتوسط لها ) .

y : الدخل الوطني .

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

ولا بد أن نشير هنا إلى أهمية تأثير التغير في شروط التبادل التجاري على الاحتياطيات فإذا ارتفعت أسعار الصادرات بنسبة أكبر من ارتفاع أسعار الواردات فإن هذا يعني تحسن شروط التبادل الدولي مما يدعم ارتفاع القوة الشرائية لصادرات الدولة وهو ما ينعكس في تحسن لوضعية ميزان المدفوعات ، و في حالة تدهور شروط التبادل الدولي يحدث العكس تماماً و هي الحالة التي تستدعي زيادة طلب البلاد على الاحتياطيات والاحتفاظ بها لمواجهة مثل هذه الاختلالات التي قد تكون ناجمة عن تدهور شروط التبادل الدولي، والواقع أن معظم البلاد النامية تعاني من تدهور في شروط التبادل الدولي (الاستيراد بأسعار مرتفعة والتصدير بأسعار منخفضة) حتى أصبح يطلق على هذه الحالة بظاهرة التبادل اللامتكافئ .

## 3 - حجم الاستثمارات الخارجية و الأجنبية:

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

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

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

#### 4 - قدرة الدولة على الاقتراض الخارجي:

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

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

والنتيجة أنه عندما تكون للدولة مقدرة على الاقتراض من الخارج فإن مستوى الطلب على الاحتياطيات يكون منخفض.

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

وننبه في الأخير أن قضية الديون الخارجية تؤثر في الطلب على الاحتياطيات الدولية للبلد من ثلاثة زوايا<sup>1</sup>:

1 - حكمت النشاشيبي، استثمار الأرصدة وتطوير الأسواق المالية، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، بيروت 1980، ص 112

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

#### 5 - نسبة الاحتياطيات الدولية لمواجهة مخاطر المستقبل<sup>1</sup>:

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

#### المبحث الثاني: مكونات احتياطيات الصرف الأجنبي.

يكتسي موضوع الذهب النقدي نقطة ارتكاز أساسية في الوقوف على حقيقة الإستراتيجية الاقتصادية المستهدفة وفق الإمكانيات المالية المتاحة ، في خضم تنامي حدة الأزمات العالمية التي أضحت تهدد الكيانات المصرفية، و قد أدى تميز النشاط المصرفي عن الأنشطة الاقتصادية الأخرى من حيث التنوع و التعدد في المنتجات و الخدمات سواء على مستوى الآليات الداخلية (صيغ تمويل جديدة، خدمات مصرفية حديثة ، تكنولوجيا جديدة .. الخ ) أو على مستوى البيئة و المحيط (متعاملين جدد، أسواق مالية ناشئة .... الخ )، مع تضارب أسس و مناهج التقييم سواء من حيث اختلاف المعايير القانونية و المحاسبية في ترتيب و تصنيف البيانات المالية للمصارف، أو تزايد النشاطات خارج الميزانية و التي كثيرا ما تشكل مجالا لعدم التحكم و السيطرة على الآليات و المؤشرات المالية ، إلى صعوبة ضبط مضمون احتفاظ البنوك المركزية بالذهب دون غيره من السلع الأخرى، و هل يعتبر الذهب مكون من مكونات احتياطي الصرف الأجنبي ؟ ، كما أن

ومن خلال هذا المبحث سوف نتناول موضوع الذهب النقدي من حيث ماهية و الأبعاد في المطلب الأول لنعرج على العملات الأجنبية القابلة للتحويل في المطلب الثاني، لنختم الموضوع بالتطرق إلى

حقوق السحب الخاصة ودورها في الاحتياطيات الأجنبية وذلك من خلال المطلب الثالث :

المطلب الأول: الذهب النقدي.

المطلب الثاني: العملات الارتكازية المشكلة للاحتياطيات الأجنبية .

المطلب الثالث: حقوق السحب الخاصة و شريحة الاحتياطي النقدي .

1- هشام حيدر : السيولة الدولية والبلدان النامية ، الأهلية للنشر والتوزيع ، لبنان ، 1977 ، ص 52

### المطلب الأول: الذهب النقدي

لقد أدى تعاظم دور الذهب وتنامي حدة المنافسة عليه بين الأسواق المالية ، إلى خلق أسس ومرتكزات اقتصادية للوقوف على حقيقة المقدر المصرفية في التكيف مع المعطيات الداخلية والخارجية للبيئة الاقتصادية ، وقد أدى تضارب الأهداف والأولويات بين الدول ، مع تنوع الهيكل إلى تميز المحيط الاقتصادي ، إستراتيجيات تمويل الأنشطة الاقتصادية ذات التأثير التنموي الفعال على القطاعات الاقتصادية المختلفة ، كما أن ارتباط الدور الريادي للذهب في الفكر الرأسمالي بالمشكلة الاقتصادية القائمة على تخصيص الموارد المحدودة والمتاحة في المجتمع ، لتلبية رغبات الأفراد المتجددة والمتكررة، إذ أن حل مشكل تخصيص الموارد في النظرية الرأسمالية ، قائم في أساسه على نظرية السعر والتي ترى من السعر الأمثل أساس المنافسة الكاملة ، و تناقضها مع هياكل السوق المشتملة على كلا من المنافسة الاحتكارية ، واحتكار القلة ، والاحتكار التام لكسب ولاء المتعاملين الماليين. ويشمل مبدأ استعمال الذهب النقدي الميكانيزمات التنظيمية والطرق والأساليب التي تتبعها المؤسسات الاقتصادية عموما والبنكية خصوصا ، لحماية أصولها والتأكد من دقة الاعتماد على البيانات والمعلومات وتسخيرها بما يجعلها في خدمة الإستراتيجية الداخلية للدولة .

و من هذا المنطلق ، فإن تاريخ الذهب و طرق استغلاله و المشكلات المرتبطة بعملية القياس و غيرها من الجوانب الخاصة بدراسة موضوع الذهب تمثل ضرورة يفرضها واقع الدراسة في الاقتصاديات المعاصرة ، إذ أن استغلال وتوظيف الذهب يمثل جوهر الاستغلال الأمثل للمواد الداخلية للدولة ، و التي تزداد أهمية التوظيف فيها جراء تعقد مجالات الإنتاج المالي فيها أمام تنامي حدة المنافسة و تصاعد المخاطر الناجمة عن تخزين واستغلال هذه السلعة ، وستتناول في هذا المطلب تاريخ الذهب النقدي في شكله العام من زاويتين معاصرة وتقليدية وصولا إلى تحديد مضمونه مع التطرق إلى سبل استغلاله كسلعة ، لنختم الموضوع بالتطرق للجدل القائم حول اعتباره كعنصر احتياطي .

### 1 البعد التاريخي للذهب :

إن المتمعن للذهب كسلعة بقي ولازال عبر الزمن أساس القوة والسلطة منذ أن تم اكتشافه في بداية التاريخ البشري، هذه القيمة اكتسبها من ندرته ومن ذاته، ويعد الذهب أكثر المعادن ليونة حيث يمكن سحب أونصة واحدة على شكل سلك طوله 5 أميال أو طرقها على شكل صفيحة رقيقة للغاية حتى تغطي مساحة قدرها 100 قدم مربع. كما أن إنتاجه مكلف جداً حيث أن استخراج معدل طن واحد في مناجم الذهب يمكن الحصول من خلاله على أونصة واحدة من الذهب فقط.

أما فيما يخص الكشف عن درجة نقاوته فيستخدم في العينة منه 24 إبرة ذهبية تصل نقاوة الأولى إلى 24/1 من الأخيرة، ويتم اختبار العينة بواسطة خدشها على محك للذهب ثم مقارنة الخدش الناجم عن المحك مع الخدوش الناجمة عن الإبر. وعلى الرغم من أن استخدام هذه الآلية للكشف عن نقاوة الذهب لم يعد يعمل بها إلا أن نظام النقاوة لا يزال قائماً، وبهذا فإن الذهب من عيار 24 هو ذهب نقي 100%، والذهب من عيار 18 هو عبارة عن 18 جزء ذهب و6 أجزاء من معادن أخرى، وتشير الدراسات إلى أن معظم الذهب الذي تم اكتشافه منذ 6000 سنة يعتقد أنه لا يزال بحوزة الإنسان إما على شكل مدخرات أو حلي فردية أو في خزائن البنوك المتعددة.

وقد تبنت بريطانيا - التي احتلت عاصمتها لندن سمعة مركز تجارة الذهب الأول في العالم منذ 1671- معيار الذهب كاحتياط نقد رسمي بعد سنة 1807 بالرغم من أن هذا المعيار كان موجوداً منذ 1717 لكن بشكل غير رسمي، أما دول أوروبا فبقيت تعتمد على قاعدة الفضة حتى نهاية القرن الثامن عشر أين انتقلت إلى معيار الذهب كاحتياط للنقد، وقد حدث أول تثبيت لأسعار الذهب في لندن سنة 1919 مقابل الجنيه الإسترليني لمدة 50 سنة، ثم بدأ الدولار يحل تدريجياً كعملة لتسعير الذهب بداية من سنة 1933 في حين تم تثبيت سعر الذهب بـ 20 دولار للأونصة، وفي سنة 1934 ارتفع سعر الذهب إلى 35 دولار للأونصة\*.

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

- ضعف المعدل السنوي لنمو إنتاج الذهب وزيادة حجمه بحوالي 1.5% فقط، كما أن الجزء الكبير من تلك النسبة كان يستخدم في الأغراض الصناعية أو الاكتناز، وبذلك لم تعد تمثل أرصدة العالم من الذهب النقدي سوى مجرد نسبة محددة من جملة المدفوعات التي تنساب سنوياً.

\*- وتدعى أيضاً بالأوقية والتي تعادل 32.2 غرام من الذهب .

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

■ سوء عدالة في توزيع الأرصدة الذهبية بين مختلف دول العالم، فضلاً عن مخاطر نقل الذهب بين الدول.

■ عدم احترام قواعد اللعبة\*\*، فالدول ذات الفائض في ميزان المدفوعات لم يحدث بها سوى توسع نقدي تبعاً لدخول الذهب إليها، ولم ترتفع بالتالي الأسعار الداخلية بها ولم تزداد وارداتها وتتناقص صادراتها، وبناءً عليه لم يستعيد ميزان المدفوعات توازنه بموجب تحركات الأرصدة الذهبية دولياً، والعكس لم يحدث في حالة الدول ذات العجز.

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

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

■ مضاعفة سعر الذهب مما يزيد من حجم السيولة الدولية المتولدة عنه، ولكن عارضت الولايات المتحدة الأمريكية هذا الحل بحجة أنه يعني العودة إلى العمل بقاعدة الذهب التي ثبت فشلها والتي جرت في أذيلها هزات اقتصادية عنيفة وكساداً اقتصادياً كبيراً، بالإضافة إلى أن زيادة سعر الذهب يعني انخفاض قيمة الدولار، أما فرنسا فتؤيد ذلك الحل وهذا طبيعي بالنسبة لها حيث أنه إذا أمكن مضاعفة سعر الذهب وكذلك أمكن تحويل كل ما تملكه فرنسا من عملات أجنبية إلى ذهب لغدت فرنسا من أغنى دول العالم.

■ تخفيض قيمة الذهب على عكس الحل الأول ظهر الرأي المناهض بتخفيض قيمة الذهب، وذلك حتى يقلع المكتنزون عن اكتناز الذهب مما يزيد من حيابة البنوك له، وكذلك حتى تقلع البنوك المركزية عن تخصيص نسبة كبيرة منه لرسيد الإصدار.

■ التخلص من دور الذهب، على عكس كافة الحلول المقدمة ظهر رأي يناهض بضرورة التخلص من دور الذهب في المعاملات النقدية الدولية، لكثرة المشاكل التي تنجم عنه.

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

## 2- دواعي الاحتفاظ بالذهب.

تكمُن أسباب ودواعي احتفاظ البنوك المركزية بالذهب إلى عدة اعتبارات يمكن إيجازها في النقاط التالية<sup>1</sup>:

\*\* - نقصد بها التوازن الآلي في ميزان المدفوعات.

1- مجلس الذهب العالمي، التقرير السنوي، 2008.

## 2-1. التنوع في الاحتياطات:

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

## 2-2. الأمن الاقتصادي:

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

2-3. الأمن المادي: قد تقوم بعض الجهات بتجميد الأصول الاحتياطية التي تم التعاقد عليها على شكل أوراق مالية مثلاً، وكثير ما تتخذ إجراءات وتدابير من هذا القبيل خصوصاً بعد 11 سبتمبر 2001 بحجة تجميد الحسابات التابعة للجماعات الإرهابية، ولذلك يشكل الذهب أمن مادي مقارنة بباقي الأصول.

## 2-4. التأمين:

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

## 2-5. الثقة:

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

## 2-6. مصدر الدخل:

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

## 3- النهاية الرسمية للدور النقدي للذهب :

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

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

\* - سيتم التعرض لهذا المؤشر في فصل الثاني الخاص بإدارة الاحتياطي، خصوصاً عنصر الذهب.

\* - حتى منتصف سنة 2008 يوجد 11 بورصة للذهب على المستوى العالمي والتي انحصرت دورها أساساً عقب الأزمة الاقتصادية العالمية

- موافقة صندوق النقد الدولي في 1974 على تعديل تقويم حقوق السحب الخاصة على أساس مقدار معين من 16 عملة بلد بدلاً من 0.888 غ ذهب.
  - رفع الحظر على مواطني الولايات المتحدة الأمريكية في الاحتفاظ بحيازات خاصة من الذهب مثل مواطني بقية الدول.
- وقد أدت تلك التطورات إلى انهيار الأساسيين الجوهريين الذي ارتكز عليهما الذهب حيث تم إيقاف قابلية تحويل الدولار إلى ذهب وإلغاء السعر الرسمي للذهب وتركه لقوى سوق، وفي تلك الفترة كان هناك رأيان على الصعيد الدولي، رأي تنزعه الولايات المتحدة الأميركية، ومن ورائها بريطانيا، وهو أن حجم الاحتياطيات الدولية غير كافٍ، ويجب العمل على زيادته لتأمين حاجة النشاط التجاري الدولي، أما الرأي الثاني فكانت تنزعه فرنسا، ويرى أن حجم السيولة الدولية يمر في حالة فائض، الأمر الذي يسبب الاضطرابات النقدية الدولية.
- وقد انتصر في الأخير الرأي الأول، الذي مفاده خلق عنصر جديد من عناصر السيولة الدولية، وهو ما يسمى بحقوق السحب الخاصة\*\*، وخلق هذا العنصر الجديد لا يرمي فقط إلى زيادة حجم السيولة الدولية، وإنما أيضاً إلى إزاحة الذهب من الصعيد الدولي، وإحلال الدولار مكانه.
- ورغم إضافة حقوق السحب الخاصة إلا أنه في سنة 1971 تعرض العالم لأزمة سيولة من جديد، وذلك نتيجة النمو السريع للمعاملات الدولية بما يفوق حجم وسائل الدفع، ففي 1971/5/15 بلغت الأرصدة الدولارية خارج الـ 40 مليار دولار، بينما كان حجم الأرصدة الذهبية المقابلة له لا يتجاوز 10.332 مليار دولار. وعليه أعلنت حكومة نيكسون NIXON في 1971/8/15 إيقاف تحويل الدولار إلى ذهب، مما أدى إلى انتهاء العمل بنظام الصرف بالذهب، ومنذ تلك اللحظة اختفت الأسس التي استند إليها نظام بريتون وودز، كثبات أسعار الصرف، تجنب القيود على المدفوعات الخارجية، القابلية للتحويل، التزام الولايات المتحدة بتحويل الدولار إلى ذهب عند سعر ثابت - مما عجل بانتهاء الدور الكبير الذي كان يلعبه الذهب في السيولة الدولية، والذي تأكد نهائياً مع مؤتمر جمايكا 1976، الذي تم فيه تعديل اتفاقية بريتون وودز وفيه تقرر ما يلي:
- إلغاء السعر الرسمي للذهب، ونزع الصفة النقدية عنه، ومعاملته كأى سلعة يتحدد سعرها بناء على العرض والطلب .
  - التخلص من جانب من مقادير الذهب التي توجد بحوزة الصندوق .
  - تقرر أن تكون وحدات حقوق السحب الخاصة هي الأصول الاحتياطية الأساسية في نظام النقد الدولي.
  - إلغاء عملية دفع الحصص بالذهب للدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي .
  - يسمح للصندوق بالتصرف في 50 مليون أوقية من الذهب على أساس تحويل نصفها بالسعر الرسمي إلى حصص الدول الأعضاء.

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

• تودع الأرباح الناتجة عن فروقات الأسعار في حساب خاص لتقديم المساعدة للدول النامية الأعضاء في الصندوق.

إن الهدف من إلغاء دور الذهب كعملة رئيسية للسيولة الدولية، هو من أجل دعم الدور الذي تلعبه حقوق السحب الخاصة حتى تصبح الاحتياطي الرئيسي في نظام النقد الدولي، فقد انخفضت نسبة الذهب في الاحتياطات الدولية من 59% عام 1964 إلى 15% عام 1977، حيث قام صندوق النقد الدولي ببيع 50 مليون أوقية من موجوداته من الذهب، فقد قام حتى 1975/8/31 بتحويل 25 مليون أوقية من الذهب بالسعر الرسمي إلى الدول الأعضاء حسب حصصهم في الصندوق.

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

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

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

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

#### 4- الجدل الاقتصادي حول اعتبار أو عدم اعتبار الذهب كعنصر احتياطي دولي<sup>1</sup>.

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

- المعارضون:

1 - أساس الجدل الاقتصادي يعود بعد اتفاق بروتون وودز، من خلال اعتماد الذهب كعملة دولية، جراء الاحتياطات الدولية التي تملكها الولايات المتحدة الأمريكية، والتي تم استخدامها كأساس نقدي لتغطية الارصدة الدولية من الدولار، في تغطية وتأمين كافة المعاملات الدولية

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

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

#### - المؤيدون:

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

- ارتفاع سعر الذهب نتيجة التضخم مما يعني أنه بالرغم من أن الاحتفاظ به لا يدر أي عائد إلا أنه يحتفظ بقيمته لمواجهة آثار التضخم.
- الزيادة في حيازة الذهب لا تنطوي على أية ضغوط تضخمية لأنه مورد يخضع للندرة على عكس العملات وعلى رأسها الدولار مثلاً الذي يزيد عرضه وفقاً للمتطلبات الداخلية للولايات المتحدة الأمريكية.
- تقلبات الأسعار لا تقتصر على أسعار الذهب بل تمتد لتشمل باقي عناصر الاحتياطيات (خاصة العملات الأجنبية) بفعل عامل المضاربة وغيره مما يعني أن تقلبات الأسعار لا تقتصر على الذهب فقط.
- أصبح الذهب سلعة ولكنه ليس كغيره من السلع فهو أداة استثمارية مفضلة.
- فقد الذهب وظائفه النقدية خاصة كونه وسيلة دفع في المبادلات الدولية، ولكنه ما زال يشكل غطاءاً للعملات، واستعاد بريقه بين الأصول المختلفة إذ أصبح وسيلة للحصول على سيولة في أوقات الأزمات والتضخم.
- يتجه الاهتمام حالياً نحو التداول في البورصات بالذهب وبأسهم مدعومة بالذهب، باعتبار الذهب أقدر الأصول على الصمود في التقلبات المالية الدولية، وخبراء الاستثمار يؤكدون أنه يحدث توازناً في المحافظ الاستثمارية لأنه عامل أمان.
- اتجاه البنوك المركزية إلى زيادة احتياطياتها الذهبية دليل على استعادة الذهب لمكانته المفقودة بين وسائل السيولة الدولية الأخرى.
- هناك علاقة عكسية بين سوق الذهب وسوق الأسهم والسندات، وقد أصبح الذهب بديلاً عن الدولار الذي بدأ يفقد مركزه بفعل تراجع الاقتصاد الأمريكي أمام باقي الاقتصاديات الكبرى.

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

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

وتكمن أهمية الذهب في انه السلعة الوحيدة القادرة على معايشة الأزمات والصمود بقوة في وقت الأزمات والحروب أكثر مما تستطيع أن تفعله الأسهم والسندات والعملات، فالكثير من العملات والشركات تنهار وتضعف قيمتها في حالة تزايد الخوف العالمي من مشاكل سياسية أو طبيعية...، ولذلك جاء تعزيز حصة الذهب في تشكيلة الاحتياطيات الدولية كإجراء احتياطي ضد مخاطر تقلب أسعار الصرف .

ويرى المحللون أن الضغوط على أسعار المعدن الأصفر يمكن أن تتزايد في شكل دراماتيكي بسبب تعزيز حصة الذهب في تشكيلة الاحتياطيات التي تحوزها البنوك المركزية كإجراء احتياطي ضد مخاطر تقلب أسعار الصرف، بل لم يستبعدوا احتمال أن تكون القفزات التي سجلتها الأسعار قد نجمت عن عمليات شراء ضخمة غير معلنة من قبل بعض هذه المصارف<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: العملات الارتكازية المشكلة للاحتياطيات الأجنبية .

تعتبر العملات الأجنبية الصعبة المكون الثاني للاحتياطيات الأجنبية ، فإلى وقت ما كان الذهب المكون الأساسي للاحتياطيات الأجنبية الدولية ، لكن بعد انهيار نظام قاعدة الذهب وقيام اتفاقية بريتون وودز تراجعت مكانة الذهب وبدأت العملات الأجنبية - وعلى رأسها الدولار الأمريكي- تحتل مكانه مرموقة بين العملات الأجنبية في تكوين الاحتياطيات الدولية ، غير أن السؤال المطروح ؟

- 1- هل أن كل العملات الأجنبية تعتبر كأس احتياطي دولي .
- 2- وما هي الأسس الاقتصادية المعتمدة في تصنيف العملات الارتكازية .

ولهذا سنحاول في هذا المطلب الإجابة على العديد من التساؤلات المطروحة من خلال التطرق إلى النقاط التالية :

1) ماهية العملات الارتكازية وأهمية التعامل بها في الأسواق العالمية .

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

- (2) أهم العملات الارتكازية المشكلة للاحتياطيات الأجنبية .
- (3) سواق العملات الارتكازية المشكلة للاحتياطيات الأجنبية .

### 1- ماهية العملات الارتكازية وأهمية التعامل بها في الأسواق العالمية :

تظهر أهمية التعامل بالعملات كنتيجة حتمية لعمليات التجارة الدولية والعلاقات بين الدول التي يترتب عليها دفع قيمة مستورداتها من السلع والخدمات والفوائد على الأصول المالية وتسديد مستحقات الديون والوفاء بمختلف الالتزامات، الأمر الذي أدى إلى خلق أسواق تبادل العملات الأجنبية وتتم معظم المدفوعات الخارجية للدول عادة بعدد محدود من العملات الأجنبية، إلا أن معظم الدول تفضل الآن الاحتفاظ بتشكيلة من العملات. ولا تعتبر كل العملات الأجنبية من قبيل العملات المكونة للاحتياطيات الأجنبية. فالعملات التي يتم الارتكاز عليها في تكوين الاحتياطيات الدولية هي العملات الصعبة أو عملات الاحتياطي. إذن ماذا نقصد بالعملات الأجنبية الصعبة (عملات الاحتياطي)؟ وما هي أهم هذه العملات؟

### 1-1 مفهوم العملات الارتكازية (عملات الاحتياطي).

يقصد بالعملات الارتكازية العملات الوطنية القوية القابلة للتحويل وشائعة الاستخدام في تسوية المدفوعات الدولية\* . ومصطلح "الصعبة" له عدة دلالات أهمها:

- من الصعب على البلد تكوين أرصدة (احتياطيات) من هذه العملات على مستوى بنكها المركزي.

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

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

## 1.2. الشروط الواجب توافرها في العملات الارتكازية :

على العموم تستخدم العملات كأداة للدفع الدولي (احتياطي دولي) في حالة توفر الشروط التالية<sup>1</sup>:

- أن تكون العملة صادرة من دولة لها مكانتها في التجارة الدولية.
  - أن تكون العملة محلاً للعرض والطلب في الأسواق المالية والنقدية الدولية.
  - أن تكون أسعار صرف العملة مستقرة مقارنة بالعملات الأخرى وأن تتمتع بقدر كبير من الثبات والاستقرار.
  - أن يوجد لدى الدول المصدرة للعملة جهاز مصرفي كبير وكفؤ وذو خبرة في تسوية المعاملات الدولية.
  - عملة الدفع في تجارة النفط وتقييم الذهب.
  - عملة التدخل للمحافظة على أسعار العملات الأخرى.
- انطلاقاً من التعريف الوظيفي للنقد الدولي، تؤدي النقود الدولية ثلاث وظائف رئيسية على صعيد العلاقات الاقتصادية الدولية:
- النقود الدولية كمقاييس للقيم.
  - النقود الدولية كوحدة حساب.
  - النقود الدولية كمخزن للقيم.

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

الجدول رقم (1.1): دور العملات الدولية من خلال مصفوفة Krugman

الوظيفة	الاستعمال الخاص	الاستعمال الرسمي
وسيط للتبادل	• عملة تسوية المبادلات	• عملة تدخل في سوق الصرف الأجنبي
	• عملة قيادية في سوق الصرف	

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

● نقد للتثبيت	● عملة ربط - نقد مرجعي -
● عملة مؤثرة	
● التوظيفات والتمويل	● عملة احتياطي - عنصر من
● البنوك والأسواق المالية -	عناصر احتياطي الصرف الأجنبي-

Source : krugman, currency caises, cambrige, u.k, 2000, p128.

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

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

ويحدد سكانل W. M. Scannell أربعة شروط أساسية للعملة الصعبة<sup>1</sup>:

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

1- رمزي زكي، الاحتياطيات الدولية، مرجع سابق، ص 74.

## 2- أهم العملات الارتكازية المشكلة للاحتياطيات الأجنبية.

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

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

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

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

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

الجدول رقم (2.1) : توزيع العملات الأجنبية ضمن الاحتياطات الدولية في الفترة (1995 - 2007)

الوحدة: (نسبة مئوية)

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

المصدر: إحصائيات صندوق النقد الدولي 1995 و إحصائيات البنك المركزي الأوروبي 1999-2007

من خلال الجدول نلاحظ مايلي:

- الدولار الأمريكي يشكل أهم نسبة في إجمالي العملات ضمن الاحتياطات الدولية خصوصاً في السنوات الثلاثة (1999، 2000، 2001) حيث وصلت نسبته في تشكيله الاحتياطات ما يقارب 71% ثم بدأت هذه النسبة تتناقص بعدما ظهرت العملة الأورو سنة 1999 حتى وصلت إلى 64.6%.
- بدأت العملة الأورو بداية موفقة عند ظهورها بحيث شكلت ما نسبته 17% ثم ارتفعت هذه النسبة إلى أن وصلت إلى ما يقارب 26% من إجمالي الاحتياطات الدولية وهي بذلك تأتي في المرتبة الثانية بعد الدولار ومن وجهة نظرنا فإن نسبة

العملة الأورو ضمن الاحتياطات سوف تزداد نظراً لانخفاض قيمة الدولار وبالتالي سوف تلجأ معظم الدول إلى الرفع من نسبة العملة الأورو في تشكيلة احتياطاتها خوفاً من تأكلها إذا بقيت بالدولار الأمريكي.

● قبل ظهور العملة الأورو (1995 - 1998) كان المارك الألماني يمثل نسبة هامة ضمن العملات المشكلة للاحتياطات الدولية خصوصاً الأوروبية . وهذه النسبة في نظرنا هي التي استمدت منها العملة الأورو قوتها، ففي سنة 1998 كان يمثل المارك الألماني ما يقارب 14% من إجمالي العملات الأجنبية التي تتكون منها الاحتياطات الدولية، وبعد ذلك بسنة فقط ظهرت العملة الأورو لتستولي على ما يقارب 18% من إجمالي العملات الأجنبية التي تتكون منها الاحتياطات العالمية أيضاً.

● فيما يخص الين الياباني نلاحظ أن نسبة مشاركته ضمن العملات الأجنبية المكونة للاحتياطات بدأت تتناقص خصوصاً في السنوات الأخيرة لتصل إلى 2.8% سنة 2007 بعدما كانت 6.3% سنة 2000 .

● للجنيه الإسترليني نسبة قليلة ضمن تشكيلة العملات وتكاد تكون ثابتة والانحرافات بينها قليلة، ولكن ازدادت هذه النسبة في السنوات الأخيرة لتستقر في حدود 4.2% سنة 2007.

● يشكل الفرنك السويسري نسبة ضئيلة مقارنة بالعملات الأجنبية الأخرى ، وكادت هذه النسبة أن تنعدم سنة 2005 في نظرنا مع انخفاض قيمة الدولار في الفترة الأخيرة ارتفعت نسبة الجنيه في تشكيلة العملات الأجنبية نظراً لسياسة التنويع التي تنتهجها الدول لتشكيل احتياطاتها.

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

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

وقد أظهرت بيانات صندوق النقد الدولي من خلال تقرير الربع الأول من 2007 ارتفاع حيازة البنوك المركزية في العالم من الدولار بنسبة أربعة في المائة إلى مستوى قياسي يبلغ 2.24 تريليون دولار، لكن حصة العملة الأميركية من مجمل الاحتياطات نزلت إلى أدنى مستوياتها، خلال ما لا يقل عن عشر سنوات.

وتراجعت حصة الدولار من الاحتياطات العالمية المعروف هيكلها والبالغة 3.5 تريليون دولار إلى 64.2 في المائة من 64.6 في المائة في الربع الأول من العام الماضي، بينما ارتفعت حصة اليورو إلى أعلى مستوياتها وبلغت 911.2 مليار دولار، مسجلة 26.1 في المائة من 25.9 في المائة. في حين بلغت قيمة الاحتياطات بالجنيه الإسترليني نحو 157 مليار دولار، وحوالي 109 مليارات دولار بالين الياباني. وصعد مجمل الاحتياطات

العالمية في الربع الأول من العام 2007 بنسبة 5.2 في المائة إلى 5.3 تريليون دولار، مع استمرار البنوك المركزية في الصين وغيرها من الاقتصادات الصاعدة في مراكمة العملات الأجنبية بفضل فوائض تجارية سخية وبغية التدخل لمنع عملاتها من الارتفاع ، واطهر التقرير<sup>1</sup> أن نحو 3.88 تريليون دولار من إجمالي الاحتياطيات العالمية موجود في الدول النامية أو الاقتصادات الناشئة، بينما وصل حجمها في الدول الصناعية المتقدمة إلى 1.42 تريليون دولار.

ويشار هنا إلى أن الصين تملك أكبر احتياطيات من العملة الأجنبية والذهب في العالم بقيمة تتجاوز 1.2 تريليون دولار.

### 3- أسواق العملات الارتكازية المشكلة للاحتياطيات الأجنبية :

تكمن الأسباب الاقتصادية للتعامل بالعملات الأجنبية في تسوية الالتزامات الدولية ، إلى العديد من الأسباب التجارية ، او لطبيعة وظروف الأسواق المالية والتي يمكن حصرها في النقاط التالية :

#### أ- اسباب التعامل بالعملات الارتكازية :

- أسباب تجارية: تتضمن تسديد قيمة الصادرات والواردات وشراء الأصول المالية من أسهم أو سندات أجنبية) وبيع مصنع إلى شركة أخرى في دولة أخرى أو ملكية يتم استلامها من الخارج أو عمولة أو عمليات الخصخصة الدولية .
- أسباب متعلقة بالاستثمارات: بحيث يتم استثمار المبالغ الفائضة في الأسواق المالية بهدف رفع العائد، حيث تتحرك الاستثمارات عبر الحدود تبعاً لسعر الفائدة أو سعر صرف العملة الأجنبية الأعلى.
- أسباب متعلقة بالمضاربة والتحكيم: إذا كان المستثمرون يبحثون عن عائد مرتفع في الخارج بدون النظر إلى مخاطر التغيير في أسعار الصرف فإنهم يلجؤون إلى المضاربة أو التحكيم، وذلك بشراء العملات الأجنبية من الأسواق الأرخص وبيعها في الأسواق الأعلى أو شراء الأصول المالية أو تحويل استثماراتهم تبعاً لسعر الفائدة الأعلى<sup>2</sup>.

#### ب- الأسواق الرئيسية للعملات الارتكازية :

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

1- تقرير صندوق النقد الدولي . الربع الاول من 2007.

2- مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة 1999، ص174.

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

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

## 2- أسواق الشرق الأوسط.

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

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

## 3- الأسواق الأوروبية:

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

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

## 4- أسواق أمريكا الشمالية.

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

- **سوق نيويورك:** وهو من أهم المراكز المالية في العالم.

- سوق شيكاغو: باعتباره مركز مالي ويوجد فيه أكبر مجمع صناعي في الولايات المتحدة الأمريكية.
  - سوق لوس أنجلوس: باعتباره لوس أنجلوس من أكبر المراكز التجارية عالمياً.
  - سوق توريننتو: وهو من أهم المراكز المالية والتجارية في كندا.
- ونظراً لاختلاف التوقيت في العمل بهذه الأسواق أصبح التعامل بالعملة الأجنبية على مدار كل الساعة في اليوم بحيث تستطيع كل سوق الاستفادة من أسعار الإغلاق للأسواق الأخرى<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث : حقوق السحب الخاصة و شريحة الاحتياطي النقدي

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

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

أما بالنسبة للعملات الأجنبية القابلة للتحويل، أو ما يسمى بالعملات الارتكازية، فلا تدخل في مجالات الاحتياطيات الدولية، إلا إذا قامت الدولة صاحبة العملة بتغطية عجز في ميزان مدفوعاتها بعملتها، و منذ نهاية الحرب العالمية الثانية وحتى الآن، كان العجز في موازين مدفوعات بعض الدول، وأمريكا بصورة خاصة، هو المصدر الرئيس للسيولة الدولية، إلا أن الاضطراب في هذا المصدر، من مصادر السيولة الدولية، حدوداً يؤدي

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

تجاوزها إلى فقدان الثقة بهذه العملات، و يؤدي إلى إجماع الدول الأخرى عن قبولها، بالإضافة لذلك، فإن خلق مثل هذه الاحتياطيات الدولية و إلغائها يتم عادة تبعا لمصلحة الدول صاحبة العملة دون اعتبار للأوضاع الدولية

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

أ- شريحة الاحتياطي : لقد ادى الاختلاف الكبير بين المحليين الاقتصاديين في ضبط المدلول الاقتصادي لشريحة الاحتياطي الأجنبي ، على طرح العديد من التساؤلات الاقتصادية ، والتي يمكن التطرق اليها من خلال المعطيات التالية :

### 1 المدلول الاقتصادي لشريحة الاحتياطي او الشريحة الذهبية :

شريحة الاحتياط تعرف على أنها قيام الدولة العضو بشراء عملة من صندوق النقد الدولي دون أن يؤدي ذلك إلى زيادة ما في حوزة الصندوق من عملة الدولة العضو إلى ما يجاوز مستوى حصته في الصندوق، ويتم الاكتتاب في الشريحة الاحتياطية بعملة مقبولة من الصندوق أو بحقوق السحب الخاصة. ففي حدود الشريحة الذهبية (Gold Trache)، وهي الاقتراض الأول للعضو، ةالتي يمكن له من خلالها تلبية طلبه في حدود الشريحة الذهبية

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

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

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

## 2. الجدل الاقتصادي حول اعتبار شريحة الاحتياط عنصر احتياطي.

2.1. المعارضون: يعتبر بعض الاقتصاديين أن شريحة الاحتياط تعد قرصاً وليست ضمن عناصر الاحتياطيات الدولية نظراً للقيود المفروضة على استخدامها ومنها:

- لا يجوز استخدامها لمواجهة اختلال أساسي في ميزان المدفوعات وقصور دورها على معالجتها الاختلال المؤقت.
- يتم السحب بناء على نسبة محددة من حجم حصة العضو (25%) وبما لا يتجاوز ما بحوزة الصندوق من متراكم عملة العضو وعن 200% من قيمة حصته.
- تسحب الدولة الشريحة الذهبية عن طريق شراءها من صندوق النقد الدولي وبعملاتها الوطنية ويدفع عنها فائدة أو عمولة تتراوح بين 0.5% و 1.5%، بالإضافة إلى نسبة أخرى تتوقف على مقدار المبلغ وأجل رده وتتراوح بين 3% و 5% سنوياً.

## 2.2. المؤيدون: إلا أن هذا القول مردود عليه من حيث أن:

- تلك الشروط المحددة لاستخدام الشريحة الذهبية لا تعد قيوداً على استخدام العضو لحجم الشريحة المخصصة له بل تعد ضوابط تحكم عملية إنشاء السيولة وتنظيم السحب منها.
- أي عنصر من عناصر الاحتياطيات النقدية الدولية ينطوي على تكلفة عائد أيضاً، ونسبة الفائدة على شريحة الاحتياط تتراوح بين 0.5% و 1.5% تعد تكلفة ضئيلة

للاحتفاظ بأصل احتياطي لمواجهة الظروف الطارئة، مما يعني أن الضوابط الموضوعية لاستخدام شريحة الاحتياط لا تنفي عنها صفة الأصل الاحتياطي.

### 3. نسبة مساهمة شريحة الاحتياط في إجمالي الاحتياطيات الدولية :

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

#### جدول رقم ( 3. 1 ): نصيب شريحة الاحتياط في إجمالي الاحتياطيات الدولية:

(نسبة مئوية)

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

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

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

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

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

- نصيب الدول الصناعية في تذبذب فقد زاد من 4.6% عام 1972 إلى 6.3% عام 1981 ثم انخفض إلى 5.4% عام 1991 وعاود الارتفاع إلى 6.9% عام 1992.

• نصيب الدول النامية في تناقص حيث انخفض من 5،1% عام 1981 إلى 1.12% عام 1991 ويرجع ذلك إلى تزايد عدد الدول النامية التي انضمت إلى صندوق النقد الدولي بجانب ضآلة حصتها.

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

### ب-: حقوق السحب الخاصة.

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

#### 1- المدلول الاقتصادي لحقوق السحب الخاصة :

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

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

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

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

1 - هيثم عجام، التمويل الدولي، مرجع سابق، ص246.

■ حرية العضو باستعمال 70 % من إجمالي حصته في حقوق السحب الخاصة بشكل مستمر، دون أن يكون قد قدم مقابلها أي شيء، و دون أي التزام بالتسديد في أي وقت من الأوقات . (هناك قرار مبدئي من الصندوق باستعمال 100 % من إجمالي حصة العضو )

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

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

## 2- خصائص حقوق السحب الخاصة :

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

- تستخدم حقوق السحب الخاصة للحصول على عملات قابلة للتحويل، ولا يمكن استخدامها للحصول على الذهب.
- لا تستخدم حقوق السحب الخاصة في المعاملات بين الأطراف ذات الصلة الخاصة، ولا يجوز حيازتها إلا من قبل الحكومات، ومجموعة محدودة من المؤسسات الرسمية التي لها صلاحية المصارف المركزية عند الضرورة، ولكن بعد عام 1987 وارتفاع أسعار النفط العالمية سمح باستخدامها في المعاملات والاتفاقيات الثنائية، وفي تسوية الالتزامات المالية ومنح القروض والمساعدات الخارجية، دون حاجة لأخذ موافقة مسبقة من الصندوق، كما سمح لبعض

1- هيثم عجم، التمويل الدولي، مرجع سابق، ص 249.

- المؤسسات النقدية والإقليمية والدولية ومصارف التنمية بحيازتها والتعامل بها، ولكن مع ذلك ليس لها الحق في الحصول على عملات دولية مقابل التنازل عنها.
  - حددت وحدة حقوق السحب الخاصة بوزن معين من الذهب (0.888671غ) بحيث تكون مساوية لقيمة الدولار الأمريكي المقوم بالذهب، ولكن نتيجة لتخفيض سعر صرف الدولار الأمريكي مرتين في عامي 1971 و1973 وبسبب إلغاء ارتباط الدولار بالذهب، فقد استخدمت منذ عام 1974 سلة العملات، لتحديد قيمة وحدة السحب الخاصة بالنسبة للدولار في الأسواق المالية العالمية يومياً.
  - الصفقات المالية بين الدول الأعضاء يجب أن تقتصر على تبادل حقوق السحب الخاصة مقابل العملة، ولا يجوز استعمال حقوق السحب في غير ذلك من الصفقات، التي تستخدم فيها على المستوى المحلي والاحتياطي على المستوى الدولي، هذه السمة ألغيت أيضاً مع الزمن، بعد أن كسبت حقوق السحب الخاصة ثقة المؤسسات النقدية والمالية في العالم.
  - يحق للصندوق الحصول على حقوق السحب الخاصة، من خلال الحساب العام وبإمكانه حيازة حقوق السحب مقابل حصوله على عملات معينة.
  - تستخدم حقوق السحب الخاصة في تمويل العجز المؤقت في ميزان المدفوعات، وليس لتغيير مكونات احتياطي الدولة، وهذه السمة ألغيت أيضاً مع مرور الزمن، إذ أصبحت حقوق السحب الخاصة من أهم أصول العملة المصدرة (غطاء العملة) لكثير من دول العالم.
  - العضو المستخدم لحقوق السحب الخاصة غير مقيد في استخدام الموارد الأخرى للصندوق طبقاً للطرق المعتادة.
  - لا يجوز استعمال حقوق السحب الخاصة في الأسواق المالية الدولية مباشرة، وذلك منعاً للمضاربات، بل لا بد من تحويلها إلى عملات دولية أولاً، فهي بهذا تشبه الذهب، إذ في الغالب يحول إلى عملات قابلة للتحويل قبل استخدامه كوسيلة في المدفوعات الدولية.
  - لا يجوز لأي عضو أن يمنح مساعدات خارجية للغير باستخدام حقوق السحب الخاصة، أو أن يستعملها في ضمان قرض معين ولكن هذا الشرط تجاوزته الأيام أيضاً.
- وعلى العموم كان إيجاد حقوق السحب الخاصة وتطور استعمالها نتيجة تعديلين مهمين على اتفاقية صندوق النقد الدولي:
- الأول منها تم سنة 1969، وتناول صلاحية الصندوق في خلق هذه الحقوق واستعمالها في الاحتياطي النقدية الدولية، والثاني منها تم في سنة 1978، وهدف إلى إجراء توسع ملموس في أعمال دائرة حقوق السحب الخاصة لتعزيز دورها في نظام النقد الدولي، وجعلها الفقرة الرئيسة بين مكونات الاحتياطي النقدية الدولية، وذلك من خلال إجراء تعديلات هامة في خصائصها، والتوسع في استعمالاتها. فبدلاً من قصر التعامل على الأعضاء بعد أخذ موافقة الصندوق المسبقة على كل واحدة منها، أعطى التعديل الثاني للأعضاء الحرية التامة في إجراء معاملات في ما بينها، تتناول حقوق السحب الخاصة

على أساس اتفاق خاص بين الأطراف المعنية، شريطة أن يتم ذلك ضمن الاستعمال السليم لحقوق السحب الخاصة، وألا يضر بمبدأ إعادة التكوين، وخلال فترة قصيرة من إيجادها أصبحت حقوق السحب الخاصة ظاهرة مقبولة، وشاع استعمالها في أنواع عديدة من العمليات و المعاملات، حيث بلغ المقدار المحول من حقوق السحب الخاصة في ما بين الأطراف المساهمة حتى 1978/4/30 حوالي 14 مليون وحدة، بالإضافة لذلك، فقد حققت مكاسب متزايدة لاحتلال مركز الاحتياطي الرئيس بين الاحتياطيات العالمية الأخرى، حيث أصبحت تكون حوالي 7,3 % من إجمالي هذه الاحتياطيات، باستثناء الذهب، و بعد تبسيط سلة العملات، المكونة لقيمة وحدة حقوق السحب الخاصة من 16 عملة إلى خمسة عملات، فإنه يتوقع أن يزيد استعمال هذه الحقوق على نطاق القطاع الخاص، مثل إصدار شهادات إيداع، و قبول ودائع ، و تنظيم قروض تحدد قيمتها بوحدات حقوق السحب الخاصة لتفادي الذبذبات الحادة في أسعار المصرف، كون التغيير في سعر صرف وحدة حقوق السحب الخاصة هو المحصلة النهائية للذبذبة في أسعار العملات الخمس المكونة منها.

### 3- تحديد قيمة وحدة حقوق السحب الخاصة :

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

وقد صدرت قيمة وحدة السحب الخاصة في فترة 1970-1974 عند إصدارها ما يساوي محتوى الدولار الأمريكي من الذهب (0.888671 غ) ونتيجة لانخفاض سعر الدولار الأمريكي في ديسمبر 1971 وانهيار اتفاقية بريتون وودز ارتفعت قيمة وحدة حقوق السحب الخاصة إلى 1.08271 دولار ثم ارتفعت قيمتها بعد التخفيض الثاني للدولار سنة 1973 إلى 1.20635 دولار ، لكن ابتداء من منتصف 1974 تقرر تحديد قيمة وحدة حقوق السحب الخاص على أساس سلة من عملات 16 دولة يتم تحديدها من بين الدول التي لا تقل صادراتها من الصادرات العالمية عن 1%، وقد حدد لكل عملة من تلك العملات وزن بنسبة مئوية تتوافق مع حصة الدولة صاحبة العملة من المبادلات التجارية العالمية، وبذلك احتلت عملات الدول الصناعية الكبرى في هذه السلة وزنا مميزا حيث كان الوزن النسبي عام 1978 للدولار 33%، وللمارك الألماني 12.5 % والجنيه الإسترليني 7.5%، والفرنك الفرنسي 7.5 %، والين الياباني 7.5 %، وابتداء من عام 1981 تحددت قيمة وحدة حقوق السحب الخاص على أساس سلة من عملات الدول الخمس الأعضاء في الصندوق ذات النصيب الأكبر من المبادلات التجارية العالمية وهي: الدولار الأمريكي، الين الياباني، المارك الألماني، الجنيه الإسترليني، الفرنك الفرنسي. وقد استند الصندوق في هذا الإجراء إلى اعتبارين أساسيين:

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

ويقوم صندوق النقد الدولي بتحديد قيمة وحدة السحب الخاصة يوميا، وعليه يختلف الوزن النسبي لكل عملة من هذه العملات الخمس داخل سلة العملات، ويتم تعديل هذا الوزن كل خمس سنوات وفقا للتغيرات التي تطرأ على حصة كل دولة في التجارة العالمية. وفي عام 1995 بلغ مجموع إصدارات حقوق السحب الخاصة 21.4 مليار وحدة وهي تساوي 2.3 % من حجم الاحتياطي النقدي العالمي مقابل 8.4 % عام 1972، علما أنه من بين 181 عضو في الصندوق يوجد 38 عضوا لم يتلق أية مخصصات من حقوق السحب، وبعد أن كانت قيمة وحدة السحب تساوي دولارا أمريكيا في الفترة 1971-1974 تغيرت تغيرا كبيرا لتصبح قيمتها في عام 1995 تساوي 1.75 دولار<sup>1</sup>.

الجدول رقم (4.1): توزيع نسب العملات الصعبة في تشكيلة حقوق السحب الخاصة

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

Source: IMF Statistics Department COFER DATABASE.

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

الجدول رقم (5.1): الأوزان النسبية لسلة من العملات المكونة لوحدة حقوق السحب الخاصة.

الوحدة: (نسبة مئوية)

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

Sources: FMI .EIU: 2003 hors commerce inta

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

#### 4- تطور أسعار الفائدة على حقوق السحب الخاصة :

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

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

وفي عام 1974 حين ازداد الطلب على السيولة الدولية بسبب أزمة النفط العالمية، وكذلك بسبب استحداث النظام الجديد لتقييم حقوق السحب الخاصة على أساس سلة العملات ارتفع المعدل الموحد للرسوم والفوائد على حقوق السحب الخاصة من 1.5% و 5.0%، على أن يبقى هذا المعدل ساري المفعول لمدة ستة أشهر، وتقلصت هذه الفترة لتصبح ثلاثة أشهر فقط فيما بعد ، ويتحدد المعدل الموحد وفقا لصيغة معينة تعكس متوسط أوزان معدلات الفائدة في الأسواق المالية لخمس دول صناعية وهي (أمريكا، بريطانيا، فرنسا، ألمانيا واليابان) بشرط أن تأخذ نفس الأوزان النسبية المطبقة على عملات هذه الدول في تحديد قيمة حقوق السحب الخاصة في سلة العملات. وتشير هذه الصيغة إلى أن معدل الفائدة سيبقى ثابتا عند 5.0% سنويا طالما كانت معدلات الفائدة في الأسواق المالية قصيرة الأجل في البلدان الخمس تتأرجح ما بين الحدين 9.0% و 11.0%. وفي شهر ماي 1981 أصبح سعر الفائدة على حقوق السحب الخاصة مساويا لمعدل موحد / مشترك لأسعار الفائدة في الأسواق المالية العالمية. ومنذ شهر أوت 1984 وبسبب ارتفاع أسعار الفائدة الحاد في العالم أصبح سعر الفائدة الموحد يتحدد أسبوعيا وليس كل ثلاثة أشهر كما كان سابقا، وذلك باعتماد أسعار الفائدة السائدة في الأسواق المالية المحلية قصيرة الأجل للدول الخمس في نهاية كل أسبوع، وهكذا، أصبحت الفائدة على حقوق السحب الخاصة تحسب على أساس 100% من المعدل المرجح لأسعار الفائدة للالتزامات قصيرة الأجل في أسواق كل من الولايات المتحدة، وألمانيا الغربية، وبريطانيا، وفرنسا، واليابان، ويجري تحديد هذا المعدل كل ثلاثة أشهر، حيث أعطيت الأوزان التالية:

الجدول رقم (6.1) : الأوزان الترجيحية لحقوق السحب الخاصة للعملات القيادية

حسب المعدل المرجح .

العملة	الوزن
الدولار الأمريكي	47%

18%	المارك الألماني
13%	الجنيه الإسترليني
11%	الفرنك الفرنسي
11%	الين الياباني

Sources: FMI .EIU: 2003 hors commerce inta

##### 5- تداعيات إدراج حقوق السحب الخاصة ضمن مكونات الاحتياطيات الدولية.

إن خلق حقوق السحب الخاصة - السيولة الدولية الجديدة - وتوزيعها على الدول الأعضاء حسب نسبة مساهمة كل منها في رأس مال الصندوق (الحصة Quota)، جاء مخبياً لآمال الدول النامية التي كانت الأوج إلى السيولة الدولية من أجل التنمية، ولهذا السبب فقد عارضت بعض الدول في بداية الأمر الدخول في عضوية هذا النظام الجديد، وظل تأثيرها محدوداً، ولم تحصل هذه الوحدة الحسابية الجديدة على مكانتها كوسيلة للتبادل الدولي إلا بعد انهيار اتفاقية بريتون وودز، وفك ارتباط الدولار الأمريكي بالذهب، وتخفيض قيمة الدولار مرتين خلال عامي 1971 و1973، مما اضطر الصندوق إلى اختيار العملات الدولية لتحديد قيمة وحدات السحب الخاصة. تعتبر حقوق السحب الخاصة وسيلة دفع دولية مكمل للاحتياطيات الأخرى وهناك عدة عوامل ساعدت على إدراجها ضمن مكونات الاحتياطيات الدولية، وهذه العوامل تتمثل فيما يلي<sup>1</sup>:

- قبول صندوق النقد الدولي بأن يتم دفع الشريحة الذهبية (25% من الحصة) بواسطة حقوق السحب الخاصة كبديل للذهب، لهذا فإن هناك من يطلق على حقوق السحب الخاصة بالأوراق الذهبية.
- أعطى الصندوق للمصارف المركزية للدول الأعضاء مطلق الحرية في صرف حقوق السحب الخاصة، مقابل عملات دولية قابلة للتحويل بدون تدخل الصندوق، حيث أصبح بالإمكان إقراض حقوق السحب الخاصة، أو الاحتفاظ بها كضمانات للقروض لدى المصارف المركزية أو الحكومات، إضافة إلى إمكانية استخدامها في عمليات المقايضة أو في العمليات المستقلة الأخرى، كل هذه العوامل جعلت من حقوق السحب الخاصة أكثر قبولا كبديل ومكمل للأصول والاحتياطيات الدولية التقليدية الأخرى.
- إن الدول المصدرة للنفط والتي كانت تحتفظ باحتياطيات نقدية متكونة من عملات دولية مختلفة خاضعة للتقلبات باستمرار، يمكنها الاحتفاظ بحقوق السحب الخاصة التي لا تخضع للتقلبات أو المضاربات، لأنها تحت رقابة دولية، مما يقلل من المخاطر التي قد تتعرض لها الاستثمارات النقدية للبلد في الخارج، كما حدث بالنسبة لإيران وليبيا والعراق، عندما قامت أمريكا بتجميد أموال هذه الدول في الخارج، علماً بأن الاحتفاظ بحقوق السحب الخاصة ستزيد من تأثير الدول النفطية على سياسات الصندوق، كما حدث بالفعل بالنسبة للسعودية باعتبارها ثاني أكبر

1- هيثم عجم، التمويل الدولي، مرجع سابق، ص 250.

دولة دائنة للصندوق والتي حصلت على كرسي دائم في المجلس التنفيذي للصندوق.

● سمح الصندوق لعدد من المنظمات الرسمية بحيازة حقوق السحب الخاصة، وبلغ عدد هذه المنظمات في نهاية أبريل 1989 أكثر من 17 منظمة، ويطلق على هذه المنظمات اسم أصحاب الحقوق المكتسبة. علماً أن الصندوق لا يستطيع تكوين حقوق السحب الخاصة لنفسه أو لمنظمات أخرى.

● إضافة إلى ذلك فإن حقوق السحب الخاصة أصبحت وحدة حسابية بالنسبة لعدد من المنظمات الدولية والإقليمية، فصندوق النقد العربي يستخدم حقوق السحب الخاصة أساساً لحساب قيمة الدينار العربي الموحد الذي حددت قيمته بثلاث وحدات من حقوق السحب الخاصة.

● قامت العديد من الدول العربية بتثبيت سعر صرف عملاتها الوطنية بوحدة حقوق السحب الخاصة وهذه الدول هي الأردن، الإمارات، البحرين، السعودية، الصومال، قطر وليبيا.

● تنازل بعض الدول عن احتياطياتها من العملات النقدية الدولية لصالح الإصدارات الجديدة من حقوق السحب الخاصة قد زاد من أهميتها دولياً، وخاصة أنها أصبحت أكثر جاذبية بالنسبة للدائنين، بعدما ارتبطت أرصدة حقوق السحب الخاصة بأسعار الفوائد المعومة في أسواق المال قصيرة الأجل في الدول الخمس الكبرى، التي اختيرت عملاتها في سلة العملات.

● نظراً لخضوع الاحتياطيات الدولية وخاصة الدولار الأمريكي للمضاربات، ورغبة الدول الغربية في تقليص دور وأهمية الدولار الأمريكي بسبب تقلباته وانخفاض أسعار صرفه نتيجة تضخم العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي، فقد اقترحت الدول الغربية ضرورة تغطية الدولار بالذهب أو بحقوق السحب الخاصة، وذلك بأن يقوم الصندوق بتحويل الدولارات الأمريكية لأي عضو إلى حقوق السحب الخاصة في حساب بديل أطلق عليه اسم (Substitution Account) وتقوم الدول الأعضاء بإيداع احتياطياتها من العملات الدولية في هذا الحساب وتحصل بالمقابل على حقوق السحب الخاصة، وهذا الإجراء بالذات سوف يزيد من أهمية حقوق السحب الخاصة كاحتياطي مقبول دولياً، حيث يمكن بواسطته مراقبة تكوين الاحتياطيات بصورة جماعية غير خاضعة لرغبة دولة واحدة أو لمشية المضاربين، ولكن أمريكا رفضت هذا المقترح، لأنها تتخوف من منافسة حقوق السحب الخاصة للدولار الأمريكي، وهذا يعني خسارة الدولار لأهميته كاحتياطي دولي.

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

و نتيجة للثقة الكبيرة بحقوق السحب الخاصة فقد بلغ مجموع ما خصصه الصندوق من وحدات السحب الخاصة في ستة إصدارات منذ إنشائها في عام 1970 وحتى عام 1989

(21.4) مليار وحدة سحب خاصة ووصلت حقوق السحب الخاصة المملوكة من الدول الأعضاء في مارس 1989 إلى نسبة 3.5% من مجموع الاحتياطيات غير الذهبية، علما بأن قرارات الصندوق الخاصة بتكوين حقوق السحب الخاصة لا تتخذ إلا بعد التأكد من الحاجة الماسة إلى سيولة (احتياطيات) جديدة . وفي أبريل 1989 نوقشت قضية زيادة حجم حقوق السحب الخاصة مرة أخرى، ولكن هذا المقترح لم يحصل على القوة التصويتية الكافية في المجلس التنفيذي ، والتي حددت بنسبة 85% من إجمالي الأصوات في المجلس التنفيذي للصندوق<sup>1</sup>.

#### 6- الانتقادات الموجهة لحقوق السحب الخاصة:

توجه إلى حقوق السحب الخاصة عدة انتقادات أهمها:

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

حتى الآن لم يثر هذا الموضوع الكثير من الجدل، خاصة و أن بعضهم يعتقد أن مجموع ما هو مصدر من حقوق السحب الخاصة يعتبر بصورة غير مباشرة مغطى بالذهب، إذا ما تم تقويمه بالأسعار السائدة عند الإصدار. لكن الأمر سيتغير عندما يتزايد إصدار هذه الحقوق، لهذا السبب يقول الاقتصادي الأمريكي ميلتون فريدمان Milton Friedman : إن حقوق السحب الخاصة هي في الواقع أداة نقدية أوجدت بصورة اصطناعية، وسيكون مصيرها مثل الكثير من اتفاقيات الدفع والاتفاقيات الدولية الخيالية، أي الزوال<sup>2</sup>.

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

1- انظر الملحق، الجدول رقم(1-5)

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

الوحدة: (مليون)

الجدول رقم ( 7. 1 ): توزيع تشكيلة الاحتياطات الدولية.

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

دولار أمريكي)

1- يظهر الجدول تقسيم إجمالي احتياطيات العالم إلى احتياطيات مخصصة و احتياطيات غير مخصصة .

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

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

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

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

### المبحث الثالث: مصادر تراكم احتياطات الصرف الأجنبي

تستند الدول في حساب الناتج المحلي لتكوين أساس المستوي العام للإنتاج ، مع حساب مستوي ميزان المدفوعات لتحتفظ بمعاملاتها مع الدول الأخرى في وضعها

الصحيح ، وعلى فإن حساب ميزان المدفوعات هو تقرير عن ما يلخصه تدفق المعاملات الاقتصادية للبلد مع الأجانب كما أن حالة ميزان المدفوعات هي انعكاس لقيمة الاحتياطات الدولية لدي السلطات النقدية ، ففي حالة الفائض تزداد قيمة الاحتياطي ، أما في حالة العجز تقوم السلطات النقدية باستنزاف هذه الاحتياطات ، هذا ما يعكس حقيقة العلاقة التناسبية بين حجم الاحتياطات النقدية ومستوي تراكم الاحتياطات الأجنبية ، وقد أدي تبلور فكرة الفوائض النقدية إلي طرح العديد من الأسئلة حول أساس تشكل هذه الاحتياطات الأجنبية ومدى ارتباطها بالحساب الجاري أو الحساب الرأسمالي ؟

### المطلب الأول : فائض الحساب الجاري وتراكم الاحتياطات الأجنبية

فالحساب الجاري عبارة عن حصيلة تدفقات السلع والخدمات والدخل الاولي مع الدخل الثانوي بين المقيمين ، والغير مقيمين<sup>1</sup> والذي يتكون في مجمله من مجموعة من الحسابات ضمن ميزان المدفوعات ، وهو عبارة عن الفرق بين مجموع الصادرات والمداخيل المستحقة .

ويتضمن جميع المدفوعات والهيئات الناتجة عن بيع وشراء السلع والخدمات خلال فترة محددة ، وعموما هناك نوعان من المعاملات التي تدخل ضمن هذا الحساب والتي تشكل أهم مصادر الاحتياطات الدولية ن وهما حساب الميزان التجاري وحساب التحويلات<sup>2</sup> ، ففي كثيرا من الدول يمثل حساب الميزان التجاري أهم مصدر لموارد النقد اللاجنبي وخاصة في الدول ذات درجة التركيز السلعي العالية ، كما هو شأن الدول المصدرة للنفط .

فحساب الميزان التجاري يعبر عن الفرق بين الصادرات و الواردات حيث شهدت الكثير من الدول طفرة في فوائض موازينها التجارية و تعتبر الصين اكبر دولة تحقق فائض في ميزانها التجاري و ينقسم الميزان التجاري إلى فرعين<sup>3</sup>:

التجارة المنظورة و حساب التجارة الغير المنظورة

فالتجارة المنظورة يتضمن كافة البنود المتعلقة بالصادرات والواردات من السلع المادية التي تمر بحدود الدولة الجمركية

التجارة غير المنظورة يشمل كافة الخدمات المتبادلة بين الدولة و الخارج خدمات النقل التأمين السياحة الخدمات الحكومية إلي جانب الخدمات المتنوعة هذا فضلا عن بند دخل الاستثمارات الذي يمثل في الحقيقة أما خدمات أداها رأس المال المحلي للخارج وأما خدمات أداها رأس المال الأجنبي إلى الداخل

فيقيد ضمن حساب السلع والخدمات كافة المعاملات التي تمثل مخرجات أنشطة الإنتاج ، حيث يشتمل هذا الحساب اساسا على كافة العمليات التي تجري خلالها مرحلة الاعداد

1 - منهجية اعداد ميزان المدفوعات ، مكتب الصرف ، المملكة المغربية 2011 ، ص22

2 - صندوق النقد الدولي ، دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي ، الطبعة السادسة ، 2009 ، ص 35

3 - وليد عبيد ، ميزان المدفوعات بوصفه اداة التحليل الاقتصادي ، المديرية العامة للإحصاء والابحاث ، البنك المركزي العراقي ، بغداد ، ص20

مابين الوحدات الاقتصادية المقيمة ، والغير مقيمة ويشتمل هذا الحساب اساسا على البضائع العامة ، وسلع قيد المتاجرة ، والذهب الغير نقدي ، حيث تشتمل الخدمات كافة الخدمات الصناعية التحويلية للمدخلات المادية المملوكة لآخرين ، خدمات الصيانة والاصلاح الغير مدرجة في مواضع اخري ، النقل ، البناء ، خدمات التأمين ومعاشات التقاعد ، الخدمات الشخصية والثقافية والتروجية ، خدمات الاعمال الاخري .  
أما حساب الدخل الاولي : والذي يشتمل على كافة التدفقات ما بين الوحدات المؤسسية المقيمة ، والغير مقيمة ويتمثل الدخل الاولي العائد الذي يستحق للوحدات لقاء مساهمتها في عملية الانتاج ، او تأمين الاصول المالية ، وينقسم الدخل الاولي في مجمله الى نوعين<sup>1</sup>:

- الدخل المرتبط بعملية الانتاج : وهي تعويضات العاملين لقاء مساهمتهم في عملية الانتاج
- الدخل المرتبط بالاستثمار : فهو العائد من توفير الاصول المالية والدخل المعاد استثماره

غير أن حساب الدخل الثانوي : والذي يتعلق اساسا بالتحويلات الجارية بين المقيمين والغير مقيمين ، حيث يقيد فيه مختلف أنواع التحويلات الجارية ن وقد يأخذ الشكل العيني أو النقدي .

اما الحساب الرأسمالي<sup>2</sup>: والذي بين القيود الدائنة والمدينة الاصول الغير مالية والتحويلات الرأسمالية بين المقيمين ، والغير مقيمين مثل بيع الاراضي الى السفارات ، وبيع عقود الايجار والتراخيص ، ويختلف عن الحساب المالي والذي يبين اساسا صافي قيم عمليات اقتناء الاصول والخصوم المالية ، وتظهر معاملات الحساب المالي في ميزان المدفوعات ، وكذلك في البيان المتكامل لوضع الاستثمار الدولي<sup>3</sup>.

### المطلب الثاني: حساب الرأس مال وتراكم الاحتياطات الأجنبية :

ينقسم حساب العمليات الرأسمالي إلى حسابين فرعيين<sup>4</sup>:

-حساب رأس المال طويل الأجل

- حساب الرأس المال قصير الأجل

أولا : حساب رأس المال طويل الأجل

1 - صندوق النقد الدولي : دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي ، مرجع سابق ، ص 16  
2- وهو التقسيم المعدل في اخر تصنيف ادرج ضمن تعديلات صندوق النقد الولي في الطبعة الخامسة من دليل ميزان المدفوعات 2009

3 - منهجية اعداد ميزان المدفوعات ، مكتب الصرف ، مرجع سابق ، ص 23

1- صندوق النقد الدولي : دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي ، مرجع سابق ، ص 32

وتدرج فيه جميع التغيرات التي تطرأ خلال فترة على قيمة الأصول التي يملكها المقيمون في الخارج وكذلك كل الالتزامات تجاه الخارج أما بالنسبة للأصول والخصوم التي يزيد أجلها عن عام ويشتمل هذا الحساب على الاستثمارات المباشرة والأوراق المالية والقروض طويلة الأجل ، كما يشمل على مجموعة الاستثمارات طويلة الأجل ، وأهمها ما يتحقق خلال فترة من تغير في ميزان المشروعات والتي تأخذ شكل أسهم يتم تصنيفها ضمن الاستثمارات المباشرة أو الأوراق المالية بحساب الإرباح في ملكية العقارات الغير تجارية والتجارية مع براءة الاختراع ، وفي نصيب الصندوق النقدي الدولي مع المساهمات في المنضملات المالية الدولية .

### ثانياً : حساب الراس المال قصير الأجل

ويشتمل أساساً على كافة التغيرات التي تطرأ خلال فترة في ميزان المدفوعات على قيمة الأصول التي يملكها المقيمون في الخارج ، وكذلك على قيمة الخصوم التي يلتزم بها في مواجهة ، وذلك بالنسبة للأصول والخصوم التي لأتزيد أجلها عن عام واحداً . وهكذا يكون محل الحساب هو مجمل الأصول الممكن تحويلها الي درجة سيولة عالية ، ويشمل هذا الحساب على كافة العملات الذهبية والحسابات المصرفية وأذونات الخزينة والقروض القصيرة الأجل والأوراق والحقوق التجارية ن وفي الغالبية العظمى تتم حركات رأس المال قصير الأجل ، والذي يحدث تغيرات حتى علي مستوي الرأس المال التجاري .

ويتضمن كل حساب من الحسابات الموضحة بيان حقوق وديون الدولة من قبل الخارج دون المعاملات المتصلة بالنوع الخاص بالحساب الجاري .

### الجدول ( 8-1) هيكل ميزان المدفوعات حسب الطبعة السادسة

مدين	دائن	ميزان المدفوعات
------	------	-----------------

1 - وليد عبيدي ، ميزان المدفوعات بوصفه اداة التحليل الاقتصادي ، المديرية العامة للإحصاء والابحاث ، البنك المركزي العراقي ، بغداد ، ص36

- 1- الحساب الجاري
    - أ- السلع والخدمات
    - ب- الدخل الاولي
    - ت- الدخل الثانوي
  - 2- الحساب الرأسمالي :
    - أ- تحويلات رأسمالية
    - ب- رصيد حساب رأس المال
    - ت- ميزان الحساب الجاري والرأسمال
- صافي الاقراض / صافي الاقراض

- 3- الحساب المالي :
    - الاستثار المباشر
    - استثمار الحافطة
    - المشتقات المالية
    - الاستثمارات الاخرى
    - الاصول الاحتياطية
    - رصيد الحساب المالي
- الرصيد النهائي لميزان المدفوعات  
صافي السهو والخطأ  
بنود للتذكرة -  
التمويل الاستثنائي

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

**المطلب الثالث : أدوات تراكم الاحتياطيات الأجنبية**  
ونعني بها مجمل الصيغ المنتهجة من طرف البنك المركزي والتي يتم استغلالها في تأمين الالتزامات القصيرة الأجل ، والتي تتمثل في<sup>1</sup> :  
أولا : تدخل البنوك المركزية في سوق الصرف الأجنبي :

1 - صندوق النقد الدولي : دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي ، مرجع سابق ، ص 36

يتم تدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي من خلال اللجوء إلي نوعين من السبل

أ- استعمال سعر الفائدة : يتم استخدام سعر الفائدة كمحرك رئيسي لتسيير الاحتياطات الأجنبية وذلك من خلال تحريك سعر الفائدة حسب الضروف والعوامل الاقتصادية مع مراعاة المحيط الاستثماري الدولي ، كون أن استعمال معدل الفائدة في الاتجاه الايجابي من شأنه رفع معدل استقطاب الاستثمارات الأجنبية ، كما أن تخفض معدل الفائدة من شأنه تحريك معدل الاستقطاب الداخلي في الاتجاه العكسي ، وقد تلجأ الدول عموما في حالات المضاربة الناجمة عن تغير اسعار الصرف الي استخدام سعر الفائدة للحد من الاختلالات الداخلية الناتجة عن العرض والطلب في العملة المحلية ، مما يجعل السلطات النقدية رهينة المفاضلة بين الأهداف الداخلية أو الخارجية .

ب- استخدام الاحتياطات من الصرف الأجنبي :

يسعى البنك المركزي في الحالات القصوية لتخفيض العملة المحلية إلي شراء أو بيع العملة الأجنبية

وتعتبر طريقة توظيف الاحتياطات الأجنبية أهم السبل الكفيلة بالدفاع عن العملة الأجنبية .

كما أن استغلال الاحتياطات الأجنبية وفقا للإمكانيات المتاحة ودون المساس بالاحتياطات الأجنبية واستغلالها بالطرق التي يدر عائد ، دون التناقص في المرودي الداخلي لها

وقد عمد الاقتصاديين والمحليلين الماليين إلي اللجوء لمجمل الإشكال الائتمانية لتوظيف الاحتياطات الأجنبية ، وهذا قصد تحسين التوظيف والاستغلال العقلاني للموارد المالية في رفع مستوي العائد وتقليل المخاطر الانكماشية ، مما جعل أكثر المحللين الماليين يعتمدون علي النجاعة الاقتصادية في توظيف الاحتياطات المالية عكس ما هو رائج في الاقتصاديات الحالية .

ثانيا - دوافع التدخل الرسمي في سوق الصرف الاجنبي<sup>1</sup>:

يتكون سوق الصرف الاجنبي من سوق التداول بالجملة بين البنوك ، حيث تتم المعاملات بين الوسطاء المعتمدين ، وسوق للتداول بالتجزئية حيث تتم المعاملات بين الوسطاء المعتمدين والعملاء النهائيين

وفي ظل الترابط بين الأسواق الدولية ، فعادة ما تستند العمليات الرسمية لشراء وبيع العملات الأجنبية بهدف سد فجوة العرض والطلب على النقد الأجنبي ، عند سعر معين إلي قواعد محددة ، غير أن طبيعة سعر الصرف المتبع من طرف الدول ، يعتبر الأساس الاقتصادي في تبرير تدخل الدولة من خلال السياسة النقدية في استندراك

2- روبا دوتاغوبتا ، التحرك نحو مرونة اسعار الصرف ، كيفومتى وبأي سرعة ، قضايا اقتصادية ، صندوق النقد الدولي ، 2006 ، ص 12.

الاختلالات المتعلقة بالتدخل ، ففي ظل مرونة سعر الصرف قد يكون التدخل الرسمي في سوق الصرف الأجنبي ، إما على أساس اختياري أو تقديري ، مع بقاء السلطات النقدية قادرة على التدخل لتصحيح الاختلالات في سوق الصرف الأجنبي .

غير أن الأسباب الاقتصادية المبررة للبنوك المركزية في التدخل في سوق الصرف الأجنبي ، تختلف من دولة إلى أخرى ، ومن اقتصاد إلى حيث يتم هذا التدخل بهدف التأثير على مستويات سعر الصرف ، أو قيمة العملة سواء بارتفاعها أو انخفاض قيمتها ، أو تغطية التقلبات في سعر الصرف .

كما فرضت الظروف الاقتصادية على الدول اللجوء الي سياسات تعقيم الاحتياطيات وذلك بهدف الحد من تبعات التغير في القاعدة النقدية ، حيث يعرف محمود حميدات سياسة التعقيم "بأنها عدم السماح للتغيرات الكبيرة في حيازة السلطات النقدية من الأصول الخارجية "

كما يعرفها <sup>1</sup> CARDARELLI Roberto على أنها " الارتفاع في صافي الأصول الأجنبية ، والذي يقابله انخفاض في صافي الأصول المحلية " ويمكن حصر أهم صيغ التدخل من طرف الدولة في سوق الصرف الأجنبي من خلال الإشكال التالية<sup>2</sup>:

أ- التدخل المحدود : والذي يتم أساسا من سن صيغ محدودة الأثر في سوق الصرف الأجنبي ، سواء من خلال الفترة ، أو الأثر ، أو النتائج المرجوة .

ب- التدخل المفتوح : والذي لا يكون إلا من خلال انتهاج طرق ونماذج ذات تأثير واسع ألمدي سواء على ألمدي المتوسط أو الطويل ، مع إمكانية تحيين الإجراءات المتخذة من طرف البنك المركزي للوصول غلى النتائج المرجوة

ت- التدخلات السلبية : حيث يلجأ البنك المركزي إلى الحصول على العملات الأجنبية ، من الهيئات العامة والخاصة خارج السوق المالية ، وذلك بهدف السيطرة على النقد الأجنبي ،

## الخلاصة .

تعتبر احتياطيات الصرف الأجنبي من الأصول الأجنبية التي ترغب الحكومات في الاحتفاظ بها، جراء قبولها من طرف حكومات الدول الأخرى في تسوية الديون والمعاملات الدولية ، والمتاحة للدول والحكومات في علاج الخلل في ميزان المدفوعات ، والتي تتكون أساسا من الذهب النقدي المملوك للسلطات النقدية ، وحقوق السحب الخاصة مع شريحة الاحتياطي ، وتتكون العملات الأجنبية أساسا من سلة

Roberto cardarelli. Capital inflows ,implications and policy responses ,imf working paper ,2009 ,p 18:

1

2 - محمود حميدات ، مدخل للتحليل النقدي ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر 1996 ، ص 22 .

عملات يتصدرها الدولار ، اليورو ، والجنيه الاسترليني والدولار الكندي ، الفرنك السويسري ، الين الياباني ... الخ .

إن تراكم احتياطات الصرف الأجنبي لدى الدول هو دالة في فوائض ميزان المدفوعات الناتجة إما عن فوائض في الحساب الجاري أو فوائض الحساب المالي أو كليهما مدعوم بتدخل الحكومات في سوق الصرف الأجنبي ، كون أن مشتريات الدول من العملات الأجنبية في سوق الصرف الأجنبي بهدف تغطية العجز المالي أو تمويل طلبيات ذات طابع استعجالي ، أو تخفيف العبء الاقتصادي المسجل بصفة استثنائية .

فبالإضافة إلى مكانة الذهب في أنظمة النقد والذي تم تناوله في الفصول السابقة ، جراء المكانة الخاصة التي يحتلها في جدول الموارد المالية الدولية مع مكانته في الحد من آثار الأزمات حتى إلغاء دوره النقدي، مع التطرق إلى الجدل الاقتصادي القائم حول اعتباره كعنصر احتياطي دولي.

كما أن خصوصيات المؤسسات المالية الدولية والتي كرست أساس نقدي دولي من خلال العملات الدولية ، والتي تحتل فيها كلا من شريحة الاحتياطي وحقوق السحب الخاصة الميزة النقدية الدولية جراء مكانتها في سوق الصرف الدولي مع خصوصيتها الاقتصادية والتمويلية ، والتي لا يمكن البحث فيها دون التطرق إلى الأصول أو العناصر المكونة لها .

الفصل الثاني:

الكفاية الحدية للاحتياطات الأجنبية

حسب النظريات الاقتصادية

## تمهيد:

لقد أدى تعاظم دور تخفيض العملات المحلية وتنامي حدة المنافسة بين الأسواق المالية ، إلى خلق أسس ومركبات اقتصادية للوقوف على حقيقة المقدر المصرفية في التكيف مع المعطيات الداخلية والخارجية للبيئة الاقتصادية ، وقد أدى تضارب الأهداف والأولويات داخل الاقتصاديات المتقدمة ، مع تنوع الفرص في خضم تنامي حدة الاختلالات في موازين المدفوعات وارتفاع معدلات التضخم ، إلى لجوء الدول المتقدمة لصيغ تخفيض قيم عملتها المحلية بهدف دعم صادرات السلع والخدمات الداخلية . كما لجأت أثناء الأزمات المالية إلى أسلوب تعويم سعر صرف العملة كحل لمجابهة الاختلالات الداخلية وتنشيط صادراتها المحلية ، وقد شهدت سنة 2003 أشهر التدخلات من خلال لجوء البنك المركزي الياباني لبيع ما قيمته 1.5996 تريليون للحيلولة دون سقوط قيمة الدولار أمام الين تحت مستوى 108 تقريبا ، والذي يعد مرجعا سلعيا للتصدير<sup>1</sup>.

وستتناول في هذا المبحث موضوع حرب العملات في شكلها العام من زاويتين تقليدية ومعاصرة وصولا إلى التطرق إلى انعكاساتها على الاحتياطات الأجنبية وذلك من خلال المبحث الأول ، لنعرج إلى علاقة احتياطي الصرف بالمتغيرات الاقتصادية في المطلب الثاني لنختم الموضوع بالتطرق للعتبة الاقتصادية للاحتياطات الأجنبية وذلك من خلال المبحث الثالث .

1-محمدي طيب محمد"إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر " مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، فرع نقود ومالية ، جامعة الشلف ، 2007 ، ص153 .

## المبحث الأول : حرب العملات وانعكاساتها الاقتصادية على الاحتياطات الأجنبية

تنقسم التدخلات الاقتصادية في سوق الصرف الأجنبي بغرض خفض قيمة العملة المحلية إلى تدخلات مباشرة وتدخلات غير مباشرة ، فالتدخلات المباشرة في الأسواق المالية لبيع العملة المحلية ، والذي يتم عن طريق تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف

للحيلولة دون تغير سوق الصرف لبيع العملات الصعبة والتي تحتفظ بها مقابل العملة المحلية للحد من انهيار قيمة عملتها ، حيث تقوم معظم الدول ذات الفائض التجاري بامتصاص التدفق النقدي الداخل من العملة الأجنبية ، نتيجة التصدير عن طريق زيادة المعروض من العملة المحلية ، ومن ثم الإبقاء على سعر صرف العملة المحلية منخفض كما تعتمد معظم البنوك المركزية إلى الاستثمار في السندات الحكومية لزيادة الطلب على العملة الأجنبية ، أو اللجوء إلى تخفيض سعر الفائدة الأساسي لتخفيض الطلب على العملة المحلية نظير انخفاض العائد عليها وذلك وفقا لما يتناسب مع احتياجات وحالة الاقتصاد القائم .

أما التدخلات الغير مباشرة والتي تتم أساسا من خلال اللجوء إلى سعر صرف متعدد وذلك في حالة نظام الرقابة على الصرف ، أو حالة احتكار الدولة لعمليات بيع وشراء العملة الصعبة ، فيمكن اللجوء إلى الاعتماد على نظام ثنائي أو أكثر لسعر الصرف ، احدهما متغالي فيه والذي يخصص أساسا للمعاملات الضرورية أو للقطاعات الإستراتيجية ، أما السعر الثاني فموجه أساسا للواردات العادية ، ويرجع الهدف الأساسي من اللجوء إلي نظام الصرف الثنائي لمجابهة أثر التقلبات في الأسواق المالية الدولية ، دون أن ننسى صدي الإشاعات والتصريحات العامة وما لها من تأثير على الاحتياطات الأجنبية ، كما أن لجوء البنك المركزي لزيادة المعروض النقدي بهدف دعم الاقتصاد العالمي المتدني ، لاسيما بعد نقص السيولة الحاد الذي واجه القطاع المصرفي عقب أزمة الرهون العقارية أواخر سنة 2008 ، وما نجم عنها من أزمة سيولة وائتمان خانقة كون أن هذا النوع من الأساليب من أحدث النماذج الاقتصادية أثناء فترة الأزمات المالية .

### المطلب الأول: أساسيات حرب العملات

لقد عمدت العديد من الاقتصاديات الحديثة إلى اللجوء للعملات المحلية قصد التحكم الأمثل في العلاقات الاقتصادية ، وقد تزامنت هذه الأساليب وتر سخت عقب الأزمة الاقتصادية لسنة 2008 وهذا ما عبر عنه وزير المالية البرازيلي **جيدوا مانتيجا** سنة 2010 عن لجوء بلاده إلى شراء كمية كبيرة من الدولار الأمريكي بهدف الحفاظ على سعر صرف الريال البرازيلي .

أولا : تعريف حرب العملات

يقصد بحرب العملات "اعتماد الدول الكبرى على قواها الاقتصادية لتقليص القدرات التنافسية للدول الأخرى ، والسعي للحد من سيطرتها على السياسة التجارية الدولية والتدخل في أسواق صرف العملات الدولية ، كشكل من أشكال الحرب الاقتصادية المخفية ، من خلال انتهاج سياسات كفيلة بخفض عملتها المحلية بهدف دعم القطاعات الاقتصادية التصديرية ، والذي من شأنه التأثير على مصالح الشركاء الاقتصاديين "1، كما تعرف أيضا على أنها " قيام الدول بتخفيض عملتها لتشجيع صادراتها والحد من وارداتها للحد من عجز ميزانها التجاري "2 ، ولعل أسباب اللجوء إلى مثل هذا النوع من الممارسات هو الحد من حالة الكساد الاقتصادي الدولي ، وتراجع صادرات الولايات المتحدة الأمريكية وتدهور قيمة الدولار .

ولقد انعكست الفوضى النقدية التي سادت قبل اتفاقية بريتون وودز عن وجود حرب عملات عالمية بقيادة الدول المتقدمة ، فبعد انسحاب الدول من قاعدة الذهب وريادة الجنيه الإسترليني في الاقتصاد العالمي ، لجأت الدول إلى ربط عملتها بالجنيه المعموم مع اللجوء إلى تخفيض قيمة عملتها المحلية ، والذي انعكس سلبا على الاقتصاد العالمي كما عرفت هذه الفترة أشرس فترة تخفيض العملة من سنة 1930 - 1940 كما لجأت معظم الدول إلى تخفيض قيمة عملتها قصد دعم صادراتها بجعل السلع والخدمات المحلية أكثر تنافسية ، حيث انعكست القرارات المتوالية للولايات المتحدة الأمريكية بداية من نيكسون بإعلانه تعويم سعر صرف الدولار وقابلية تحويله إلى ذهب ، إلى خلق نوع من الاختلالات في المنظومة المالية العالمية ، وتعتبر أهم التدخلات المالية الدولية في الاقتصاد العالمي تلك التي تمت من طرف البنك المركزي الياباني والبنك السويسري في سوق الصرف الأجنبي ، حيث تدخل البنك المركزي الياباني سنة 2003 كبائع لما قيمته 1.5996 تريليون ين في الفترة ما بين 26 سبتمبر إلى غاية 30 أكتوبر للحد من سقوط قيمة الدولار الأمريكي تحت مستوي 108 ، والذي يعد مرجع أساسي في التصدير الدولي .

كما لجأ البنك السويسري إلى نفس الإجراء لتدارك العجز المسجل في ميزان مدفوعاته ورفع مستوي صادراته .

### المطلب الثاني: صيغ التدخل في حرب العملات

يعتبر التدخل في أسواق الصرف من بين أهم الصيغ الاقتصادية الغير المعلنة بهدف تحقيق مكاسب اقتصادية على المستوي القصير أو الطويل ، كون أن عملية اكتساح الأسواق العالمية يعتمد في أساسه على منتجات ذات جودة مقبولة وبأسعار مخفضة، لاسيما في ظل اعتماد غالبية الاقتصاديات على تغطية عملتها بالعملات القيادية ، كما أن اكتساح الصين للأسواق العالمية من خلال سياسة العملة المخفضة ، اثر سلبا على باقي الاقتصاديات لاسيما الاقتصاديات المتطورة .

1- ADAMS.POSEN. Avoiding aCurrency War ,How a new dual-key- exchange rate systemcould help the united stses Japan.the eurozone –and China –find away out. THE INTERNATOINALE ECONOMY SUMMER2004 P12.

2- حرب العملات والنظام النقدي الدولي " ، مجلة الادارة والاقتصاد ، جامعة كربلاء ، العدد 2، 2011 ص 3 .

ويعتبر الصراع المخفي الدائر أساسا بين و م أ و الصين من أكبر الحروب الاقتصادية في العصر الحالي ، جراء اتهام الصين من طرف و م أ بأنها تتعمد الحفاظ على عملة مخفضة بنسب تقدر ب30 و40 فيما لو ترك قيمته تحدد عن طريق السوق ، وذلك بهدف تحقيق مكاسب على حساب الاقتصاد الأمريكي ، وفي نفس الوقت تعمدت و م أ سياسة نقدية توسعية تهدف إلى تخفض قيمة الدولار من أجل التأثير السلبي على رواج كافة السلع الغير أمريكية<sup>1</sup> .

كما لجأت كلا من و م أ وبريطانيا واليابان إلى سياسة التخفيف الكمي بهدف دعم القطاع المصرفي المتداعي وزيادة نسبة السيولة العالمية ، لاسيما بعد الانعكاسات السلبية لازمة الرهون العقارية وما نتج عنها من تبعات على السياسات النقدية الدولية .  
وقد أدت سياسات وبرامج التحفيز الكمي إلى استقطاب موارد مالية ضخمة على حساب الاقتصاديات النامية ، كون أن اتجاه الأموال المستثمرة أساسا يكون في نفس منحنى العائد أو الربحية المضمونة في الأسواق الناشئة والتي يشكل ازديادها المضطرب إلى نمو المضاربات ، كون أن زيادة حجم السيولة الدولية بشكل يفوق طاقة وقدرة استيعاب حجم الأسواق المالية مما يؤدي مباشرة إلى ارتفاع مؤشرات الاقتصاديات سواء تعلق الأمر بكلا من تضخم أسعار السلع الرئيسية ، أو المعادن الثمينة وارتفاع حجم المضاربات على الأصول في الدول الناشئة بهدف تحقيق الأرباح وخلق فقاعات في الأسواق الناشئة ، والذي يقودنا بدوره في هذا المطلب إلى التطرق لصيغ التدخل في حرب العملات مع آثاره على الاحتياطات الأجنبية .

### صيغ التدخل في حرب العملات :

يجمع الاقتصاديين على وجود نوعين أساسيين من التدخل في أسواق الصرف

#### أولا : التدخل المباشر

والذي يتم أساسا عن طريق تدخل البنك المركزي في الأسواق المالية كبائع لعملة المحلية ومشتري للعملات الأخرى ، وذلك من خلال قيام السلطات النقدية في سوق الصرف ببيع العملات الأجنبية مقابل الاحتفاظ بالعملة المحلية للحد من انهيار قيمة العملة ، أو التنازل عن المعروض من العملة المحلية ، ومن ثم الإبقاء على سعر صرف العملة المحلية منخفض بهدف تشجيع الصادرات المحلية والحد من دخول السلع الأجنبية ، وتقوم هذه السياسة عموما على حجم الاحتياطات الأجنبية التي تملكها الاقتصاديات الداخلية .  
كما يمكن للبنك المركزي إلى اللجوء إلى تخفيض سعر الفائدة الأساسي والذي ينعكس مباشرة على حجم الطلب على العملة المحلية نظير انخفاض العائد عليها ، مما يؤدي

1- حرب العملات والنظام النقدي الدولي " ، مجلة الإدارة والاقتصاد ، جامعة كربلاء ، العدد 2، 2011 ص52 .

مباشرتا إلى انخفاض الطلب عليها وبالتالي ثبات وانخفاض قيمتها عند السقف المستهدف من طرف السلطات النقدية ، بغية الوصول إلي سعر محدد لخدمة الاقتصاد المحلي وزيادة حجم الصادرات الداخلية على حساب الواردات الأجنبية .

### ثانيا : التدخل الغير مباشر

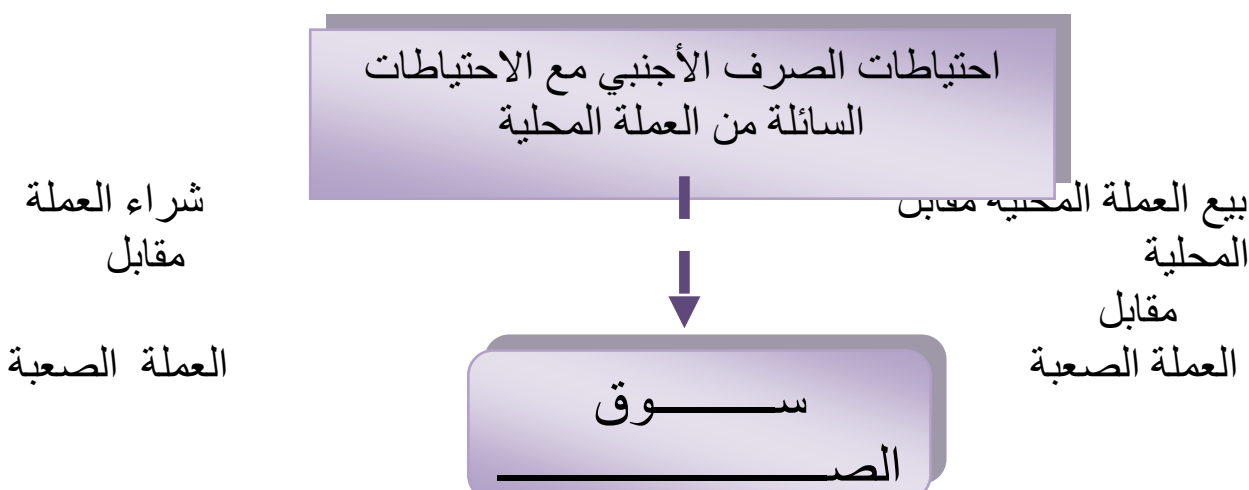
يعتبر أسلوب التدخل الغير مباشر في تسيير سعر الصرف من أهم الصيغ المنتهجة من طرف الاقتصاديات الحديثة ، إذ يتم اللجوء إلى مثل هذا النوع من الصيغ في حالات الرقابة على الصرف أو في حالات احتكار الدولة لعمليات بيع وشراء العملة الصعبة والتي تعتبر من الأساليب المنتهجة في ألمدي الطويل ، ويمكن تقسيم حالات التدخل الغير مباشر فيما يلي :

1- سعر صرف متعدد : ويتم اللجوء إلي هذا النوع من الصيغ في حالات استهداف الدولة لنوع معين من السلع الترويجية ، إذ يتم تحديد سعر صرف أو أكثر أحدهم موجه لدعم القطاعات المراد دعمها أو مخصص أساسا للسلع الأساسية أو السلع المراد دعمها اقتصاديا<sup>1</sup> ، أما السعر الثاني فهو مخصص أساسا لمجابهة حدة التقلبات في الأسواق المالية وتوجيه السياسة المالية لخدمة بعض الأغراض المحددة .

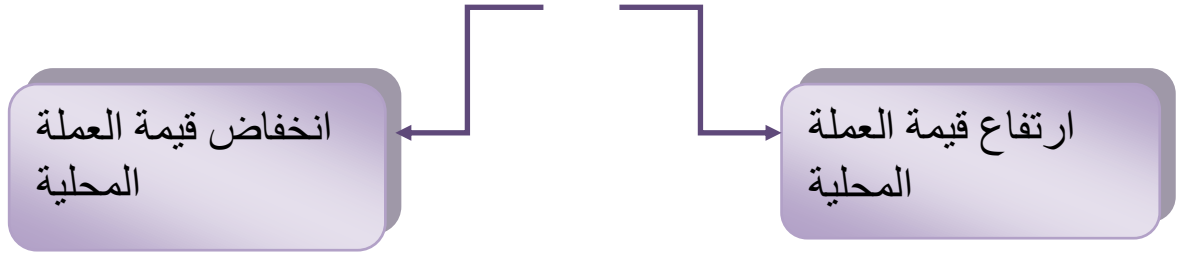
2- التصريحات المستهدفة أساسا لخدمة أغراض اقتصادية محددة أو موجهة لتأمين سياسات دولية كفيلة بتخفيض قيمة العملة، أو الحد من آثار السياسات الانكماشية الخطيرة.

3- دفع البنك المركزي إلي ضخ كميات من الأوراق المالية بهدف زيادة المعروض النقدي في الأسواق المالية ، والتي تعتبر أهم السياسات النقدية المتبعة عقب اندلاع الأزمة المالية العالمية عام 2008 حيث عمدت كلا من البنوك المركزية الأمريكية ، أو البريطانية وكذا البنك المركزي الياباني إلي ضخ المزيد من الدولار الأمريكي في الاقتصاد العالمي للتخفيف من أثر أزمة الرهن العقاري ، والتي نتج عنها أزمة سيولة وائتمان خانقة<sup>1</sup>.

### المخطط ( 2-1 ) التدخل المباشر عن طريق الاحتياطات الأجنبية في سوق الصرف



1- Xuefeng Hu , Meng Guan ,on Currency power ,International Journal of Economics and Finance,Vol.2,No .2 : May 2010 P 122



المصدر : J.Longatte ,pvipey.opcit p116

1- محمد جلال WWW.Ec Pulse.com

### المطلب الثالث : أقطاب حرب العملات

تعتبر كلا من و م أ و الصين أهم الفاعلين في السياسة المالية الدولية، أثرت سياستهما المنتهجة سواء في مجال المنتجات السلعية، أو السياسات المالية المنتهجة إلى العديد من الردود السلبية على اقتصاديات الدول النامية، ويمكن التطرق لهذه الآثار وذلك من خلال النقاط التالية :

#### أولا : الأقطاب المؤثرة:

لقد أدت الاتهامات المتكررة للولايات المتحدة الأمريكية للصين باستهداف الحفاظ على قيمة عملتها بأقل من نسبتها الحقيقية ب 25-40 فيما لو تركت قيمتها تحدد وفقا لقوانين السوق ، وذلك بهدف تحقيق مكاسب على حساب الاقتصاد الأمريكي ، مما دفع ب و م أ إلى انتهاج سياسات نقدية توسعية تهدف إلى تخفيض قيمة الدولار الأمريكي والتي يمكن إيجازها في النقاط التالية :

1- **الصين** لقد أدت المكانة الاقتصادية التي احتلتها الصين عقب الحرب العالمية الثانية باحتلالها لأكبر احتياطي نقدي من الذهب ، وتربعها على صدارة التجارة الخارجية وفقا لإحصائيات المنظمة العالمية للتجارة لسنة 2009 ، وقد عبرة المؤشرات الاقتصادية للصين والتراكم السريع للاحتياطات الأجنبية عن التخفيض الواضح في قيمة العملة .

كما استمر الصين في تحقيق مؤشر نمو ايجابي رغم الأزمة المالية العالمية ، وذلك جراء سعر الصرف المنخفض لليوان بنحو 40 في المئة الأمر الذي ساعد

البلاد على تخطي الأزمة<sup>1</sup> في ظل تدعيم الميزة التنافسية للسلع الصينية ، وصمود الميزان التجاري واستمرار انتعاشه ورواج المنتجات الصينية في الأسواق العالمية ، كما أدت هذه السياسات بالصين إلى التحكم في مركز القرارات الاقتصادية العالمية ، مما أدى بباقي الاقتصاديات العالمية إلى اللجوء لسياسات تخفيض سعر الصرف والاستفادة من تعافي الاقتصاد العالمي .

وتعتبر الولايات المتحدة الأمريكية من أكبر الشركاء التجاريين للصين ، إلا أنها لم تسلم من الانتقادات المتكررة لسياسات تقييم سعر صرف اليوان ، والذي لم يتناسب والنظرية الإنتاجية القائمة أساسا على ضرورة تقييم عملتها المحلية على أساس المستويات الإنتاجية .

للاقتصاد المحلي ، ففي حالة تقييم سعر صرف العملة بأقل من قيمتها الحقيقية مما ينعكس مباشرة على أسعار السلع والخدمات مع حدوث التضخم كنتيجة لارتفاع الطلب الأجنبي على سلع ومنتجات هذه الأخيرة ، وهذا ما حدث للصين من خلال زيادة إنتاجيتها الاقتصادية في ظل تثبيت سعر صرف اليوان مقابل الدولار الأمريكي ، وقد أدت حدث الضغوطات الأمريكية على الصين للحد من تخفيض قيمة اليوان مقارنة بالدولار الأمريكي ، إلى لجوء الصين لعملية فك الارتباط بالدولار بشكل جزئي في جوان 2010 ، حيث لجأت الصين إلى صيغ ربط عملتها بالدولار الأمريكي سنة 2007 .

وارتفع اليوان بنحو 2 مقابل الدولار الأمريكي في سبتمبر 2010 إلا أن ذلك لم يكن يتمشى وتطلعات الحكومة الأمريكية ، كون ارتفاع قيمة اليوان الصيني عن 20 في المئة من قيمته كفيل بإفقاد السلع الصينية لميزتها التنافسية في الأسواق العالمية، وانعكاس ذلك سلبا على حجم التوظيف أو ارتفاع حدة البطالة وركود الاقتصاد .

وقد أدى حجم القروض الممنوحة للاقتصاد الأمريكي من طرف الصين بما يقارب تريليون دولار أمريكي من السندات وأذونات الخزنة الأمريكية ، إضافة إلى احتياطاتها من الذهب التي تصل إلى حوالي 3,5 تريليون دولار أمريكي سنة 2011 مقابل 129 بليون دولار أمريكي إلى الحفاظ على سعر صرف مخفض أمام الدولار الأمريكي<sup>2</sup> .

## 2- الولايات المتحدة الأمريكية

لقد أدت المؤشرات الاقتصادية المتدهورة للاقتصاد الأمريكي سواء تعلق الأمر بتباطؤ معدلات النمو ، أو زيادة حجم الدين العمومي ، أو اتساع وتيرة النمو الاقتصادي وارتفاع معدلات البطالة إلى مستويات قياسية حوالي 9,8 في نوفمبر 2010 أي ما يقارب من

1- إحصائيات منظمة التجارة العالمية 2016 على الموقع [www.wto.org](http://www.wto.org)

2- اسوارس برا ساد "الخطوات القادمة أمام الصين" مجلة التمويل والتنمية، سبتمبر 2011 ، المجلد 42، العدد 3، ص 46 .

15,1 مليون شخص بطل ، بينما سجلت الصين مؤشرات بطالة في نفس السنة تصل إلى حوالي 9,05 مليون بطل<sup>1</sup>.

وقد لجأت و م أ في إطار السياسات الحمائية المتناقضة مع المبادئ الاقتصادية الرأسمالية ، سنة 2010 إلى تمرير قانون تحت رقم 2378 أمام مجلس النواب الأمريكي يقضي بفرض ضرائب جمركية خاصة على سلع الدول التي لديها عملة مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية مع تحقيق مكاسب تجارية إيجابية .

إن المتمعن لهذا البند من القانون يري حقيقة الأسس والمبادئ الرأسمالية ومن ورائها الولايات المتحدة الأمريكية ، وسبل تطبيق قانون الغاب وليس السوق ، كون هذا النوع من البنود يتنافي وأسس السوق التي تدعوا إليها المنظومة الرأسمالية وعلي رأسها و م أ ، علي أساس أن المنافسة الصينية الشرسة للاقتصاد الأمريكي ، وعدم القدرة على مجابتهتها من طرف الإدارة الأمريكية، قاد و م أ إلى سن هذا القانون للحد من تداعيات انهيار المنظومة الاقتصادية الأمريكية .

كما تعمدت و م أ إلى سياسات التخفيف الكمي بقيمة 600 بليون دولار في ظل وتيرة النمو المتدنية مع ضعف عمليات الائتمان وتراجع مؤشرات سوق العمل .

وذلك بهدف اتجاه هذه الاستثمارات إلى الدول ذات الفائض المرتفع وهو ما يعرف اقتصاديا "بتجارة العائد " كما أن عملية توظيف العائد في الأسواق ذات العائد المرتفع بهدف تحقيق مكاسب اقتصادية والتي يطلق عليها ما يعرف بـ "الأموال الساخنة"<sup>2</sup>.

إن الهدف الأساسي من اللجوء إلى سياسات التخفيف الكمي من طرف الولايات المتحدة الأمريكية ، هو دفع سعر صرف العملات المقابلة للدولار الأمريكي إلى الارتفاع جراء ارتفاع أسعار الفائدة ، والذي من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع الطلب على باقي العملات مقابل الدولار الأمريكي ، وهذا من شأنه ما يعزز انخفاض قيمة الدولار أمام باقي العملات . وقد لجأت بعض الدول إلى اتخاذ إجراءات احترازية مضادة لهذا النوع من الإجراءات للحيلولة دون ارتفاع أسعار صرف عملاتها المحلية كالبرازيل وكوريا الجنوبية وكذا سنغافورا ، حيث تعمدت هذه الدول إلى رفع الضريبة على تدفقات رؤوس الأموال كإجراء مضاد لارتفاع سعر صرف عملتها المحلية أمام الدولار .

### ثانيا : الأقطاب القطرية

ونعني بالأقطاب القطرية أو الثانوية بالدول الغير مؤثرة بطرق مباشرة في السياسة النقدية الدولية على أساس المعطيات المسيطرة على الاقتصاد المحلي والتي تتشكل من :

#### 1- اليابان :

يستند الاقتصاد الياباني أساسا في الاعتماد على الصادرات كأساس للنمو الاقتصادي ، وقد أدت مقومات الاقتصاد الياباني إلى النمو المفرط للين الياباني أمام الدولار الأمريكي ، ففي عام 2010 اضطر البنك المركزي الياباني إلى شراء ما يقارب من 60 مليار دولار أمريكي مقابل بيع الين الياباني ، والذي يهدف بالأساس إلى الحد من ارتفاع الين الياباني ، كما أدى الإجراء العكسي للصين في محاولة منها إلى تنويع احتياطاتها

1- عبد المجيد قدي ، مرجع سبق ذكره ، ص16.

الأجنبية من خلال شراء كميات كبيرة من الين الياباني إلي إضعاف هذا النوع من السياسات النقدية<sup>1</sup>.

## 2- منطقة اليورو

لقد أدى الارتفاع المفرط للدولار الأمريكي أمام اليورو إلى التأثير على الإيجابي لصادرات منطقة اليورو أمام باقي الصادرات لاسيما صادرات كلا من ألمانيا وفرنسا ، إذ أدت تصريحات السيد جان كلود تريشيه رئيس البنك المركزي عن ضرورة عودة الدولار الأمريكي إلي مستواه الأعلى حتى يتسنى للاقتصاد الأوربي من التعافي<sup>2</sup>، كما دعمت أزمة الرهون السيادية موقف رئيس البنك الفدرالي الأوربي بدفع اليورو إلى الانخفاض ، مما دفع بالصادرات الأوربية إلى الارتفاع كما دفع محلي السياسات النقدية الأوربية إلي الاتفاق على ضرورة وضع سياسات حمائية للعملة الأوربية من الارتفاع أمام باقي العملات الأجنبية وعلى رأسها الدولار الأمريكي لما له من تداعيات اقتصادية على المدى المتوسط والطويل .

## 3- بريطانيا

تعتبر الاستراتيجيات المتبعة من طرف البنك المركزي البريطاني من أكبر السياسات المالية الثنائية لكسب الرهان أمام كلا من اليورو والدولار الأمريكي ، جراء الأهداف المتضاربة بين السعي إلي تخفيض قيمة الجنيه الإسترليني أمام اليورو بهدف تحقيق مكاسب للاقتصاد البريطاني ، والذي لايتأتى إلا أمام قيمة الدولار أمريكي المرتفعة . وقد أدت طبيعة العلاقات الاقتصادية المتينة بين كلا من الاقتصاد البريطاني والاقتصاد الأمريكي ، مع التناقضات التي تكتنفها كلا من السياسات الاقتصادية الأمريكية والبريطانية إلي لجوء المملكة المتحدة إلي انتهاج نوع من السياسات الحمائية الحذرة ، والكفيلة بتسيير المخاطر الناجمة عن التنسيق بين كلا من الاقتصاد الأوربي والاقتصاد الأمريكي .

وقد لجأت بريطانيا إلي خفض الإنفاق العام والذي يعد الأكبر منذ الحرب العالمية الثانية بهدف الوصول إلي التعافي ( سياسة التخفيف الكمي ) والذي بلغ إلي ما يقارب 200 مليار جنيه إسترليني<sup>3</sup>، لكن التضخم في الأونة الأخيرة انعكس سلبا أمام المزيد من ضخ السيولة.

## 4 - سويسرا

<sup>2</sup> - www.ecPulse.com محمد جلال ، مرجع سبق ذكره .

1- Z.solt DARVAS AND JEAN PISANI-FERRY. « THE THREAT OF CURRENCY WARS » .EUROPEAN PERSPECTIV.ISSUE DECE MBER2010.P 35.

2- ترتب على ذلك مخاوف بأن يقع الاقتصاد البريطاني في الركود الاقتصادي من جديد ، كونه لازال يعاني من وطأة أزمة الرهن العقاري.

لقد أدت السياسة النقدية السويسرية المحايدة عن باقي دول العالم إلى اكتساب الفرنك السويسري لمكانة مرموقة بين الاقتصاديات الدولية .

إذ أدت السياسة النقدية المنتهجة خلال سنة 2010 من خلال تدخل البنك المركزي السويسري الي وقف الارتفاع المفرط للفرنك السويسري أمام الدولار الأمريكي من خلال ضخ البنك المركزي لكثلة نقدية تصل إلي ما يقارب 15 بليون دولار أمريكي<sup>1</sup>

## 5 – الاقتصاديات النامية:

ونعني بها كافة الدول المساهمة في الاقتصاد الدولي من خلال هامش الربح المحقق من الصادرات ، سواء تعلق الأمر بدول جنوب شرق آسيا أو ما يعرف بالنمور الآسيوية كسنغافورا أو تايوان وغيرها من دول جنوب شرق آسيا والتي يؤثر انخفاض قيمة الدولار على صادراتها ، باعتبارها دول ذات فائض تجاري كبير ، واقتصادها قائم على سعر فائدة مرتفع مما يؤدي بشكل كبير إلى تدفق الأموال الساخنة إلى اقتصادياتها ، ناهيك عن أن الانخفاض في قيمة الدولار الأمريكي يؤدي مباشرة إلى تغذية التضخم واتجاه أسعار الفائدة إلى الارتفاع وبالتالي تباطؤ معدلات النمو .

وفي ظل غياب عملة عالمية تساندها حكومات عالمية فعالة ، في ظل الأزمة العالمية أدي إلى حدوث انفصال بين الولايات القانونية التي تشكل مصدر العملات الدولية ، ومجالات الأسواق التي تعمل بها فالدور التقليدي للعملات الدولية يفرق بين الوظائف المعيارية الثلاثة للنقود – كوسيط للتبادل ، ووحدة للحساب ، ومخزن للقيمة ، أما على مستوى الأسواق تلعب العملة الدولية دورا في تداول النقد الأجنبي ، وإعداد فواتير الحسابات التجارية والاستثمارات المالية .أما بالنسبة للحكومات فتتمثل وظائف العملة الدولية في كونها أداة تثبيت لأسعار الصرف وعملة للاحتياطي .وعلى مستوى السوق تغلب الاعتبارات الاقتصادية بصورة نمطية في تحديد الخيارات المفضلة ، على غرار راية الحكومات والتي تأخذ في الحسبان العامل السياسي للبلد .

وقد منحت العملات القيادية للدول العديد من الامتيازات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية ،فبالإضافة إلى ميزة سك العملة الدولية ، والذي يعتبر أساس الموارد الحقيقية الناجمة عن حيازة عملة دولة ما والاحتفاظ بها في الخارج ، إضافة إلى زيادة مرونة السياسة الاقتصادية الكلية التي تتحقق بفضل القدرة على تمويل العجز لعملة الدولة ذاتها ، والذي أكده مرارا شارل ديغول في ستينيات القرن الماضي ، جراء تأثير اقتصاديات أوروبا من الميزات الباهظة التي تحصدها أمريكا من خصوصيات الدولار ، ناهيك عن الخصوصيات الدبلوماسية والعسكرية خارج الحدود ، وهو ما يعرف في علم السياسة "بالقوة الصلبة"<sup>2</sup>.

## المبحث الثاني : علاقة احتياطي الصرف الأجنبي بالمتغيرات الاقتصادية

1- عبد المجيد قدي ، مرجع سبق ذكره ، ص :109-110

2- بنجامين كوهين " مستقبل عملات الاحتياطي " ، مجلة التمويل والتنمية ، ، العدد 29، 2009 ص4

لقد أدى تأكيد الدور الريادي للاحتياطي الأجنبي في خلق التوازن الداخلي والخارجي، دون الوصول إلى اتفاق جوهري في مضمون فاعليته الأساسية أو الثانوية في عمليات الاستقرار الاقتصادي ، بدءا بدراسة (شومبتر) سنة 1911 في كتابه نظرية التطور والنمو الاقتصادي<sup>1</sup> وذلك من خلال إبراز دور الاحتياطي الأجنبي في عملية تكوين رأس المال وخلق الائتمان ، حيث يصبح رأس المال من خلال نظريته عبارة عن قوة شرائية جديدة تنعكس على فعالية وسائل الإنتاج كأساس لعملية النمو الاقتصادي ، من خلال تعويض العجز الادخاري المقابل للاستثمار وذلك بتحقيق التعبئة القصوى للمدخرات القطاعية، وقد أكد (كولد سميث ) من خلال دراسته للهيكل التمويلي والتنمية لخمسة وثلاثين دولة متقدمة ونامية ، بأنه باستثناء الدول التي تتبع التخطيط المركزي فإن التنمية المالية هي المسار إلى النمو الاقتصادي .

ولما كان الاختيار العقلاني يعتمد على أساس أن البشر عقلانيون ، وبينون أفعالهم على ما يرون أنه أكثر الوسائل فعالية لتحقيق أهدافهم في عالم نادر الموارد<sup>2</sup> ، فإن ذلك يبين مدي علاقة الاحتياطات الأجنبية في صد الأزمات الاقتصادية واستعماله من خلال السياسات الاقتصادية للحيلولة دون السياسات الغير مرغوب فيها ، وقد أثبتت النظرية التجارية أن العامل وراء حيازة الصرف الأجنبي هو الدفاع عن تنافسية الصادرات ، حيث يفسر أساس هذا الرأي هو أن حيازة احتياطي الصرف الأجنبي بناءا على اعتباره منتج ثانوي لتشجيع الصادرات ، وهذا حسب الاقتصادي **دوولي فولكر** سنة 2003 " DOOLEY, FOLKERTS-Landau and gerber " من كون أن الاحتياطات الأجنبية دافع لخلق فرص العمل واستغلال اليد العاملة ، من خلال اللجوء إلى تخفيض قيمة العملة المحلية لتشجيع الصادرات التي تعتبر المصدر الرئيسي للعملة الأجنبية .

ومن خلال هذا المبحث سنحاول التطرق إلى علاقة احتياطي الصرف بكلا من العرض النقدي ومدي تأثيره في الاقتصاد الجزائري وذلك من خلال المطلب الأول ، لنعرج على علاقته بمعدل الفائدة ومدي تأثيره على العرض النقدي وذلك من خلال المطلب الثاني ، لنختم الموضوع من خلال التطرق إلى علاقة احتياطي الصرف بسعر الصرف وذلك من خلال المطلب الثالث .

**المطلب الأول : العلاقة بين الاحتياطات الأجنبية والعرض النقدي في الاقتصاد الجزائري**  
يمر الاقتصاد العالمي بحالة من التباطؤ بعد سنوات سادها النمو القوي فعلى غرار الصدمات المالية للنشاط الاقتصادي العالمي ، مصحوبة بأسعار الطاقة وغيرها من السلع الأولية والتي لاتزال مرتفعة ، وأصبحت الكثير من الاقتصاديات المتقدمة إما في وضع

1- د.حمزة محمد الزبيدي، إدارة المعارف – إستراتيجية تعبئة المدخرات و تقديم الائتمان ،مؤسسة الوراق- عمان - 2000 ، ص 97  
2- العقلانية مصطلح مستمد من علم الاقتصاد مفاده قيام الفاعلين الاقتصاديين بتعظيم مكاسبهم أو تحقيق أكبر قدر ممكن من المنافع.

قريب من الركود أو على وشك الدخول فيه ن بينما تعرف بعض الاقتصاديات النامية نموا متوازنا .

وقد تنامي حدة الاحتدام بين المفكرين حول أهمية السياسة المالية والسياسة النقدية ، ودور كلا منهما في النشاط الاقتصادي ، إذ يركز البعض على أهمية السياسة المالية بوصفها المؤثر الشديد في مجمل المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية ، وبالتالي فهم يرجحون الكفة لهيمنة السياسة المالية على البنك المركزي ، في حين يذهب البعض الآخر إلي قدرة السياسة النقدية في قيادة وصناعة قرارات النشاط الاقتصادي .

وتعتمد أغلب الدول المصدرة للنفط على عمليات الإنفاق العام وفق ما تمليه أسس السياسة المالية القائمة علي تحصيل الربح البترولي ، حيث تقوم البنوك المركزية فيها بتنفيذ الإيرادات العامة المتأتية في معظمها من صادرات البترول ن وبالتالي تكون السياسة النقدية رهينة الإيرادات ، وبالتالي رهينة أسعار البترول في السوق الدولية مع حجم الصادرات البترولية ، كون أن هذه السياسات تتجسد بنحو واضح في الإنفاق الحكومي والذي يؤدي بدوره إلى العديد من الاختلالات علي المتغيرات الاقتصادية ، والتي تمثل أعباء وضغوط على السياسة النقدية والمالية ، ومن خلال هذا التشابك بين كلا السياستين ومدي ارتباطهما بالقرار المتخذ في ترجيح احدي السياستين ، كون أن تبني سياسة مالية لاتستند إلى قواعد الانضباط المالي من شأنه أن يؤدي إلى التأثير على فاعلية السياسة النقدية وتعقيد دورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي ، وقد ظهرت الحاجة في هذا المطلب لتحليل ودراسة العلاقة بين مختلف المؤشرات الاقتصادية ومدي تأثير وارتباط كلا منهما بحجم الاحتياطات الأجنبية ، مع التأكيد على دور كلا منهما في التأثير على المتغيرات الاقتصادية من خلال توظيف الاحتياطات الأجنبية .

### 1-واقع عرض النقود والاحتياطات الأجنبية في الاقتصاد الجزائري :

تعد الكتلة النقدية من بين أهم العوامل المؤثرة على مستوى النشاط الاقتصادي، وتشكل تغطية الكتلة النقدية أساس العرض النقدي، في حين تعتبر احتياطات الصرف الأجنبي احد ركائز الإصدار النقدي ، لارتباطها برصيد ميزان المدفوعات وما يشهده من تغيرات. وتسند عملية التحكم في الكتلة النقدية للبنك المركزي عن طريق استخدام مجموعة من الإجراءات يطلق عليها بالسياسة النقدية، والتي يعد العرض النقدي المؤشر الأساسي فيها .

أ-تطور الكتلة النقدية في الجزائر :

تعتبر النقود كل ما يلقي قبولا عاما كوسيط للتبادل، مقياسا للقيم والمدفوعات الآجلة ومخزون للثروة<sup>1</sup>، أما الكتلة النقدية أو كمية النقد المتداول في الاقتصاد فهي تضم وسائل الدفع المتداولة لدى الأفراد والمتعاملين الاقتصاديين المقيمين خلال فترة معينة، وتشمل جميع النقود الورقية والمعدنية الصادرة من البنك المركزي والنقود المساعدة والودائع<sup>2</sup>، والتي تجتمع فيما يعرف بمستويات الكتلة النقدية والتي تعرف بأنها " مؤشرات إحصائية لكمية النقود المتداولة تعكس قدرة الأعوان الماليين المقيمين على الإنفاق"<sup>3</sup>. وترتب حسب معيار درجة السيولة كالآتي<sup>4</sup>:

-القاعدة B: وتتمثل في النقود المتداولة بالإضافة إلى الاحتياطات البنكية .  
النقدية

– المجمع النقدي: يضم كلا من النقود المتداولة خارج البنوك والودائع الجارية تحت M1 الطلب

بالإضافة إلى الودائع الادخارية M1: يتكون من المجمع النقدي M2 – المجمع النقدي وجميع أنواع الودائع الأخرى في شكل أشباه النقود لدى البنك المركزي والبنوك الأخرى ما عدا البنوك المتخصصة.

مضافا إليه الودائع الجارية غير الحكومية. M2: يشتمل على M3 – المجمع النقدي وأوراق الخزينة التي بحوزة الأعوان غير الماليين. M3: يتضمن M4 – المجمع النقدي

## ب - عناصر الكتلة النقدية في الجزائر:

تعد وظيفة الإصدار النقدي في الجزائر من مسؤوليات مؤسسة "بنك الجزائر"<sup>5</sup>، وتحتوي الكتلة النقدية على أصناف حيث تتكون الكتلة في الاقتصاد الجزائري من العناصر التالية<sup>6</sup>:

– النقود الورقية: وتتمثل في النقود الورقية مع القطع النقدية، وتعتبر أساس الكتلة النقدية في الجزائر.

– النقود الكتابية: تتمثل في النقود المتداولة عن طريق الكتابة من حساب بنك إلى حساب آخر، وتتكون أساسا من ودائع تحت الطلب لدى البنوك وودائع مراكز الحساب الجاري وصناديق التوفير.

– أشباه النقود: تتكون من الودائع المودعة لغرض الحصول على فوائد وودائع لأجل والودائع الخاصة المسيرة من قبل مؤسسات القرض وهي تمثل الأموال الموظفة للأعوان الاقتصاديين، وهذه العناصر يطلق M2 عليها اسم "السيولة المحلية"

1- بسام الحجار، "الاقتصاد النقدي والمصرفي"، دار المنهل اللبناني للنشر والتوزيع، لبنان، 2006، ص 69.

2- عبد الرحمن يسري أحمد، "اقتصاديات النقود والبنوك"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2003، ص 39.

3- عبد المجيد قدي، "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييمية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 64.

4- ماجدة مدوخ، "فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في ظل الإصلاحات الراهنة: دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير غير منشورة، تخصص نقود وتمويل، العلوم الاقتصادية، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2002-2003، ص 09.

5- وهو ما نصت عليه المادة 04 من قانون النقد والقرض: «يعود للدولة امتياز إصدار الأوراق النقدية و القطع النقدية في التراب الوطني، ويفوض حق ممارسة هذا الامتياز للبنك المركزي الخاضع لأحكام الباب الثاني من الكتاب الثاني من هذا القانون دون سواه».

6- بلعزوز بن علي، "محاضرات في النظريات والسياسات النقدية"، مرجع سابق، ص 167.

وبالتالي فإن العنصرين الأول والثاني يشكلان المتاحات النقدية أو الكتلة النقدية بالمعنى الضيق M1 وبإضافة العنصر الثالث يتم الحصول على الكتلة النقدية بالمعنى الواسع M2

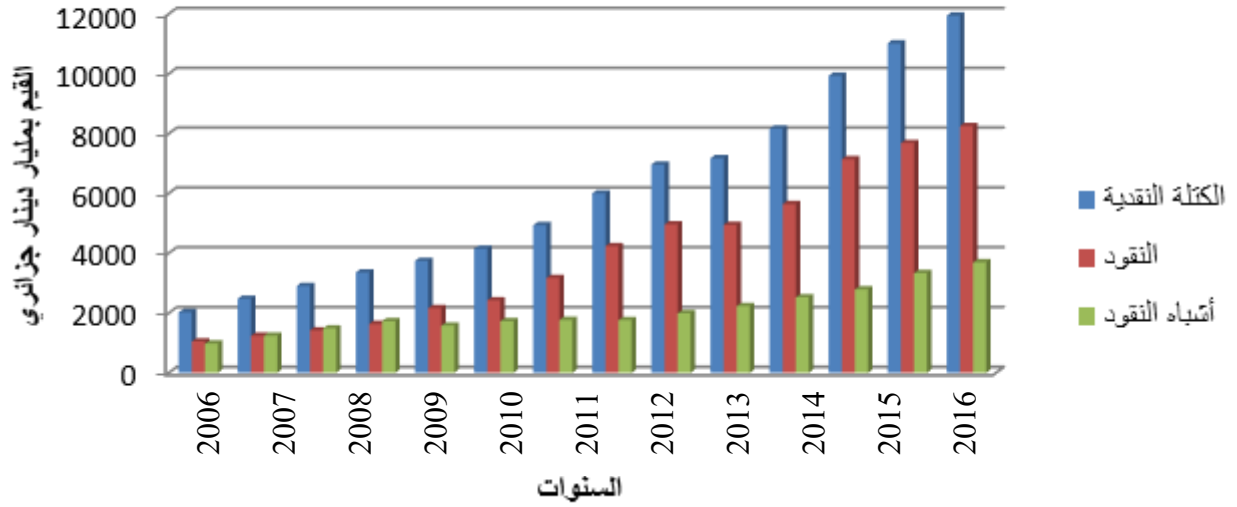
الجدول رقم (2-1): تطور الكتلة النقدية في الجزائر للفترة (2006-2016) الوحدة: (مليار دينار)

السنوات	النقدية القانونية	النقدية الكتابية	النقدية القانونية	النقدية الكتابية	النقدية M1	النقدية القانونية	النقدية الكتابية	النقدية القانونية	النقدية الكتابية	النقدية M1	النقدية القانونية	النقدية الكتابية
2006	18.7	4933.7	30.8	1766.1	1081.4	2086.2	3167.6	30.8	1766.1	1081.4	2086.2	3167.6
2007	21.5	5994.6	33.7	1761.0	1284.5	2949.1	4233.6	33.7	1761.0	1284.5	2949.1	4233.6
2008	16.0	6955.9	17.3	1991.0	1540.0	3424.9	4964.9	17.3	1991.0	1540.0	3424.9	4964.9
2009	03.1	7173.1	-0.4	2228.9	1829.4	3114.8	4944.2	-0.4	2228.9	1829.4	3114.8	4944.2
2010	13.8	8162.8	14.0	2524.3	2098.6	3539.9	5638.5	14.0	2524.3	2098.6	3539.9	5638.5
2011	19.9	9929.2	24.1	2787.5	2571.5	4570.2	7141.7	24.1	2787.5	2571.5	4570.2	7141.7
2012	10.9	11015.1	7.5	3333.6	2952.2	4729.2	7681.8	7.5	3333.6	2952.2	4729.2	7681.8
2013	8.4	11941.5	7.4	3691.7	3204.0	5045.8	8249.8	7.4	3691.7	3204.0	5045.8	8249.8
2014	8.2	12400.1	7.1	3697.8	3289.1	5089.2	8289.4	7.1	3697.8	3289.1	5089.2	8289.4
2015	7.6	12101.5	7.5	3740.1	3316.5	5144.8	8355.1	7.5	3740.1	3316.5	5144.8	8355.1
2016	7.1	12866.1	8.0	3709.5	3411.5	5216.5	8398.5	8.0	3709.5	3411.5	5216.5	8398.5

Source: Rapports annuels de la Banque d'Algérie sur «Evolution économique et monétaire en Algérie » : Rapports 2008 et 2016

عرفت الكتلة النقدية عدة تطورات ألفت بظلالها على الاقتصاد ككل. فمن خلال الجدول السابق يتضح أن الكتلة النقدية تضاعفت بين الفترة 2006-2016 بست مرات تقريبا ، حيث بلغت 11941.5 مليار دينار سنة 2013 مقابل 2022.5 مليار دينار سنة 2006، وهو ما يبيئه الجدول (2-1) بوضوح:

الشكل (1-2) تطور الكتلة النقدية في الجزائر 2006 - 2016



المصدر: من إحصائيات الجدول (2-1).

وتعتبر النسبة 22.3% التي سجلت سنة 2007 الأعلى خلال فترة الدراسة كلها، ويرجع تفسير ذلك إلى عاملين أساسيين هما: الزيادة في الأرصدة النقدية الصافية الخارجية، والانطلاق في تنفيذ برنامج الإنعاش الاقتصادي الذي أقرته الدولة في أبريل 2007 حيث خصص له مبلغ 7 ملايين دولار أمريكي (520 مليار دينار) لمدة متوسطة تمتد إلى ثلاث سنوات، ابتداء من أبريل 2007 إلى غاية أبريل 2010، والذي كان يهدف بشكل رئيسي إلى تحقيق التوازن الجهوي وتنشيط الاقتصاد الجزائري بالإضافة إلى إنشاء مناصب شغل ومكافحة الفقر، ثم تبعه في ذلك برنامج ثاني غطى الفترة 2005-2009 أطلق عليه برنامج دعم النمو في إطار السعي نحو مواصلة سياسة التوسع في الإنفاق العمومي واستمرار الانفراج المالي مشكلا خطوة غير مسبوقه في التاريخ الاقتصادي الجزائري، وذلك من حيث القيمة المرتفعة له التي بلغت 4203 مليار دينار والذي يهدف بالأساس إلى تعزيز النتائج المحققة في البرنامج السابق.

أدت هذه الإستراتيجية إلى دعم النمو إلى استمرار تزايد حجم الكتلة النقدية، حيث انتقلت من 4146.9 مليار دينار سنة 2005 إلى 4933.7 مليار دينار سنة 2009 وهي السنة التي سجلت فيها M2 أضعف نسبة لها نتيجة تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على الوضعية المالية لشركات قطاع المحروقات<sup>1</sup>، ليعود التوسع النقدي بوتيرة 13.8% M2 سنة 2010 ثم 8.4% سنة 2013.

## 2- احتياطيات الصرف الأجنبي والعرض النقدي في الجزائر :

1- إن شبه سيطرة التمويل الذاتي في هيكل تمويل هذا البرنامج للاستثمارات أدى إلى تقلص كبير لودائع قطاع المحروقات (40.50%) سنة 2009. اطلع على:

Rapport annuel de la Banque d'Algérie sur « Rapport 2009, Evolution économique et monétaire en Algérie », juillet 2010, p 161.

سيتم مناقشة الوفرة المالية للجزائر خلال فترة الدراسة من خلال مقابلات الكتلة النقدية بالتركيز على صافي الأصول الخارجية ونسبة تغطيتها للكتلة النقدية M2 ما ثم دراسة بعد ذلك لأهم مقاييس كفاية

أ - الأساس الاقتصادي للغطاء النقدي :

تمثل ما يتم على أساسه إصدار النقد، وتعرف بأنها " مجموع الديون العائدة لمصدري النقد التي تكون سببا للكتلة النقدية"<sup>1</sup>. ولتحديد عناصرها يتم الاعتماد على ميزانية البنك المركزي كما يلي:

### الجدول (2-2): ميزانية البنك المركزي

الكتلة النقدية	غطاء الكتلة النقدية
B أوراق نقدية	OD ذهب و عملات أجنبية -
D الودائع بأنواعها	قروض للخرينة العامة -
	C قروض للاقتصاد -

المصدر: عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، "النقود والمصارف والأسواق المالية"، دار الحامد، عمان، 2004، ص 131. بتصرف.

وبذلك يتضح أن غطاء الكتلة النقدية في الاقتصاد الجزائري يتكون من :

1- احتياطي الصرف الأجنبي: يكتسي أهمية بالغة ضمن مقابلات الكتلة النقدية، وهو عبارة عن تلك الأصول الخارجية التي تكون متاحة بسهولة للسلطات النقدية والتي تتحكم فيها من أجل التمويل المباشر للاختلالات المدفوعة والتنظيم الغير المباشر لكمياتها من خلال التدخل في أسواق الصرف للتأثير في سعر صرف العملة أو لأغراض أخرى<sup>2</sup>. والذي يتكون أساسا من<sup>3</sup>:

الرصيد الذهبي: هو أصل حقيقي يتكون من السبائك والعملات الذهبية الموجودة في البنك المركزي.

العملات الأجنبية: تعتبر أصلا حقيقيا وإن كانت تظهر في شكل نقدي تنجم عن المدفوعات الدولية.

حقوق السحب الخاصة: قروض دفترية ينشئها صندوق النقد الدولي ويستخدمها لمساعدة أعضائه بصورة اختيارية

2- القروض المقدمة للخرينة العمومية: حيث تقترض الحكومة من القطاع البنكي لتمويل عجزها في شكل سلف مباشرة قصيرة الأجل، كما يمكنها إصدار سندات وبيعها<sup>1</sup>:

1- صالح مفتاح، " النقود والسياسة النقدية مع الإشارة إلى حالة الجزائر في الفترة 1990-2000"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، فرع نقود ومالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2002-2003، ص 51.

2- بلقاسم زايري، " كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 07، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2007، ص 47.

3 - طاهر لطرش، "تقنيات البنوك: دراسة في طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع الإشارة إلى التجربة الجزائرية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الرابعة، الجزائر، 2005، ص 40.

3- قروض للاقتصاد: تتمثل في الائتمان الذي تقدمه البنوك التجارية للأعوان الاقتصاديين مباشرة وبخصم الأوراق التجارية أو فتح اعتمادات مما يؤدي إلى خلق نقود الودائع.

ولقد عرفت سنة 2006 ظاهرة نقدية جديدة ميزت تطور الوضعية النقدية، فمستوى صافي الأصول الأجنبية تجاوز الكتلة النقدية لنفس السنة، وفي سنة 2004 غطت صافي الأصول الأجنبية ما نسبته 83.44% من الكتلة النقدية بعد أن كانت لا تمثل سوى 33% سنة 1995.

أما الفترة الممتدة من سنة 2005-2013، فلقد ميزتها تطوّر الوضعية النقدية على أساس تغطية صافي الأصول الأجنبية بشكل كلي للكتلة النقدية، وهو ما يبين الأهمية المتزايدة لدور الأصول الخارجية كمحدد هيكلي للتوسع النقدي في الجزائر بعد أن تجاوزت هذه الأصول منذ نهاية سنة 2005 السيولة النقدية وشبه النقدية في الاقتصاد الوطني، حيث كان الاتجاه العام في تزايد مستمر.

### الجدول (2-3): تطور مقابلات الكتلة النقدية في الجزائر للفترة (2006-2016)

الوحدة: (مليار دينار)

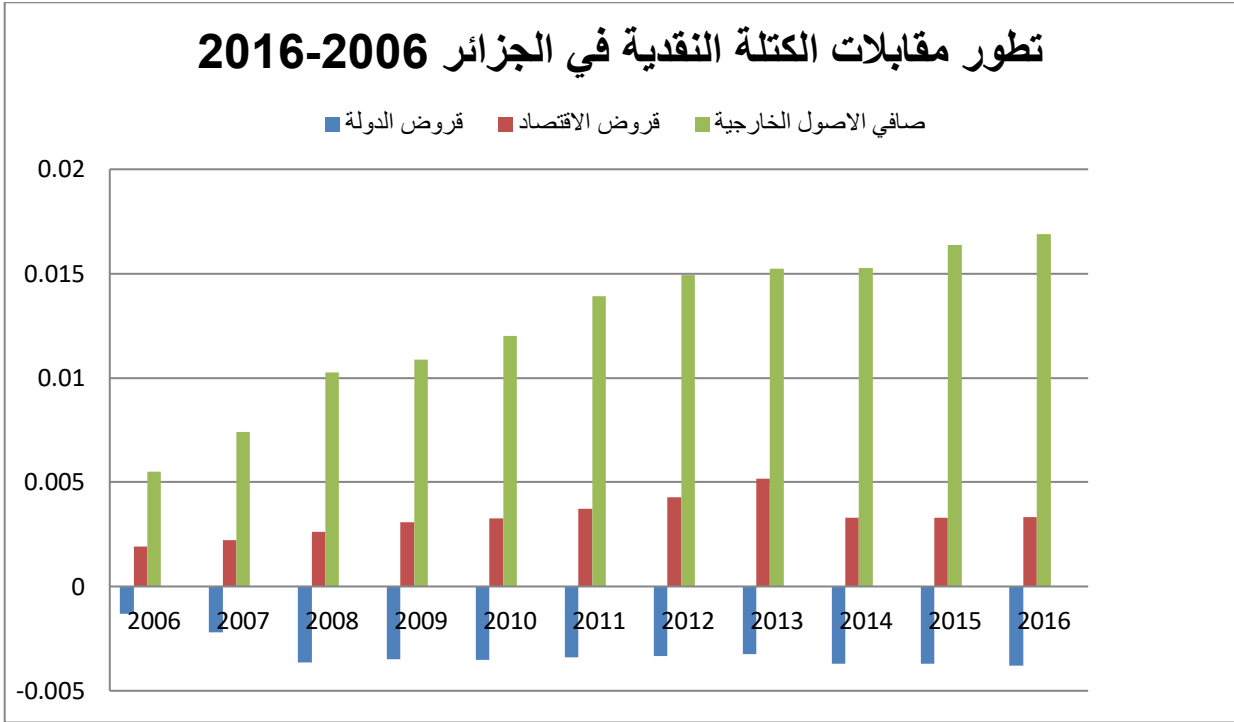
السنوات	قروض للدولة	قروض للاقتصاد	قروض داخلية	صافي الأصول الداخلية	صافي الأصول الخارجية
2006	-1304.1	1905.4	601.3	-581.4	5515.0
2007	-2193.1	2205.2	12.1	-	7415.5

1- هيل عجمي الجنابي ورمزي ياسين يسع أرسلان، "النقود والمصارف والنظرية النقدية"، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 70.

1420.9					
10246.9	-	-1011.8	2615.5	-3627.3	2008
3291.0					
10886.9	-	-402.8	3086.5	-3488.9	2009
3712.9					
11997.0	-	-242.8	3268.1	-3510.9	2010
3834.2					
13922.4	-	-319.9	3726.5	-3406.6	2011
3993.2					
14940.0	-	953.6	4287.6	-3334.0	2012
3924.8					
15225.2	-	1920.6	5156.3	-3235.4	2013
3283.6					
15251.8	-	1988.5	3286.5	-3699.2	2014
3321.5					
16363.8	-	-511.9	3298.2	-3702.5	2015
3386.1					
16882.6	-	-589.2	3311.0	-3785.1	2016
3389.7					

Source :Rapports annuels de la Banque d'Algérie sur» Evolution économique et monétaire en Algérie : « Rapports 2008 ,et 2016

وهكذا تبرز مجاميع صافي الأصول الخارجية في تطوير الوضعية النقدية للسنوات 2006-2013 كشبه مورد وحيد لإصدار النقود من طرف النظام البنكي، مما يؤكد أن الاحتياطات الأجنبية أصبحت المقابل الرئيسي للكتلة النقدية في الاقتصاد الوطني ، و الذي تلعبه الاحتياطات الأجنبية في عملية إنشاء النقود في الجزائر.



المصدر: من إحصائيات الجدول (2-3).

وبالمقابل عرفت تغطية الكتلة النقدية بالقروض الموجهة للدولة (للخزينة) ظاهرة جديدة اعتباراً من نهاية 2006 وهو أن الخزينة العمومية هي التي أصبحت تشكل دائناً صافياً للنظام البنكي، بالنظر إلى أهمية صندوق ضبط الإيرادات، وذلك بالرغم من لجوئها في سنة 2006 إلى التسبيقات الاستثنائية لبنك الجزائر بمبلغ 627.8 مليار دينار، تم استعمالها للتسديد المسبق للدين المتأتي من إعادة الجدولة<sup>1</sup> ونتيجة لذلك تم تحويل جزء من الدين الخارجي المتأتي من إعادة الجدولة إلى دين داخلي على الخزينة لصالح بنك الجزائر ودون الاقتطاع من صندوق الضبط، وهو ما يرفع من مبلغ الدين العمومي الداخلي الذي زادت تغذيته من جهة أخرى بواسطة عمليات إعادة شراء الديون البنكية الغير الناجعة، وهو ما يفسر تواصل ارتفاع مبالغ قروض للدولة بالقيم السالبة منذ سنة 2004 إلى غاية 2013.

أما القروض الموجهة للاقتصاد فقد شهدت منذ سنة 2006 اتجاه عام تصاعدي إلى غاية 2013، وذلك حتى في عز الأزمة المالية العالمية لتبلغ هذه القروض 3086.5 مليار سنة 2009 بمعدل نمو 18% مقارنة بسنة 2008 لتبلغ 3268.1 مليار سنة 2010 ثم 3.5156 مليار دينار سنة 2013.

1- التقرير السنوي لبنك الجزائر حول، "التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر"، أكتوبر 2007، ص 159.

### المطلب الثاني : العلاقة بين الاحتياطات الأجنبية وسعر الفائدة في الجزائر

يعتبر سعر الفائدة كظاهرة نشأة واستمرت تبعا لمراحل تطور النقود والتي احتلت مكانا مرموقا في الفكر الاقتصادي، كما شكلت نقطة خلاف بين المفكرين والفلاسفة وفي صيغ توظيفه واستخدامه في الاقتصاديات النامية، وان التحديد الإداري له سبب معانات الدول النامية.

فالفائدة هي ما يدفع مقابل استعمال النقود، أما سعر الفائدة فيمثل " الثمن الذي لا بد أن يدفعه المقترضون للحصول على قوة شرائية حالية مقابل قوة شرائية مستقبلية"<sup>1</sup> أما كارفر في كتابه " توزيع الثروة " فقد عرف الفائدة على أنها " العامل الذي يقود اللامنفعة الحدية للامتناع والإنتاجية الحدية لرأس المال إلى التساوي أو التوازي " ويعد تحرير سعر الفائدة أحد أهم الدعائم الرئيسية في إستراتيجية الإصلاح المالي للاقتصاديات الهشة

إذ تلجأ السلطات النقدية لرفع سعر البنك عندما يكون الإنفاق الكلي أكبر من قدرات الاقتصاد الإنتاجية

أما في حالات كون الأسعار خارج نطاق توازنها، فبذلك تعمل السلطات النقدية في إطار تنفيذ عملياتها المتعلقة بإدارة السيولة وفق لما تحدد بموجبه معدلات نمو الكتلة النقدية بنسب توازي التدفقات

الحقيقية من السلع والخدمات، كما أن للسياسة المالية لها تأثير مباشر على أسعار الفائدة، كون أن الميزانية العامة المعدة في حالات العجز، تلزم السلطات المالية على إصدار حوالات الخزينة لسد العجز المتوقع، كون أن الاقتراض من خلال إصدار سندات حكومية جديدة، أو أدونات خزينة في الأسواق المالية تؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة (ارتفاع تكلفة الاقتراض)، ومن ثم ينخفض الإنفاق الاستثماري، والذي يؤثر بدوره على الطلب الكلي، والذي ينعكس سلبيا على السياسة المالية التوسعية ويقلل من فاعليتها، ويمكن للبنك المركزي الحد من الاستثمار السلبي وفقا للحالتين التاليتين<sup>2</sup>:

1- إتباع البنك المركزي سياسة نقدية توسعية من خلال شراء سندات حكومية في السوق المفتوحة

2- زيادة كمية النقود في التداول وهذا ما تؤيده المدرسة النقدية، حيث إذا كان الإنفاق

الاستثماري الخاص قليل المرونة بالنسبة للتغير في سعر الفائدة، فإن الارتفاع في سعر الفائدة الناتج عن السياسة المالية التوسعية سوف يكون تأثيره ضعيف على الإنفاق الاستثماري قليل المرونة، وهذا ما تؤيده المدرسة النقدية وعلى أساس ذلك فإن معدل الانتشار المصرفي الواسع (الفرق بين الفائدة الدائنة والمدينة) ظهر ما اصطلح عليه بظاهرة) الإزاحة الخارجية للمخاطر وذلك في إطار تشجيع ضعف الوساطة

1- سوزي عادل ناشد، الاقتصاد السياسي، النظريات الاقتصادية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2008، ص 326.  
2- فليح حسين خلف، السوق المالية والنقدية، عالم الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان الاردن، 2006، ص 181.

المصرفية ، ومن ثم لجأت العديد من المصارف إلى تعظيم الاستثمار بالسيولة ، وهو ما يعرف ( بالتسرب الداخلي) والمتمثلة في محافظ البنك المركزي الخالية من المخاطر وقد لجأت الجزائر إلى سياسات الحد من القدرات المصرفية في منح الإقراض ، وذلك من خلال اللجوء إلى العديد من الصيغ سواء ما تعلق منها سقف إعادة الخصم وسعره ، أو سياسات تسقيف الفوائد المدينة مع سقف هامش الربح المصرفي ومزادات القروض من طريق المناقصات ، أو شروط إعادة تمويل البنوك التجارية بالإضافة إلى تحديد سقف ائتمانية متعلقة بالقروض الممنوحة للمؤسسات العمومية الغير مهيكلة<sup>1</sup>.  
بدا من سنة 2000 تعيش المنظومة الجزائرية حالة سيولة هيكلية مفرطة ، تبعا للطفرة المالية الناتجة عن زيادة حجم الاحتياطات الأجنبية ، وتبعا للسلفات النقدية التي تمنحها الخزينة العمومية للبنوك الحكومية لضمان إعادة رسملتها والتخفيض الجزئي لديونها<sup>2</sup>. ونظرا إلى عدم كفاية أداة الاحتياطي الإلزامي<sup>3</sup> حتى بعد رفع معدله سنة 2008 إلى 6.5 بالمائة .

مقابل 6.25 بالمائة سنة 2007 ، فقد لجأ البنك المركزي الجزائري إلى أداة استرجاع السيولة، جراء المرونة التي تتميز بها هذه الأداة ، إذ يمكن تعديلها يوما بعد يوم ، ناهيك عن عدم إجبارية استرجاع السيولة ، ما يتيح الفرصة لكل بنك في إمكانية تسيير سيولته . ولقد ساهمت هذه الوسيلة في امتصاص كمية هائلة من السيولة النقدية مع السماح في التحكم الأمثل في السيولة ، جراء نجا عنها مع سهولة تكيفها وفقا لمعطيات السوق الداخلية .

وقد لجأت الجزائر إلى العديد من الطرق في تكيف معدل الفائدة وفقا لحاجة النشاط الاقتصادي مع اعتبارات نمو احتياطات الصرف الأجنبي وذلك وفقا للآليات التالية :

### 1- آلية الاحتياطي الإجمالي :

والتي تقوم أساسا على تجميد جزء من الودائع التي تحصلت عليها البنوك التجارية في حساباتها لدى البنك المركزي ، من خلال رفع نسبة الاحتياطي في الحالات التي يريد فيها البنك المركزي تقليص العائد ، في حين يلجأ إلى فرض معدلات متدنية في الحالات التي يزيد فيها حجم الإقراض النقدي ، وتعتبر سياسة الاحتياطي الإجمالي في الجزائر ، من الآليات الرقابية التي استحدثها القانونون 90-10 إذ خصها بمادة حددت صلاحيات بنك الجزائر في فرض هذه النسبة بما يتعدى 28 بالمائة إلا في الحالات الضرورية المنصوص عليها قانونا<sup>4</sup>.

غير أن الأمر 03-11 المعدل والمتمم للقانونون 90-10 لم يذكر أداة الاحتياطي الإجمالي بصورة مباشرة ، غير أن بنك الجزائر أعاد تقنينها عبر تعليمة صادرة سنة 2003<sup>5</sup> والتي حدد من خلالها خضوع مختلف الودائع "الجارية لأجل ، سندات الصندوق ، دفتر التوفير

1- نظرة عن السياسة النقدية في الجزائر ، لجنة آفاق التنمية الاقتصادية والاجتماعية ، مشروع تقرير لدى المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي ، الدورة العامة العادية السادسة والعشرون ، يوليو 2005، ص 51 .

2-Farouk Nemouchi , « Chocs pétroliers et déséquilibres monétaires en Algérie »Revue du Sciences Humaines (Université mentouri) , vol.B,no.31 (juin2009),p7.

3- قرر بنك الجزائر رفع معدل الاحتياطي الإلزامي إلى 8 بالمائة ابتداء من منتصف جانفي 2008

4- القانونون 90-10 ، المادة 93

5 Règlement nos.04-02 du 4 mars 2004fixant les conditions de constitution des réserves minimales obligatoires

، الودائع المشروطة في عمليات الاستيراد "المعدل الاحتياطي الإجباري والذي يمكن أن يصل حتى إلى 15 بالمائة ، ويتم تحديد وعاء الاحتياطي بصورة منتظمة شهريا ، مع إمكانية منح بنك الجزائر عائد على الاحتياطي الإجباري في شكل فائدة يتم حسابها انطلاقا من حجم الاحتياطات ومدة مكوثها لدي بنك الجزائر<sup>1</sup>.

## 2-آلية استرجاع السيولة بالمناقصة :

تعتبر آلية استرجاع السيولة بالمناقصة من طرف بنك الجزائر احدي التقنيات التي استحدثها البنك كأسلوب لاسترجاع فائض السيولة ، وقد دخلت هذه الآلية ابتداء من أفريل 2002 ، والتي تعتمد أساسا على استدعاء بنك الجزائر للبنوك التجارية المشكلة للجهاز المصرفي بالتزامها بوضع اختياريًا حجما من سيولتها في شكل ودائع لمدة 24 ساعة<sup>2</sup> أو لأجل مقابل n استحقاقها لمعدل فائدة ثابت يحسب على أساس فترة الاستحقاق 360 وذلك عبر مناقصة يعلنها بنك الجزائر ، وتعتبر آلية استرجاع السيولة بالمناقصة أسلوبا مماثلا لآلية المزادات على القروض التي استخدمها بنك الجزائر بدا من سنة 1995 من أجل تمويل البنوك

التجارية حين عانت من عجزا في السيولة ، غير أن حالة الإفراط في السيولة والتي أصبحت تعاني منه البنوك التجارية بعد سنة 2001 جراء زيادة حجم الاحتياطات الأجنبية دفعت بنك الجزائر إلى استخدام الأمر نفسه<sup>3</sup>، وذلك من خلال تحول البنوك التجارية إلى مقرض والتي تمنح المرونة الكافية لبنك الجزائر في تحديد سعر الفائدة المتفاوض عليه وفي حجم السيولة التي يرغب بسحبها من السوق المالي والتي لا يمكن تحقيقها عبر سياسة الاحتياطي الإجباري .

## 3- تسهيله الوديعة المغلة للفائدة :

جاء تطبيق آلية تسهيله الوديعة المغلة للفائدة انعكاسا لاستمرار ظاهرة فائض السيولة في النظام المصرفي الجزائري جراء تراكم الاحتياطات الأجنبية التي عرفها الاقتصاد الجزائري ، والتي تقوم أساسا على منح البنوك التجارية قروض لبنك الجزائر تستحق عنه فائدة على أساس فترة الاستحقاق وبمعدل فائدة ثابت يحدده بنك الجزائر<sup>4</sup>.

وعلى الرغم من حداثة تطبيق هذه الآلية إلا أنها مثلت أكبر الأدوات نشاطا سنة 2008 ، كون أن معدل الفائدة على التسهيلة الخاصة بالوديعة يمثل معدل فائدة مرجعي بالنسبة لبنك الجزائر والسوق النقدية في ظل انعدام عمليات إعادة الخصم ، أو عمليات إعادة التمويل ولقد تمكن بنك الجزائري من خلال هذه الآلية في استرجاع سيولة معتبرة ناتجة عن عدم التوازن في حجم الإصدار النقدي القائم على أساس الاحتياطات الأجنبية ، كما أن معدل الاحتياطي الإجباري المستهدف في ألمدي القصير من طرف البنك المركزي لايمكن استهدافه إلا عن طريق تفعيل أدوات كفيلة بتحقيقه في السوق النقدي لاسيما

1 : الحاج شوار ، مرجع سبق ذكره ، ص 410

2 : محمد لكساني ، "تطورات الوضعية النقدية والمالية في الجزائر " مداخلة محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني (أكتوبر 2001).

3 : Instruction Banque d'Algérie ,no.02-2002 du 11avril2002 portant Introduction de la reprise de liquidité sur le marché monétaire.

4 Instruction Banque d'Algérie, no.04-05 du 14Juin 2005 relative à la facilité de dépôt rémunéré.

والزيادة المفرطة في حجم الاحتياطيات الأجنبية التي عرفها الاقتصاد الجزائري ابتداء من 2006 وهو ما تظهره بيانات البنك المركزي في إحصائياته الدورية  
جدول رقم (2-4) تطور احتياطي الصرف حسب معدل الفائدة  
مليار دولار

السنوات	احتياطي الصرف	معدل الفائدة على الاحتياطي الإجمالي	معدل الفائدة على استرجاع السيولة 7 أيام	معدل الفائدة على استرجاع السيولة لثلاثة أشهر
2006	77.78	1	1.25	2.01
2007	110.18	1	1.85	2.41
2008	143.10	0.85	1.25	2.44
2009	148.91	0.5	0.75	2.51
2010	162.22	0.5	0.75	2.00
2011	182.22	0.5	0.75	2.01
2012	190.66	0.5	0.74	2.09
2013	194.01	0.5	0.72	2.11
2014	178.93	0.5	0.65	2.45
2015	159.91	0.5	0.55	2.61
2016	144.10	0.5	0.45	2.11

**المصدر :** النشرة الإحصائية الثلاثية لبنك الجزائر ن العدد 45 مارس، 2017 ص 21  
كما يلاحظ تذبذب في معدلات الفائدة على عمليات استرجاع السيولة الأسبوعية ما يبين ديناميكية هذه السياسة في ألمدي المتوسط والطويل .  
من خلال ما سبق فإن التنسيق بين الأدوات الثلاثة للسياسة النقدية ، مكن بنك الجزائر من ممارسة سياسة نقدية هدفها الأساسي التحكم في الفائض الهيكلي للسيولة المصرفية الناتج عن نمو حجم احتياطيات الصرف الأجنبي ، خاصة وأنه تم تعزيز الاحتياطي الإجمالي كأداة فعالة للسياسة النقدية .

**المطلب الثالث : العلاقة بين الاحتياطيات الأجنبية وسعر الصرف في الاقتصاد الجزائري.**  
تعد سياسة الصرف من ضمن السياسات المتعددة التي تلجأ إليها السلطات النقدية من أجل إدارة الاقتصاد الوطني ودعم نموه ، والحد من اختلالات توازنه وذلك من خلال العمل على تكييف سياسات سعر الصرف حسب المعطيات الاقتصادية ، وقد عرفت الجزائر مشاكل عويصة في ميزان مدفوعاتها الخارجية ، وتوازنها الاقتصادية لأسباب عديدة أهمها تراجع معدلات النمو الاقتصادي، ارتفاع معدلات الفائدة مع ضعف الإنتاج والإفراط في الإصدار النقدي ومن هنا سنحاول التطرق لموضوع سعر الصرف في الاقتصاد الجزائري مع تأثيره على الاحتياطيات الأجنبية وسبل استغلاله من طرف السلطات النقدية الجزائرية .

فسعر الصرف عبارة عن سعر عملة مقوم بعملة أخرى ، أو هو السعر المحلي للعملة الأجنبية ، أو هو عبارة عن عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي يستطيع المقيم في دولة ما شراءها مقابل وحدة واحدة من العملة المحلية<sup>1</sup>، كما يمكن القول أن سعر الصرف بالنسبة لعملة دولة ما هو عبارة عن عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي تعادل وحدة واحدة من العملة المحلية ، أو عدد الوحدات من العملة المحلية التي تعادل وحدة واحدة من العملة الأجنبية<sup>2</sup>.

وهناك مجموعة من العوامل المؤثرة في سعر الصرف يمكن توضيح أبرزها كما يلي<sup>3</sup>:

1 كمية النقود : إذ يؤدي الإفراط في الإصدار النقدي وتزايد كمية النقود في بلد ما إلى ارتفاع مستوي الأسعار المحلية ، والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض القدرة التنافسية لسلعة ما مقارنة مع السلع الأجنبية ، والذي يؤدي بدوره إلى زيادة الواردات مع انخفاض حجم الصادرات لنفس السلعة ، الأمر الذي ينعكس سلبا على قيمة العملة المحلية تجاه العملات الأجنبية .

2 أسعار الفائدة : حيث تتحرك رؤوس الأموال الأجنبية بين اقتصاديات الدول وفقا للعائد المالي ، أو معدل الفائدة ، إذ أن ارتفاع أسعار الفائدة في بلد ما كفيل بتشجيع رؤوس الأموال على الانتقال نحو ذلك البلد ، مما يعني زيادة عرض العملات الأجنبية .

3 عجز الميزانية العامة : كما أن عجز الميزانية العامة غالبا ما يؤثر في سعر الصرف ، فحينما تقوم الحكومة بإتباع سياسات مالية توسعية مبنية على زيادة الإنفاق العام ، فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة حجم

الأجور ، ومن ثم زيادة الطلب الكلي ، وبافتراض الاستغلال الكلي للموارد المتاحة (كما هو الحال في الدول المتقدمة) ، أو عدم مرونة الجهاز الإنتاجي ( كما هو الحال بالدول النامية ) فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع مستوي الأسعار وبالتالي انخفاض قيمة العملة المحلية .

4 الأذواق والتفضيلات : كون أن تغير التفضيلات لسلعة ما أو خدمة من شأنه أن يؤثر في سعر صرف تلك العملة المحلية لذلك البلد ، فعلي سبيل المثال فإن زيادة طلب المستهلكين المحليين على السلع الأجنبية سيؤدي بالضرورة إلى رفع سعر صرف العملة الأجنبية مقارنة بالعملة المحلية ، وذلك لزيادة طلب المستهلكين المحليين على العملة المحلية المخصصة لاقتناء السلع الأجنبية ، كما أن للتوقعات المستقبلية (المتفائلة أو المتشائمة) أثرها البارز في التأثير على سعر الصرف .

زيادة الدخل كأحد الأهداف التوسعية للسياسة المالية مع افتراض جمود العرض ، فإن ذلك سيؤدي إلى

زيادة الطلب الكلي وارتفاع الأسعار ومن ثم انخفاض قيمة العملة المحلية ، فضلا عن ذلك سيزداد الطلب على السلع المستوردة ، (ومن ثم زيادة الطلب على العملة الأجنبية

<sup>1</sup> P.H Lindert et T.Pugel :Economie Internationale , Economica , 10éme édit, Paris,1997,P456

<sup>2</sup>: فليح حسين خلف : التمويل الدولي ، ط1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ، عمان 2004، ص57.

<sup>3</sup> : مايكل بورديو : المنظور التاريخي لاختيار نظام سعر الصرف ، مداخلة علمية في إطار "نظم سياسات سعر الصرف" ، معهد السياسات الاقتصادية صندوق النقد العربي بالتنسيق مع صندوق النقد الدولي ، أبو ظبي 16-17 ديسمبر 2002، ص ص 23-24 .

والذي سيؤدي بدوره إلى انخفاض قيمة العملة المحلية تجاه الوحدة الواحدة من العملة الأجنبية ( والعكس في الحالة الانكماشية .  
إن المتتبع لواقع تطور سعر الصرف في الاقتصاد الجزائري للفترة الممتدة من 2006 إلى غاية 2016

**جدول (2-5) خاص بتطور مؤشرات احتياطي الصرف مع معدل سعر الصرف للفترة ( 2006-2016 )**

السنوات	احتياطي الصرف	معدل سعر الصرف الدينار/الدولار	معدل سعر الصرف الدينار/اليورو	نسبة زيادة معدل سعر الصرف
2006	77.78	72.64	91.2	-0.22
2007	110.18	69.3	95.0	-0.34
2008	143.10	64.5	94.8	0.17
2009	148.91	72.6	101.2	0.25
2010	162.22	74.3	103.4	0.27
2011	182.22	72.8	102.2	0.30
2012	190.66	77.5	102.1	0.31
2013	194.01	79.3	105.4	0.32
2014	178.93	99.5	108.1	0.34
2015	159.91	98.4	110.2	0.34
2016	144.10	110.3	116.5	0.36

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد على البنك المركزي الجزائري ، النشرة الإحصائية السنوية  
Source :www bank-of Algéria.dz/march2.htm

حيث نلاحظ مدي تأثير الضغوط التضخمية التي ولدها حجم الإنفاق العام ، ومن ثم زيادة الطلب الكلي على السلع والخدمات ، ونظرا لعدم قدرة الناتج المحلي تغطيتها ، مما أدى إلى حدوث ضغوط تضخمية في سعر صرف الدينار الجزائري فضلا عن المستوي العام للأسعار .

ففي الوقت الذي تحسن فيه متوسط سعر صرف الدينار الجزائري تجاه الدولار الأمريكي من سنة 2006 نجده قد تراجع إلى 63.88 و 60.2 دينار للدولار وذلك عامي 2008 و 2009 على التوالي ، ليرتفع بعد ذلك حتى يناهز 74.3 دينار للدولار عام 2010 في حين سجل في السنوات اللاحقة انخفاضا في قيمته حتى وصل إلى غاية 69.5 و 68.1 دينار للدولار للسنوات 2011 و 2015 على التوالي .

إن التراجع النسبي الذي عرفته أسعار صرف الدينار الجزائري في السنوات الأخيرة من الدراسة ، لا ينفى في الوقت نفسه الاستقرار الذي شهدته لمعظم السنوات ، فضلا عن الحد من ظاهرة الدولار ، من خلال تطور سعر الصرف وكبح توقعات التضخم الجامحة ولاسيما بعد اعتماد البنك المركزي الجزائري على نظام التعويم المدار والذي يستند إلى تراكم الاحتياطات الأجنبية ، مما أسهم في خفض نسبة التضخم في عام 2011 إلى حوالي ( 0.5% ) مقارنة بعام 2009 ، والذي انعكس بشكل ايجابي على القوة الشرائية

ومما تجدر الإشارة إليه أن مزاد الاحتياطات الأجنبية الذي يديره البنك المركزي يعتمد في أساسه على مبيعات وزارة المالية من الاحتياطات الأجنبية إلى البنك المركزي ، والتي شكلت في حدود 94% من مشتريات البنك المركزي من العملة الأجنبية.

### المبحث الثالث : العتبة الاقتصادية للاحتياطات الأجنبية

إن تحديد الحجم الأمثل من احتياطي الصرف الأجنبي كان من القضايا التي اهتم بها الاقتصاديين نظرا للأهمية البالغة التي تكتسيها تقدير حجم ومستوي الاحتياطات الأجنبية ، فالمستوي الأمثل من الاحتياطات الأجنبية صمام أمان من الصدمات الطارئة والتي يمكن أن تتعرض لها اقتصاديات الدول ، وتبرز أهمية تكوين الاحتياطات الأجنبية حسب المطيات الداخلية والخارجية للدولة ، مع ضرورة التقيد بالحد الكفيل بتغطية احتياجات الدولة دون الإسراف في تكوينه ، جراء الأثر السلبي في تكديس الموارد المالية دون استغلالها ، ومن هنا سنحاول التطرق إلى الكفاية الحدية المثلى للاحتياطات الأجنبية من خلال المطلب الأول ، لنعرج على أهم النظريات المحددة للمستويات المثلى وذلك من خلال المطلب الثاني ، لنختم الموضوع بالتطرق إلى تعقيم احتياطات الصرف الأجنبي وذلك من خلال المطلب الثالث .

### المطلب الأول : الكفاية الحدية المثلي للاحتياطات الأجنبية 1- قياس سيولة الاحتياطات الدولية :

يستند مؤشر السيولة للاحتياطات الأجنبية على الأخذ بعين الاعتبار للعلاقة بين مستوى احتياطي الصرف الأجنبي والغرض الذي من أجله أعدت هذه الاحتياطات الأجنبية ، وقياس الاحتياطات الأجنبية يتم من خلال الاعتماد على مستويين<sup>1</sup>:

#### 1.1 المستوى الأول: قياس الاحتياطات الدولية على المستوى العالمي

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

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

حيث: L: نسبة السيولة (الاحتياطات) الدولية.  
R: مستوى الاحتياطات أو وسائل الدفع الدولية.  
M: قيمة الواردات العالمية.

<sup>1</sup> - رمزي زكي، الاحتياطات الدولية، مرجع سابق، ص 84.

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

والإجابة بالقطع: لغرض مواجهة أحوال الطوارئ، وهي هنا على وجه التحديد العجز في ميزان المدفوعات، حتى لا تضطر إلى تنفيذ إجراءات المواءمة<sup>1\*</sup>، التي عادة ما تكون غير مرغوبة لإعادة التوازن لميزان المدفوعات، وبناء عليه فلو اعتبرنا أن مستوى الاحتياطيات الأجنبية كان كافياً للوفاء بهذا الغرض، فهذا يعني أنه مؤشر إيجابي لمدى كفاية السيولة الدولية و العكس صحيح في حالة عدم كفاية هذه الاحتياطيات، ولذلك استحدثت صيغة أخرى لقياس مدى كفاية السيولة الدولية على المستوى العالمي، تشمل كل بنود ميزان المدفوعات بدلاً من الاقتصار على الواردات كما سبق الإشارة إليه وهذه الصيغة هي:

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

بحيث:  $Dn$ : هي مجموع العجزات الصافية لموازن مدفوعات دول العالم في فترة  $n$ . والرموز الأخرى معرفة سابقاً.

فإذا كانت هذه النسبة تساوي الواحد الصحيح فهذا يعني أن احتياطيات الصرف الأجنبي على المستوى العالمي كافية تماماً لمواجهة أحوال العجز الطارئ في موازين المدفوعات لكل دول العالم، دون أن تضطر تلك الدول إلى إجراءات المواءمة<sup>2</sup> غير المرغوبة، ويعتبر العدد واحد صحيح نسبة مثلى لا يشترط في نظام النقد الدولي أن نصل إليه.

### 2.1. المستوى الثاني- قياس الاحتياطيات الدولية على المستوى المحلي:

عندما نتحدث عن هذا المستوى فإن الأمر يتعلق ببلد ما و خصوصاً البلد النامي\*، إذ أن المقصود بهذا المستوى ينصرف إلى مدى كفاية وسائل الدفع الدولية المتاحة للدولة لمواجهة العجز الطارئ في ميزان مدفوعاتها والمقاييس الأكثر شيوعاً بالنسبة لاقتصاد البلد الواحد هو ذلك المقياس الذي يشير إلى عدد شهور الواردات التي تغطيها احتياطيات الدولة وهو مقياس هام يؤخذ به في الإحصائيات الدولية نظراً لبساطته وقوة دلالاته

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

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

وسهولة حسابه، كما أنه يربط بين الاحتياطات وبين أهم إنفاق بالعملة الأجنبية (الواردات).

و لقياس مدى تغطية الاحتياطات لحاجيات البلد نطبق الصيغة التالية:

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

حيث: L: نسبة الاحتياطات الدولية الصافية.

R: مستوى الاحتياطات الدولية التي بحوزة البلد.

D: مدفوعات خدمة الدول الخارجية و التزاماتها الأخرى.

M: قيمة الواردات.

R0: الاحتياطات الصافية.

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

$$L = L_1 + L_2$$

حيث: L<sub>1</sub>: نسبة الاحتياطات (السيولة) الدولية المملوكة.

L<sub>2</sub>: نسبة الاحتياطات (السيولة) الدولية المقترضة.

وبالتالي يمكن إدراج خدمات الدين والالتزامات الأخرى المشار إليها سابقا بالرمز D إلى النوع الثاني من السيولة الدولية المقترضة L<sub>2</sub>.

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

\* - الاحتياطات الصافية وهي التي تستثنى الالتزامات الخارجية ويعد هذا النوع من أفضل الاحتياطات لأنه يقيس مركز السيولة الحقيقي للبلد.

## المطلب الثاني : النظريات الاقتصادية المحددة للمستويات المثلى من الاحتياجات الأجنبية .

يتعين على السلطة النقدية بادئ ذي بدء أن تحدد ذلك الحجم الملائم للاحتياجات البلد الذي يمكنها من مواجهة الاحتياجات الدورية وامتصاص الصدمات الخارجية الغير متوقعة (ارتفاع أسعار الواردات، نقص حصيللة الصادرات، صعوبات الاقتراض الخارجي، ارتفاع أسعار الفائدة .... الخ)، ولقد رأينا فيما تقدم أن هذا الحجم تحكمه عدة اعتبارات تتفاوت من بلد لآخر، من هنا تبين لنا انه لا يوجد حجم أو مستوى أمثل عام أو مقياس كمي مطلق يصلح لكافة البلدان، فالحجم المناسب والأمن للاحتياجات يجب البحث عنه وتحديداه كميًا في ضوء واقع كل بلد وما يحيط به من ظروف ومشكلات ، بيد أنه في جميع الأحوال يجب ألا يكون هذا الحجم مغالي فيه أو أقل من المستوى الآمن.

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

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

### 1. نماذج أو قواعد تحديد كفاية الاحتياطات:

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

#### 1.1- نسبة الاحتياطات إلى الواردات ( R/IM ) كمؤشر على كفاية الاحتياطات.

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

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

<sup>1</sup> - تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، الفصل الأول، أبريل 2008، ص 19 - 20.

- **الواردات الإنمائية:** وهي تضم مجموعة من السلع والخدمات التي تحتاج إليها الدولة في مجال الاستثمار والإنتاج، مثل الوقود وقطع الغيار والمواد الخام الوسيطة المختلفة والآلات وغيرها من التجهيزات المتعلقة بالإنتاج والاستثمار<sup>1</sup>.
- **الواردات القابلة للضغط:** يمكن أن تصنف أنها شبه كمالية ويمكن الاستغناء عنها مثل السيارات و أجهزة التلفزيون المستحدثة وهواتف الجيل الأخير و المكيفات والرحلات السياحية (عدا العلمية منها) والمؤتمرات الغير ضرورية وغيرها من الخدمات المشابهة.

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

وقد تقوم الدولة أحياناً بزيادة احتياطياتها إذا زاد حجم وارداتها، ومن ثم تؤثر الواردات على الاحتياطيات إيجابياً، ويسمى هذا التأثير الإيجابي للواردات على الاحتياطيات "احتياطيات الأمان" ولذلك غالباً ما نجد أن الدول تعلن عن غطاء الواردات لفترة زمنية اعتماداً على ما تملكه من احتياطي الصرف الأجنبي، وإذا أعقب الواردات الأثران معا فإن الأثر النهائي للواردات على الاحتياطيات يكون محصلة الأثر الأكبر وهنا نسجل حالتين<sup>2</sup>:

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

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

وتجدر الإشارة هنا إلى أنه إذا كان ينظر في الماضي إلى أن 3 شهور تغطية للواردات تعد قدراً ملائماً ومعقولاً للمستوى للأمن للاحتياطيات، فإن الظروف الحالية التي تواجهها البلدان النامية المدينة ربما تتطلب زيادة هذا

1- رمزي زكي، الاحتياطيات الدولية، مرجع سابق، ص 89

2- بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص: 168

الرقم إلى 4 أو 5 أشهر. ومهما يكن من أمر فإنه يتعين على السلطة النقدية أن تجرى دراسات قياسية من واقع التجارب والخبرة التاريخية لتحديد ما يعد نسبة ملائمة وأمنة للاحتياطيات الدولية حسب وضعها الاقتصادي و المالي<sup>1</sup>، ولا يمكن تحديده المستوى المناسب للاحتياطيات دون الرجوع إلى حساب رأس المال إذ أن نسبة الاحتياطيات إلى

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

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

الجدول رقم (6.2) : عدد شهور الواردات التي تغطيها الاحتياطات في بعض اقتصاديات الدول الكبرى

الوحدة: (مليار دولار، %)

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

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

### 1.2- نسبة الاحتياطات إلى عرض النقود بالمعنى الواسع (R/M<sub>2</sub>)

من المؤشرات الأخرى التي تم رصدها كدلالة على كفاية الاحتياطات، خاصة في الفترة الأخيرة في البلدان ذات الأسواق الناشئة هي ما أطلق عليها أنظمة التحذير المبكر لوقوع أزمة مالية (Emerly Warning Systems (EWS) وتشمل نسبة الاحتياطات إلى عرض النقود بالمعنى الواسع (R/M<sub>2</sub>)، هذه النسبة يمكن من خلالها معرفة درجة هروب رأس الأموال التي من شأنها هي الأخرى أن تضغط على الاحتياطات أو قياس درجة الثقة في العملة، ومدى كفاءة النظام المصرفي، ويرى الباحث أن هذه النسبة تكون مفيدة أكثر إذا تم قياس الاحتياطات إلى القاعدة النقدية لأنها تظهر نسبة الأصول الأجنبية (الذهب والعملة الصعبة) التي تم رصدها في عملية الإصدار النقدي وكذلك إذا كان البلد يتبع نظام سعر

صرف ثابت، فإن هذا المؤشر مهم لمواكبة التغيرات من أجل إضفاء نوع من الثقة والمصادقة للعملة.

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

### 1.3- نسبة الاحتياطيات إلى الديون الخارجية قصيرة الأجل (R/STED):

يتم بهذه النسبة مقارنة الاحتياطيات بحجم الديون الخارجية خصوصاً على المدى القصير، هذه المقارنة مفيدة لقياس المخاطر المرتبطة بالتطورات السلبية التي تحدث على مستوى الأسواق المالية الدولية، لأنه عادة سياسات التمويل بالنقد الأجنبي قصيرة الأجل لا تعتمد على الاحتياطيات وإنما بالجوء إلى الاقتراض من الأسواق المالية الدولية، فإذا كانت الديون الخارجية قصيرة الأجل أكبر من الاحتياطيات فهذا ينبئ بوجود خطر فعلي وأكد على الاقتصاد المعني، لأنه عادة ما تتعلق الديون الخارجية قصيرة الأجل بالتعاملات التي يحتاج إليها الاقتصاد ولا يمكن إيقافها أو الحد منها إلا نادراً، مثل تلك المتصلة بالائتمان التجاري الخاص بالواردات من السلع والخدمات، وكذلك فإن نسبة الاحتياطيات إلى الديون الخارجية قصيرة الأجل تقيس قدرة البلد على الوفاء

1- رمزي زكي، الاحتياطيات الدولية، مرجع سابق، ص 91

بالتزاماته الخارجية، وعدم الوفاء بهذه الالتزامات يعني أن البلد يعاني من نقص في السيولة الدولية مما يؤدي إلى هروب رأس المال أيضاً. ويمكن إيجاز أهم العناصر التي لها علاقة مباشرة بالاحتياطيات الأجنبية وذلك من خلال الجدول التالي.

### الجدول (7.2) : عرض بعض المؤشرات التي لها ارتباط مباشر أو غير مباشر بالاحتياطيات:

مؤشرات الاحتياطيات الدولية:	الاستعمال:
1. نسبة الاحتياطيات إلى الواردات	مقياس مفيد لتغطية احتياجات البلد من السلع والخدمات الأجنبية. أهم مؤشر لمدى كفاية الاحتياطي خلال عدد معين من الأشهر القادمة بدلا من الماضية. و هنا نركز على الأسعار المستقبلية للواردات.
2. نسبة الاحتياطيات إلى الديون الخارجية قصيرة	تقيس قدرة البلد على الوفاء بالتزاماته الخارجية

الأجل	
3. نسبة الاحتياطيات إلى النقود بمعناها الواسع	قياس التأثير المحتمل لفقدان الثقة في العملة المحلية وتحديد مخاطر هروب رؤوس الأموال وقياس مدى كفاءة الجهاز المصرفي.
4. نسبة الدين الخارجي إلى الصادرات	تحديد قدرة البلد على سداد الدين الخارجي وبالتالي الحصول على الاحتياطيات المقرضة.
5. نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي	لقياس مدى تحويل الناتج إلى صادرات من أجل تعزيز القدرة على تراكم الاحتياطيات.
6. متوسط سعر الفائدة على الدين الخارجي	لقياس عبء الدين ومن ثم ضبط نسبة استنزاف الديون للاحتياطيات.
7. حصة الديون الخارجية من العملات الأجنبية لإجمالي الدين الخارجي	مؤشر يفيد لقياس أثر تغيرات أسعار الصرف على الدين وبالتالي تؤثر هذه النسبة على الاحتياطيات .

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على عدة مصادر.

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

1- رمزي زكي، فكر الأزمة، دراسة في أزمة علم الاقتصاد الرأسمالي والفكر التنموي العربي، مطبوعات مكتبة مدبولي، القاهرة 1987، ص 121

### المطلب الثالث : تعقيم الاحتياطيات الأجنبية

عمدت العديد من الاقتصاديات الدولية على سند أسس اقتصادية كفيلة بالحد من الآثار السلبية لزيادة الاحتياطيات الأجنبية مقابل الكتلة النقدية المحلية ، وذلك نتيجة للاختلالات الهيكلية المتوقعة على السياسة النقدية ، فعند حدوث فائض في ميزان المدفوعات تزداد حجم الأصول الخارجية للبنك المركزي عن طريق التدخل في سوق الصرف ، لشراء الفائض وقد تزداد أيضا القاعدة النقدية مما يشكل تحديا للسياسة النقدية في ظل تراكم احتياطي الصرف الأجنبي ، ويمكن للبنوك التخفيف من حدة هذه الاختلالات من خلال اللجوء على سياسات التعقيم .

#### 1- مفهوم سياسة التعقيم :

يقصد بسياسة التعقيم حسب الدكتور محمود حميدات " على أنها عدم السماح للتغيرات الكبيرة في حيازة السلطات النقدية من الأصول الخارجية بأن تنتقل إلى القاعدة النقدية ، حيث أن عزل تأثير تغير القاعدة النقدية في المخزون النقدي فعند إذا نقول بأن التغير في الاحتياطيات الدولية تم تعقيمها"<sup>1</sup>.

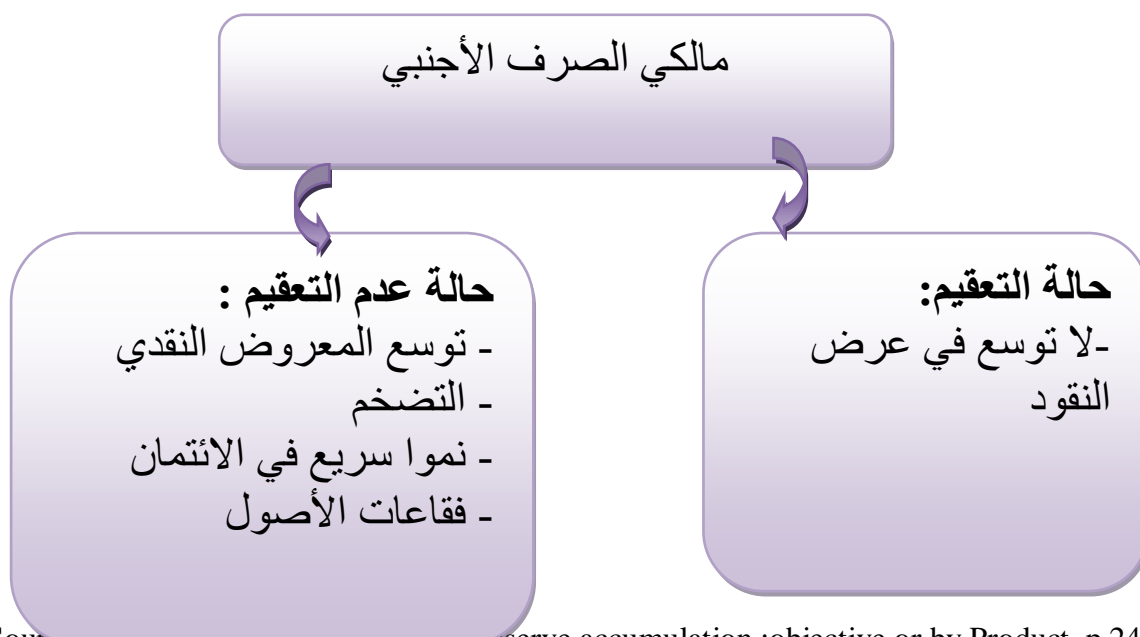
<sup>1</sup> : محمود حميدات ، مدخل للتخليل النقدي ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر 1996 ، ص 20

"بأنها الارتفاع في صافي الأصول الأجنبية الذي يقابله انخفاض في صافي الأصول المحلية كما يعرفها cardarelli - Roberto بهدف الحفاظ على القاعدة النقدية ثابتة"<sup>1</sup>. وتعمل المؤسسات المصرفية على موازنة التأثير النقدي لعمليات الصرف الأجنبي ، وذلك من خلال القيام ببيع العملات المحلية مقابل شراء العملات الأجنبية للحد من ارتفاع سعر صرف العملة المحلية ومن ثم تعقيم الزيادة الناجمة عن العرض النقدي ، وذلك من خلال بيع أوراق نقدية أو وسائل مالية أخرى .

الأصول	الخصوم
صافي الأصول الأجنبية (حدوث تغيير)	القاعدة النقدية (بدون تغيير)
الإقراض للحكومة	عمليات بيع السيولة النقدية (تغيير)
الإقراض للبنوك	رأس المال

المصدر: سايمون غراي ، العمليات النقدية ، مركز الدراسات المصرفية المركزي، الطبعة العربية ، بنك إنجلترا ، لندن ، 2006 ، ص 28 .

### المخطط رقم ( 2-2 ) سياسات تعقيم الاحتياطات الأجنبية



Source: Reserve accumulation: objective or by Product, p 24

2-أدوات التعقيم : إن تعقيم احتياطات الصرف الأجنبي يتم من خلال أدوات سوقية وغير سوقية<sup>2</sup>:

أ – الأدوات السوقية : وذلك من خلال اللجوء إلى السندات الحكومية ، أو سندات البنك المركزي ، والتي تؤدي بالزيادة في الخصوم (سندات التعقيم) ، أو استخدام اتفاقيات إعادة الشراء أو المبادلات وتسهيلات الودائع لليلة واحدة .

<sup>1</sup> Roberto Cardarelli. capital inflos :implications and policy responses.imf working. Paper ,2009,p17.

<sup>2</sup>-Enrique Alberola ;monetary policy and resrve accumulation,work paper ,no 76,2007,bank of espana ,p32.

\* سندات التعقيم: تواجه العديد من المصارف المركزية تحدياً ممثلاً في تحقيق أهدافها في ظل وجود السيولة الفائضة<sup>1</sup> في نظامها المصرفي المحلي ، حيث يمكن للسيولة الفائضة أن تحد من قدرة البنوك المركزية على تحقيق أهدافها التشغيلية وتحقيق الربحية . كون أن سندات البنك المركزي عبارة عن أدوات سوقية تصدر من طرف البنوك المركزية لتخفيف مقابلات الاحتياطات الفائضة ، ويمكن استعمال أوراق البنك المركزي كأدوات استيعاب السيولة الغير مرغوب فيها .  
ب- الأدوات الغير سوقية:

والتي تعتبر ودائع حكومية لدي البنك المركزي ، أو بيع الاحتياطات للحكومة من أجل الوفاء بالديون الخارجية<sup>2</sup>، كون أن مبيعات الاحتياطات الأجنبية للحكومة أهم وسائل تعقيم الأصول المالية

كما تلجأ السلطات النقدية من خلال معدل الاحتياطي الإجباري كون أن متطلبات الاحتياطي الإجباري بمثابة ضريبة على النظام المصرفي ، ويمكن أن تحدث تشوهات في النظام المصرفي التجاري .

**3- اختيار أدوات تعقيم احتياطات الصرف:** إن الاختيار يعتمد أساساً على الأدوات المتاحة ، والتكلفة النسبية لاستخدام مختلف الأدوات<sup>1</sup>:

أ – الأدوات السوقية : إن الأدوات التي لديها درجة عالية من التسويق مثل الأوراق الحكومية وأوراق البنك المركزي ، فهي عموماً أكثر ملائمة من الأدوات الغير سوقية كونها تساعد البنوك المركزية على سحب السيولة الفائضة ، دون التأثير على عمق الأسواق المالية أو تشويه قدرة المؤسسات المالية على الاقتراض ، أما عيوب هذه الطريقة فتتمثل في كون الاحتياطي الإجباري يساعد على إلغاء الوساطة البنكية من خلال تحويل التكاليف للمقترضين<sup>2</sup>:

ب- الأوراق الحكومية مقابل أوراق البنك المركزي:

كلاهما يعتبر التزاماً على القطاع الرسمي ، ومع ذلك قد تكون أسباب تفضيل إصدار الحكومة على آخر ، وعموماً هناك ثلاثة صيغ يمكن التمييز بينهم :

إما اللجوء إلى إصدار أوراق مالية بدلاً من الاعتماد على حكومات الإصدار النقدي. أو اللجوء إلى التعقيم، أو استخدام كلا من أوراق الحكومة مع أوراق البنك المركزي.

**4- آثار التدخل بالتعقيم :**<sup>3</sup>

أ- التكاليف المالية: والتي تنشأ عموماً جراء الاختلاف في معدلات الفائدة بين الدول

1- Garreth Rule ,op-cit ,p8

3- M S MOHANTY ,intervention « what are the domestic consequences ,BIS Papers NO24,2005 p 52.

1-Aaron mehrotra, on the use of sterilization bonds in emerging Asia ,Bis Papers No 66,p15-18

2-M S MOHANTY ,intervention « what are the domestic consequences ,BIS Papers NO24,2005p69

3- Gareth Ruel ,op-cit ,p32

- ب- الاختلالات النقدية المستقبلية: من خلال التأثير على الاحتياطات الأجنبية جراء السياسات النقدية المتبعة على المدى المتوسط والطويل .
- ج- الاختلالات في القطاع المالي: والذي ينشأ أساساً من عمليات التدخل المستهدفة للحد من الآثار السلبية لأسعار الصرف ، والتي ينجر عنها تبعات على السياسة المالية للدولة .
- د- الآثار على الوساطة المالية: إذ أن للجوء إلى الأداة الغير سوقية من شأنه استنزاف السيولة الزائدة ، والتي تنعكس سلباً على النظام المصرفي .

### الخلاصة الفصل:

إن الاختلالات الهيكلية في ميزان المدفوعات التجاري ، لايتأتى إلا من خلال سلبيات استغلال الموارد الأجنبية كون أن الاحتفاظ بالاحتياطات الدولية تنطوي على تكلفة فهي في التحليل النهائي أصول مالية أي نقد أجنبي فضلاً عن الذهب، ومن الممكن استخدامها في أغراض أخرى، ولكن في مقابل تلك النفقة هناك منافع كثيرة تعود على البلد من جراء احتفاظه بهذه الاحتياطات، وهي منافع متعددة (الدفاع عن سعر الصرف، تجنب تطبيق سياسات اقتصادية واجتماعية غير مرغوبة، الحفاظ على الثقة في الإدارة المالية للبلد، ومن ثم تسهيل الحصول على قروض جديدة ... الخ) وواضح أن الإدارة المالية الذكية لتلك الاحتياطات يجب أن تستهدف تعظيم تلك المنافع بالمقارنة مع تكلفة الفرصة البديلة، بيد أن المشكلة التي تواجه الإدارة المالية لتلك الأصول الاحتياطية هي صعوبة قياس تلك التكلفة.

ومهما يكن من أمر فلا بد أن يكون ضمن الأهداف الرئيسية للسلطة النقدية تعويض تكلفة الفرصة البديلة، أو على الأقل جزء محسوس منها، وذلك "بإدارة حافظة الاحتياطات إدارة مربحة وحذرة، والحذر هنا يقصد به تجنب تعريض الاحتياطات للخطر، فلا يجب المغامرة باستثمارها في تقلبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة والمضاربات وعموما فإنه نظرا لعظم هذه المخاطر كون أن استغلال الاحتياطات الدولية فيما بين (الحد الأدنى والضروري) الذي يجب توافره دوما عند درجات عالية من السيولة وللجوء إليه فورا دون تحقيق خسارة لمواجهة الاحتياجات الدورية المتوقعة، وبين تلك (الاحتياطات التحويلة) التي يمكن اللجوء إليها لمواجهة أية صدمات خارجية غير متوقعة فالجزء الأول من الاحتياطات يفترض أن يستثمر في أصول مالية شبه حاضرة أو قصيرة الأجل جدا مما يسهل تسيلها دون خسارة محسوسة، ولهذا ربما تكون ذات عائد منخفض أما الجزء الثاني والمنتقي من الاحتياطات فيمكن استثماره في أصول طويلة الأجل نسبيا بهدف تحقيق عوائد مجزية و بأقل خطر ممكن ، فالإدارة الناجعة للاحتياطات الأجنبية كفيل بتحقيق أهداف حيازتها وتحقيق سبل استثمارها.

الفصل الثالث:

الخيارات الائتمانية في إدارة  
واستخدام احتياطات الصرف الأجنبي

## تمهيد:

لقد احتل موضوع إدارة وتسيير الاحتياطات الأجنبية أهمية بالغة في السياسات الاقتصادية والمالية الدولية ، منذ الحرب العالمية الثانية مكانا مرموقا بين الاقتصاديات العالمية، وقد تعزز هذا الاهتمام في أعقاب الثمانينات وترسخ مع مطلع القرن الواحد والعشرين ، بفعل تفاقم مشكل الفقر و تنامي حدة البطالة و توالي الأزمات الاقتصادية و تنامي حدتها ، وترتكز أسس تسيير وإدارة الاحتياطات الأجنبية على فلسفة الدولة وسياستها الاقتصادية مع طبيعة وحجم الموارد المحلية ، إذ تؤدي فجوة الموارد المالية المتاحة مقارنة مع حجم الالتزامات المالية الأجنبية إلى رهن اقتصاديات الدول أمام خيارات المفاضلة ، بين الاعتماد على المصادر الداخلية من خلال استنزاف الاحتياطات الأجنبية، أو اللجوء إلى المصادر الخارجية من خلال إحلال الرأس المال الأجنبي ، مع آثاره السلبية على الاقتصاديات النامية في المدى المتوسط والطويل ، وتبرز مشكلة الحفاظ على الاحتياطات الأجنبية في شكلها السائل لمجابهة السياسات الاقتصادية والاجتماعية الغير مرغوبة مع السعي لتحقيق العائد وتسيير المخاطر ، كون أن الحفاظ على الاحتياطات الأجنبية في شكلها السائل له تكلفة اجتماعية يتحملها الاقتصاد ، جراء تحييد موارد مالية من الاستثمار في الأسواق المالية، ويتفق الكثير من المحللين الاقتصاديين على أن خاصية الانتفاع من الاحتياطات لا تعتمد على حجمها المتراكم بقدر ما تقوم على فاعلية توظيف واستغلال هذه الاحتياطات ، حسب المعطيات المالية ، والظروف الاقتصادية وبدورها تشمل هذه الإدارة على اختيار وانتقاء التوليفة الملائمة للعناصر التي تتكون منها الاحتياطات حسب حاجة ووضع كل بلد .

و قد أدى تبلور فكرة المصالح المشتركة للبلدان المتقدمة في تنمية الاقتصاديات المتخلفة جراء قناعتها بأن رخاء إحدى المجموعات يتوقف أكثر على رخاء الآخرين و أن فقر إحداها يحد من تقدم الباقيين، إلى تعدد مضامين توظف واستخدام الاحتياطات الأجنبية، و بروز اختلافات بين الاقتصاديين و الكتاب حول مضمون إدارة واستخدام الاحتياطات الأجنبية حسب الخلفيات الثقافية و تباين الاديولوجيات و الاتجاهات الاقتصادية.

ومن هنا سيتم التطرق إلى المدلول الاقتصادي لإدارة احتياطات الصرف الأجنبي من خلال المبحث الأول لنعرج على صيغ استخدام وإدارة الاحتياطات الأجنبية من خلال المبحث الثاني والثالث

## المبحث الأول: ماهية إدارة احتياطي الصرف الأجنبي.

لقد أدت التراكمات المتعددة التي عرفتها الاقتصاديات المختلفة جراء الهوامش المالية المحققة من الزيادات المضطربة في أسعار المحروقات ، إلى بروز حاجة الدول لاستغلال واستثمار هذه الموارد المالية ، وفقا للمعطيات الاقتصادية الدولية ، مع مراعاة ظروف وحاجيات المحيط الاقتصادي للبلد ودون خسارة المكاسب المتوقعة من هذه

الاستثمارات ، وهذا ما أدى إلى بروز تيارات اقتصادية منددة بسوء استغلال وتوظيف هذه المكاسب المالية المتركمة ، وقد تعززت هذه الأفكار وتنامت حدتها بفعل تفاقم مشكل الأزمات المالية وتنامي حدتها لاسيما في أعقاب أزمة الرهون العقارية لسنة 2008 ، وما انجر عنها من تبعات اقتصادية واجتماعية وخيمة على ألمدي القصير والطويل.

و تلعب البني الهيكلية للاقتصاديات المتقدمة دورا بارزا في الإحلال الصناعي بحكم الميزة الفنية للوحدات الإنتاجية، إذ أن الإحلال الرأس مالي أو المهارات الفنية لليد العاملة كفيلة بتغطية الافتقار الطبيعي للثروات الباطنية ، على عكس الدول النامية ذات التكتيف الباطني و ضعف الأوعية الاستثمارية مع الافتقار إلى اليد العاملة الفنية . إن الارتباط القاعدي للبنني الاقتصادية بالبدائل الصناعية ، يمكن تعويضها في حالة نقصانها عن طريق الاستيراد ،على عكس البدائل الطبيعية التي تبقى مقرونة بالبنني التحتية .

و تعد إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من أكبر التحديات التي تواجه الدول التي تراكمت لديها الأصول الأجنبية بفعل ارتفاع أسعار النفط ، غير أن هذه الطفرة البترولية وان تم استغلالها من طرف ، بعض الدول ، في بناء البني التحتية ، وفي مختلف الاستثمارات ذات العائد علي ألمدي المتوسط والطويل إلا أن هذه الطفرة المالية لم يتم استغلالها من طرف بعض الدول النامية .

و من المهم أن نشير إلى أن حقيقة عدم كفاية الإدخارات المحلية طوعيا ، و صعوبة التنبؤ بإمكانية تعبئتها وفق ما تقتضيه حاجيات الوحدات الاقتصادية المختلفة من الاستثمارات ، الأمر الذي يدعو البلدان النامية إلي ضرورة إدارة واستخدام هذه الاحتياطات المتاحة وفقا للظروف والمعطيات الاقتصادية ، وحتى يتسنى لنا التطرق لمفهوم إدارة واستخدام الاحتياطات الأجنبية، حاولنا في هذا الصدد التطرق لهذا الموضوع من خلال

المطلب الأول: مفهوم إدارة احتياطي الصرف الأجنبي

المطلب الثاني : أهمية وأهداف إدارة احتياطي الصرف الأجنبي

المطلب الثالث : المبادئ التوجيهية العامة لإدارة احتياطي الصرف الأجنبي.

### المطلب الأول: مفهوم إدارة احتياطي الصرف الأجنبي

لقد خلقت العلاقة السببية لدرجة ارتباط إدارة واستخدام احتياطي الصرف الأجنبي، بمستوي النمو الاقتصادي ، وما له من تأثير على قدرة القطاعات الاقتصادية في التحكم الأمثل بحجم الاحتياطات ومدي إمكانية تسخيرها في القنوات الاستثمارية اللازمة بما يتوافق والإغراض الاقتصادية للتنمية، إلى بروز العديد من الاتجاهات والآراء حول مدى ارتباط حجم الاحتياطات بمستوي النمو الاقتصادي ، مع زيادة نفوذ نظرية الاقتصاد الحر وسياساته والقبول الواضح والضمني من قبل الاقتصاديين في الدول المتقدمة والنامية وتحويل اهتمامهم ، سواء بشكل جماعي أو فردي ، بعيدا عن مشاكل الفقر وتوزيع الدخل ، فإذا كان اتساع درجة عدم المساواة في توزيع الدخل شرطا ضروريا

لتعظيم النمو الاقتصادي ، وإذا كان هذا النمو في المدى الطويل – يعتبر شرطا ضروريا لرفع مستويات المعيشة للجميع من خلال تقليل أهمية المنافسة والنظم الاقتصادية المختلطة ، فإن الاهتمام المباشر بتخفيف الفقر سوف يهزم من داخله ، غير أن زيادة الاحتياطات الأجنبية، دون نجاعة استغلالها في المدى القصير ، تؤدي إلى حرمان الاقتصاد الوطني من مقومات التوظيف ، إلا أن زيادة الاحتياطات الأجنبية يتيح على المدى الطويل فرضية تحقيق معدلات مرتفعة من الإنفاق لاستثماري ، وبالتالي زيادة حقيقة في الإنتاج والدخل<sup>1</sup> إن الحجة الاقتصادية الأساسية لتبرير عدم المساواة الكبير في الدخل تتلخص في أن الدخل الشخصي المرتفع هو شرط ضروري للادخار الذي يمكن من الاستثمار والنمو الاقتصادي، فإذا كان الأغنياء يدخرون ويستثمرون نسبة هامة من دخولهم بينما الفقراء ينفقوا كل دخولهم على استهلاك السلع ، وإذا كان معدل نمو الناتج القومي الإجمالي يرتبط طرديا مع النسب المدخرة من الدخل القومي ، فيصبح من الواضح أن الاقتصاد الذي به عدم مساواة في توزيع الدخل هو أساس النمو ، في الواقع من المفترض أن الدخل القومي ونصيب الفرد من الدخل كان مرتفعا بدرجة تكفي لإعادة توزيع الدخل عن طريق فرض ضرائب على الأغنياء وبرامج الإعانات للفقراء ، ولكن حتى الوصول لهذه النقطة فإن أي محاولة لإعادة توزيع الدخل تكون وحدها مسولة عن انخفاض معدلات التنمية، وأيضا عن تأخير الزمن عندما تتحقق زيادة كبيرة في الدخل ويتم توزيعها في شكل شرائح كبيرة لكافة مجموعات السكان ، هذا ما جعل الباحثون يركزون على الملول الاقتصادي للإدارة والاستخدام والذي سيتم التطرق له من خلال :

### 1- مفهوم إدارة احتياطي الصرف الأجنبي.

**التعريف الأول:** ويقصد بها الصيغ والأساليب المتبعة في التحكم بالأصول الأجنبية المملوكة للقطاع العام على نحو يكفل إتاحة هذه الأصول للاستخدام في أي وقت، مع ضمان العائد على الأموال الموجهة للاستثمار في باقي الأصول المختلفة<sup>2</sup>.

**التعريف الثاني:** إدارة الاحتياطيات هي الهامش المالي المتأتي من عمليات استثمار الأصول الأجنبية المختلفة المملوكة للقطاع العام ، بهدف تحقيق أهداف اقتصادية أو اجتماعية أو سياسية طويلة أو متوسطة المدى ، مع ضمان استردادها في مجابهة الحالات الحرجة أو الصعبة للاقتصاد الداخلي ، والعمل على حمايتها من كافة المخاطر الاقتصادية أو التناقص في قيمتها المالية<sup>3</sup>.

### مناقشة التعاريف:

1- هزاع مفلح، التمويل الدولي، منشورات جامعة حلب، سوريا 2007.

2 - المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي، صندوق النقد الدولي، 2001، ص1.

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

يتضح لنا من خلال التعريفين السابقين مجموعة من الملاحظات يمكن حصرها في النقاط التالية :

- تتمحور عملية إدارة احتياطات الصرف على مكانيرمات السوق العالمية ، والأهداف الاستراتيجية للمنظومة الاقتصادية الوطنية ، مع مراعاة المحيط الاستثماري الدولي .
- ضرورة التنسيق مع المحيط الداخلي والخارجي ، مع نجاعة ومصداقية المعلومات المالية والسياسية والاقتصادية للبلد والعالم ، مع الكفاءة والسرعة في اتخاذ القرارات في الوقت والمكان المناسب ، جراء حساسية وخطورة القرارات الناجمة عن الهيئة المخولة بتسيير الاحتياطات الأجنبية .
- تختلف التجارب من دولة إلى أخرى في تسيير الاحتياطات الأجنبية ، أو حتى في الجهة المخولة بتسييرها أو مدي استقلاليتها في صياغة واتخاذ القرار ، غير أن هذا القرار يعود بالدرجة الأولى ، لعدة عوامل سواء تعلق الأمر بتركيبية الاقتصاد الداخلي ، أو المحيط المالي والنقدي الدولي أو كونه وكيلا في هذه الاستثمارات<sup>1</sup>، وهنا لا بد أن نشير إلى أن هناك عددا من البلدان يحتفظ بصناديق تثبيت أو ادخار مستقلة ترتبط عادة بالموارد غير المتجددة، عموما، هذه الصناديق لا تدخل ضمن تعريف الأصول الاحتياطية وبالتالي إدارتها تعود لجهات أخرى ، كما يجب تمييزها عن الصناديق السيادية\*.

## 2- السيولة الدولية و احتياطات الصرف الأجنبي :

ظل مصطلح السيولة الدولية مستخدما لعدة سنوات كمرادف ل الاحتياطات الدولية كمقياس لقدرة البلاد على تمويل عجز في المدفوعات و تجنب اللجوء إلى تدابير التكيف فمفهوم السيولة الدولية يعتبر مفهوما أوسع من مفهوم احتياطات الصرف الأجنبي حيث تتضمن السيولة الدولية احتياطات الصرف الأجنبي و السيولة الدولية المشروطة .

**أ-تعريف السيولة الدولية** تتكون السيولة الدولية من جميع الموارد المتوفرة للسلطات النقدية للبلدان لغرض التوازن في ميزان المدفوعات هذه السيولة تتراوح بين الأصول المتاحة بسهولة إلى الموارد التي تصبح متاحة إلا بعد التفاوض واسعة النطاق<sup>2</sup> و يتخذ إشكالا عديدة احتياطات من الذهب و النقد الأجنبي الأصول الأخرى الاقتراض صندوق النقد الدولي أو من المؤسسات الدولية الأخرى ترتيبات مختلفة مع البنوك المركزية الأجنبية أو الحكومات ويشمل أيضا من الناحية النظرية العناصر

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

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

2 -IMF, ANNULAL REPORT ,1996,p25

التي لا تخضع بسهولة للقياس الإحصائي وقدرة البلاد على الاقتراض في أسواق المال من بلدان أخرى و مركز الاحتياطي .

ب-أنواع السيولة الدولية تشتمل على السيولة التي تمتلكها السلطات النقدية ملكية مطلقة بالإضافة إلى العناصر التي تقترضها من العالم الخارجي<sup>1</sup> و يميز صندوق النقد الدولي بين نوعين من السيولة الدولية<sup>2</sup>

#### السيولة الدولية المملوكة ( غير المشروطة )

وهي السيولة الحرة الموجودة تحت تصرف السلطات النقدية الرسمية في بلد ما و يمكن استخدامها بمحض إرادتها دون قيد أو شرط و تشمل في الأساس ما تملكه السلطات النقدية في البلد من عملات أجنبية قابلة للتحويل و من رصيد ذهبي نقدي و مجموع الموارد التي يحق للبلاد سحبها بشكل تلقائي غير مشروط من صندوق النقد الدولي و هي مرادفة لمصطلح احتياطات الصرف الأجنبي و تعتبر أفضل مؤشر لقياس السيولة الدولية للبلد

#### السيولة الدولية الغير المملوكة (المشروطة)

تتمثل في كافة الموارد التي يحصل عليها البلد عن طريق الاقتراض الخارجي و لها تاريخ استحقاق معين و يتحمل الاقتصاد تكلفة للحصول عليها و بشروط معينة<sup>3</sup> .

### تقنيات توفير السيولة الدولية:

إن احتياطات الصرف الأجنبي ليست هي الشكل الوحيد كصمام أمان ضد الصدمات الخارجية و تشمل أشكالاً بديلة كخطوط الائتمان العامة و الخاصة و خطوط مقايضة البنك المركزي يعتقد أن خطوط المقايضة و خطوط الائتمان العامة و الخاصة و خطوط مقايضة البنك المركزي يعتقد أن خطوط المقايضة و خطوط الائتمان الطارئ التي توفرها المؤسسات المالية الدولية لها ميزات الاحتياطي<sup>3</sup> و تحرص الكثير من البنوك المركزية على امتلاك أو إمكانية الحصول على قدر أكبر من السيولة الدولية لمواجهة أي حازمة مستقبلية و يمكن التمييز بين ثلاث تقنيات لتأمين السيولة الدولية<sup>4</sup> تقنيات متعد الإطراف ، ثنائية الإطراف و أحادية الجانب .

**الإجراءات متعددة الإطراف :** تتضمن كل التقنيات المتعددة الإطراف إجماع مجموعة من البلدان على توفير السيولة لبعضها البعض في حالة الضرورة ففي ترتيبات تجميع الاحتياطي حيث يمكن للبلدان المشاركة الاعتماد على المجمع عندما يحتاجون إلى السيولة فوجود التجميع يمكنهم الحصول على رؤوس الأموال الدولية أفضل من عدم

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

2- IMF, ANNULAL REPORT,OP-CIT, p29.

3 -I MF,STAF SURVY OF MEMBER SHIP ON RESERVES2013,P15

4 -Richild Moessner, options for meeting the demand for international liquidity during financial crises bis quarterly review, September 2010,p55 .

وجوده ، ومع ذلك قد يتم فقدان ميزة التجميع في أزمة السيولة العامة إذا كانت معظم الدول المشاركة أو الكل يريد أن يسحب السيولة في نفس الوقت .  
**الإجراءات الثنائية :** وتشمل قبول مؤسسة واحدة الالتزام بتوفير السيولة على الطلب للبنوك المركزية الأجنبية فخطوط المبادلات بين البنوك المركزي الثنائية لديها ميزة أنها يمكن توفر السيولة الكافية و هناك تقنية ثنائية ثانية هي بلد بعينه يوفر السيولة بالعملة الأجنبية إلى بلد آخر من احتياطات النقد الأجنبي الخاصة به على سبيل المثال في الأزمة العالمية الأخيرة البنوك المركزية في الدنمارك و النرويج و السويد قدمت سيولة باليورو للبنك المركزي أيسلندا عن طريق خطوط المقايضة و مع ذلك فإنها لم تقدم أي التزام مسبق لتوفير السيولة .

**الإجراءات أحادية الجانب :** تستند معظم الاقتصاديات النامية إلى بناء احتياطات الصرف الأجنبي و التي يمكن استخدامها لتوفير السيولة من العملات الأجنبية في أوقات أزمة للبنوك المركزية المحلية فخلال الأزمة الأخيرة الدول النفطية من بين بلدان أخرى تدخلت باحتياطاتها لمواجهة الطلب على الصرف الأجنبي فالتأمين الذاتي هو أن البلد لديه اليقين من الوصول إلى السيولة بالعملات الأجنبية و ليس هناك حاجة للتنسيق و من عيوب هذا الخيار تكاليف احتياطات الصرف الأجنبي .

### المطلب الثاني: أهمية وأهداف إدارة احتياطي الصرف الأجنبي.

يشكل أهمية وأهداف إدارة واستخدام احتياطي الصرف نقطة ارتكاز أساسية في النظريات الاقتصادية والمالية، جراء الجدل القائم حول أهمية توظيف وإدارة احتياطات الصرف، مع الاقتناع أن أي مساهمة نظرية في هذا المجال ، لابد أن تأخذ بعين الاعتبار أسس ومرتكزاتها العلمية ، هذه الأخيرة أصبحت تمثل المعيار الرئيسي الذي يحدد التقدم الاقتصادي والاجتماعي بوجه عام على المستوى الكلي، و دراسة إدارة احتياطي الصرف من خلال تحديد مكوناتها الهيكلية ، و حصر نسب قياسها يعتبر سند القائمين بالتحليل ، وقد أدى تعدد أطراف التعامل و تنوع عنصر المدخلات إلى بروز اختلافات بين الاقتصاديين والكتاب وذلك من خلال التطرق لأسس ومرتكزات إدارة الاحتياطات بشكل عام وفق الإيديولوجيات المختلفة كما يلي :

#### 1-أهمية إدارة احتياطي الصرف الأجنبي:

تستند صيغ إدارة الاحتياطات الأجنبية على العديد من القيم والأسس ، لتحقيق الأهداف والغايات المنشودة من توظيف الاحتياطات الأجنبية والتي يمكن حصرها في :

- إمكانية زيادة القدرة الكلية للبلد أو المنطقة على تحمل الصدمات، كون أن صانعو القرارات المتعلقة بالاحتياطات الأجنبية ، بحكم المهام الموكلة إليهم ولهم القدرة في متابعة ومعرفة أدق التفاصيل المتعلقة بالأسواق والأسهم المالية الدولية ، وتعتبر القرارات المتعلقة بتسيير الاحتياطات المالية الأجنبية على قمة الخطورة على الساحة الداخلية والخارجية ، ناهيك عن المقدرة على التأثير على مصير الشعوب والدول في حالة سوء التقدير أو الحساب .

- تعتبر القرارات الاقتصادية الحكيمة كفيلة بدعم وتقوية البناء الهيكلي للاستثمارات ، والتي تؤدي في معظمها إما إلي دفع وتيرة النمو الاقتصادي أو دفع البلاد إلى وضعيات اقتصادية واجتماعية خطيرة علي ألمدي المتوسط والطويل
  - تستطيع السياسات والممارسات السليمة لإدارة الاحتياطات أن تدعم الإدارة السليمة للاقتصاد الكلي ولكنها ليست بديلا عنها<sup>1</sup>.
- كما تعتبر الصيغ الاقتصادية القائمة على أسس منهجية للحفاظ على الاحتياطات الأجنبية من التآكل عبر الزمن ، أو توظيفها وفقا للعائد مع مراعاة عامل المخاطرة والسيولة أساس إدارة الاحتياطات الأجنبية .

## 2. أهداف إدارة احتياطي الصرف الأجنبي.

تستند إدارة احتياطي الصرف الأجنبي إلى بلوغ جملة من الأهداف يمكن حصرها فيما يلي :

- تقوم إدارة الاحتياطات الأجنبية على مبدأ السيولة، والذي يعتبر أهم الأسس في إدارة الاحتياطات الأجنبية ، مع الأخذ بعين الاعتبار عامل المخاطرة ودرجة ونوعية العائد المالي المحقق من إدارة الاحتياطات الأجنبية وهذا وفقا لاحتياجات وظروف البلد ، وقد فرضت الظروف الأخيرة لاسيما فيما يخص انعكاسات أزمة الرهون العقارية على البنوك التجارية ضرورة تعزيز مقومات السلامة الائتمانية لتجنب انعكاس آثارها على باقي الاقتصاديات الدولية .
- ضبط الاحتياجات المثلي للاقتصاد الداخلي للبلد مع مراعاة عامل الزمن ونوعية الموارد ، وقد سعت الجزائر في العديد من المراحل إلى تحديد سقف ادني للاحتياطات الأجنبية الموجه أساسا لإدارة الأزمات الاقتصادية ، مع توجيه الفائض إلى الاستثمار في القطاعات الحيوية .
- تحفيز عناصر الطلب المستهدفة على ألمدي الطويل أو المتوسط بهدف رفع المقدرة التمويلية لبعض قطاعات النشاط الاقتصادي المستهدفة ، حيث عرف الاقتصاد الجزائري فائض تمويلي من الاحتياطات الأجنبية أثر سلبا على بعض النشاطات التمويلية ، كما عرفت الحكومات المتعاقبة مشاكل عويصة في توجيه هذه الموارد الفائضة مع غياب أي رؤية مستقبلية لاستغلال الاحتياطات الأجنبية .
- تقليص المخاطر والانعكاسات الاجتماعية الغير مرغوبة مع حماية الاقتصاد من الانهيارات<sup>2</sup>.
- التمكن من تحقيق العائد والمساهمة في حماية الاقتصاد الوطني ، غير أن افتقاد الاقتصاد الوطني لمخططات تمويلية ناجعة ، مع قلة الخبرة في إدارة الفوائض الأجنبية والذي عزز بدوره مشكل تكديس الثروة وتحييدها عن مقومات استغلالها .

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

2- Kenneth.G.jone.p. Les systèmes d'information de gestion, organisation de réseaux et Stratégique, 6<sup>ème</sup> édition, paris, 2001.p,128.

### المطلب الثالث: المبادئ التوجيهية العامة لإدارة احتياطي الصرف الأجنبي.

لقد أدى ارتباط مبادئ إدارة احتياطي الصرف الأجنبي بالأهداف الإستراتيجية للدولة ، وتعدد مضامينها وفقا للاتجاهات والإيديولوجيات الاقتصادية ، مع صعوبة حصر مداخل لقياسها تتناسب وجميع البلدان النامية، وفي كل الظروف والمعطيات الاقتصادية، إذ ترتبط فاعلية النتائج المحققة من طرف الاقتصاديات النامية، بطبيعة الأهداف والاستراتيجيات مع واقع محيطها الاقتصادي ، والتي تختلف حسب البلدان النامية والمتقدمة وحسب الظروف والأزمات الاقتصادية، كل هذا ساهم في تناول هذا الموضوع من زوايا مختلفة ، ركزت في معظمها على قياس الإدارة حسب المقدرة الذاتية للدولة مع قيامها بالعمليات التالية :

- \* أهداف إدارة واستخدام احتياطات الصرف الأجنبي وفقا للظروف الاقتصادية
- \* فاعلية إدارة الاحتياطات الأجنبية وفقا للأهداف الإستراتيجية .
- \* النتائج الاقتصادية المستهدفة في المدى الطويل والقصير، مع نماذج تقييم فاعلية الاستخدام والتوظيف حسب المعطيات الاقتصادية.

و نعني بالمبادئ التوجيهية : الأساليب المستهدفة والغير إلزامية والتي يمكن حصرها في<sup>1</sup>:

- إن احتياطي الصرف الأجنبي يشمل الأصول الأجنبية الرسمية لدى القطاع العام التي تكون متاحة للسلطات- النقدية خصوصا- بصفة دائمة وخاضعة لسيطرتها، وبالتالي إدارة الاحتياطات تشمل إدارة الأصول التي تتكون منها هذه الاحتياطات - العملات الصعبة، الذهب، حقوق السحب الخاصة- كذلك قد يشمل نطاق إدارة الاحتياطات إدارة الخصوم وغيرها من المراكز المكشوفة بالعملة الصعبة واستخدام الأدوات المالية المشتقة.
- إجراء تحاليل لمزايا وتكاليف حيازة الاحتياطات بالشكل الذي يسهل عملية إعداد الإستراتيجيات البديلة والخاصة بإدارة الاحتياطات.
- ينبغي أن تكون إستراتيجيات إدارة الاحتياطات متوافقة مع بيئة السياسات المميزة لكل بلد أو إتحاد، فإدارة الاحتياطات في الدول النامية تختلف عن

1 - المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي. صندوق النقد الدولي. 2001. ص4.

أدارتها في الدول المتقدمة ، نظراً لاختلاف حجم وهيكل اقتصادياتها ، خصوصاً في مجال "صادراتها وسلّة وارداتها" التي تعد أهم بند في التأثير على مستوى وحجم احتياطي الصرف الأجنبي.

■ الأخذ بعين الاعتبار إستراتيجيات تسيير الدين الخارجي للحد من الحساسية إزاء التقلبات الخارجية لرصد الديون ووضع الاستثمار الدولي، والأدوات المطروحة في أسواق المال العالمية ومستويات أسعار الفائدة...

■ توزيع وتحديد مسؤوليات كل طرف في إدارة الاحتياطيات، بما في ذلك الترتيبات التنظيمية بين الحكومة والهيئة المختصة بإدارة الاحتياطيات وغيرها من الهيئات، حتى تكون من الأهداف العامة للإدارة واضحة المعالم .

■ الإفصاح عن المعلومات ومحاولة إيجاد هيئة لإدارة البيانات المتعلقة باحتياطي الصرف الأجنبي وفق جداول زمنية معن عنها سلفاً، والمتعلقة بحجم الاحتياطيات ونسب مكوناتها ومجالات توظيفها، ومن الواضح أن الكثير من البلدان لا زالت تعاني من عيوب خطيرة فيما يخص البيانات المتعلقة باحتياطي الصرف الأجنبي ، ولتحسين هذا الوضع لا بد من تقديم الدعم على المستوى الوطني للعمل الإحصائي .

■ وضع إطار تشريعي وقانوني لإدارة هذه الاحتياطيات يحدد بوضوح مسؤوليات وصلاحيات الهيئة القائمة على إدارة هذه الاحتياطيات، ففي بعض البلدان تكون مسؤولية إدارة الاحتياطيات ومسؤولية إدارة الدين الخارجي تحت سلطة واحدة، ويعد هذا أمراً غير لائق مما يؤدي إلى اختلاف الأهداف والسياسات.

■ لا بد أن تكون الإطارات المسؤولة العاملة في هيئات إدارة الاحتياطيات مؤهلة، كما يجب تطوير قدراتها ببرامج التدريب الجيد ويتبعون ممارسات علمية وعملية سليمة.

■ يجب أن يكون هناك إطار يحدد ويقدر مخاطر عمليات إدارة الاحتياطيات، ويسمح بإدارة المخاطر على أساس محددات ومستويات مقبولة نظراً لأن الاستثمار ينطوي عموماً على درجة ما من المخاطرة، ولهذا السبب قد تفضل إدارة الاحتياطيات الدولية الاستثمار لدى بعض المؤسسات المالية المضمونة لتقليل درجة المخاطر مقابل أن ترضى بعوائد أقل (مثل وضع الودائع أو شهادات الإيداع لدى أكبر عشرة بنوك في العالم أو لدى بنك التسويات الدولية)

■ إدارة سعر الصرف الأجنبي هام جداً في إدارة الاحتياطيات التي قد تمنى بخسائر نتيجة التغيرات في أسعار صرف العملات، تحديد المناطق أو الدول التي نتعامل معها في مجال الواردات، ويستدعي ذلك التنسيق مع جهات أخرى- وزارة التجارة مثلاً- فقد تكون الواردات من منطقة ما والصادرات من مناطق أخرى مما يزعج السلطات النقدية إلى ضبط أسعار الصرف وأخذها بعين الاعتبار في توليفة العملات الصعبة المكونة للاحتياطيات.

■ إذا ما استدعت الضرورة السحب من الاحتياطيات لأي سبب من الأسباب (الدورية أو العارضة) فإن الأمر يتطلب سرعة تعويض هذا السحب وأن ينظر إلى الوصول

إلى نطاق الأمان للاحتياطات كهدف جوهري يتعين تحقيقه، فإذا لم يتوافر هذا الحرص فقد تستنزف احتياطات البلد Réserve Déplétion الأمر الذي يعرض البلد لمخاطر الضغوط الداخلية والخارجية ، والتي قد تجبره على تعديل سياسته الاقتصادية وأهدافه الاجتماعية ، أو أن يضطر إلى تطبيق سياسات غير مرغوب فيها من الناحية السياسية والاجتماعية.

■ أما من حيث تركيبة عملات الاحتياطي فيجب الحرص على أن تكون متناسبة مع التوزيع الهيكلي لمدفوعات البلد الخارجية وبالذات واردات الدولة، وتوزيع دينها الخارجي فيما بين العملات، وأن تحرص السلطات النقدية على المحافظة على قيمة هذه العملات دون تدهور، وهو الأمر الذي يتطلب تجنب أشكال الاستثمار التي قد تعرض هذه القيمة للتدهور والخسارة.

■ وأخيراً، فإن الإدارة الذكية والحذرة للاحتياطات والتي قد تدار على أساس يومي تتطلب استخدام أحدث التقنيات المالية (الاتصالات السريعة بالأسواق، التدفق الملائم والمستمر للمعلومات، الاختيار السليم لوكلاء الاستثمار، الإدارة العلمية، نظم الحسابات الالكترونية وسرعة ودقة اتخاذ القرار... الخ) وكل ذلك يرتبط بداهة بتوافر هؤلاء الأفراد المؤهلين علمياً، وذوي الدراية الكافية والخبرة العالية، والذين لهم القدرة على التحليل المالي ومعرفة مؤشرات السوق واتجاهاته، ومن المعلوم أن يخدم هؤلاء أقسام البحوث الاقتصادية بالبنوك المركزية وأن تمدهم بالدراسات والتنبؤات والتحليل المتعلقة باتجاهات الأسواق النقدية العالمية.

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

### المبحث الثاني : صيغ استخدام احتياطات الصرف الأجنبي .

إن أهم الاستخدامات للاحتياطات التي تستهدفها الاقتصاديات المقدمة هي توظيف احتياطياتها في تكوين الموارد البشرية، خصوصاً بعدما انتهت من مسألة الاستثمار في البنية التحتية ، إذ تسعى حالياً في هذا المجال إلى تحسين نوعية هذه البنية التحتية التي تم إنجازها، لكن الأمر يختلف بخصوص البلدان النامية، وانطلاقاً من هذه الاعتبارات حاولنا في هذا المبحث التفرقة بين استخدامات احتياطي الصرف الأجنبي، وتوظيفاته

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

التي تسعى إلى تحقيق العائد مع مراعاة مستويات المخاطر، حيث تلجأ حكومات الدول النامية مضطرة أو غير مضطرة إلى إنفاق جزء من الإصدار النقدي الجديد في أغراض غير استثمارية مما يؤدي إلى ارتفاع الطلب الكلي، و من ثم ارتفاع المستوى العام للأسعار دون أن يكون له أثر إيجابي على حجم الناتج القومي ، إضافة إلى ذلك فإن الحكومة قد تفشل في تنفيذ الأهداف الاستثمارية التي تنافست في سبيل تحقيقها مع القطاع الخاص على حيازة قدرا من الموارد المتاحة في المجتمع ، و بالتالي لم تتمكن من تحقيق أهداف زيادة الناتج القومي ، وقد تنجح الحكومة في تنفيذ الاستثمارات المستهدفة و الزيادة المستهدفة في الناتج القومي، ولكن نظرا لانخفاض درجة المنافسة في الأسواق يظل المستوى العام للأسعار مرتفعا عند المستوى الذي بلغه عند بداية تنفيذ هذه الاستثمارات وهذا الاحتمال قد تحقق فعلا في العديد من تجارب البلدان النامية ، لذلك لجأت العديد من الدول إلى تحديد العلاقة بين الحكومات وأجهزتها المصرفية وخصوصا فيما يتعلق بحجم القروض التي يمكن أن تقدمها المصارف المركزية لحكوماتها ، و ذلك بوضع حدا على حجم هذه القروض ، ومن الملاحظ أيضا أن معظم الدول المتقدمة عمدت إلى تحديد سقف القروض التي يمكن لحكوماتها أن تقترضها من أجهزتها المصرفية ، على خلاف الدول النامية التي تركت الحاجة التمويلية أساس تحديد سقف القروض المصرفية ، غير انه تبقى حساسية هذه الأنواع من المصادر التمويلية في نظر معظم الاقتصاديين سلبي مع ضرورة عدم المغالاة في استخدامه بحجة التعويض عن نقص في المدخرات ، وذلك من خلال اللجوء إلى الضغط على الإنفاق العام لاسيما الجاري منه مثل تخفيض التحويلات الاجتماعية والإعانات أثناء معالجة آثاره، وسيتم تناول استخدامات احتياطي الصرف في تسيير سعر الصرف من خلال المطلب الأول لنخرج عن استخداماته في تسيير الدين الخارجي من خلال المطلب الثاني لنختم الموضوع باستخدامات احتياطات الصرف في تمويل التنمية الاقتصادية من خلال المطلب الثالث .

### المطلب الأول: استخدام احتياطي الصرف الأجنبي في تسيير سعر الصرف.

يعد احتياطي الصرف الأجنبي من بين الأدوات الهامة التي تستخدم في ضبط وتسيير سعر الصرف ويعد التدخل الرسمي في سوق الصرف الأجنبي عملا محفوقا بالمخاطر، وخصوصا في البلدان النامية ذات الأسواق الفنية ، والتي غالبا ما يؤدي تدخلها إلي استنزاف احتياطياتها الأجنبية ، أو الفشل في تحقيق النتائج المرغوبة ، كون أن استقرار أسعار الصرف أساس الاستقرار الاقتصادي .

كما أن تدخل الدول في سياسات سعر الصرف ، لتحقيق مكاسب وأهداف نقدية يمكن أن يقوض قدرة البلد أو يحد من إمكاناته التنافسية ، والذي يتأثر في مجمله بالعديد من

الظروف والمعطيات الاقتصادية تختلف بحسب الظروف والمعطيات الاقتصادية والتي يمكن حصرها في :

### 1- دواعي استخدام الاحتياطات في سوق الصرف:

تلجأ البنوك المركزية للبلدان النامية ، إلي التدخل في أسواق الصرف للاعتبارات التالية<sup>1</sup>.

■ **تصحيح سوء تعادل سعر الصرف أو تثبيته:** ذلك أن الإفراط في تقدير قيمة سعر الصرف يمكن أن يقوض قدرة بلد ما على المنافسة في التصدير ويضعف مركزه في مجال السيولة الخارجية، في حين قد يخلق انخفاض قيمة أو التقدير المفرط الانخفاض لقيمة سعر الصرف ضغوطاً تضخمية. ويعتبر سعر الصرف بالنسبة لكثير من البلدان النامية مقياساً رمزياً ومرئياً لنجاح الحكومة في إدارة الاقتصاد الكلي. ونجاح سياساتها النقدية والمالية .

■ **تثبيت الأسواق المالية :** تلجأ معظم الاقتصاديات لضخ السيولة النقدية في أسواقها المالية ، بهدف كبح جماح الأزمة في الأوقات الحرجة ، وتثبيت عملتها بهدف الحفاظ على النشاط الاقتصادي

■ **كسب ثقة المستثمرين :** كثيراً ما يكون لتراكم احتياطات الصرف الأجنبي أولوية عالية، خاصة في أعقاب أزمة للعملة، حين يكون لبناء الثقة لدى المستثمرين، وتقوية القدرة على سداد الدين، واستعادة القدرة على الوصول إلى الأسواق المالية .

■ **الدفاع عن السياسات النقدية للدولة :** تستند البنوك المركزية في معظم تدخلاتها للدفاع عن الاقتصاد ، كون أن أساس اللجوء للسياسات النقدية الإنكماشية هو الحد من الطلب الكلي ، وتخفيض الائتمان والتوسع النقدي ، مع السعي إلي رفع سعر الفائدة حيث تؤدي عملية رفع سعر الفائدة ، إلى الحد من الائتمان وكبح الطلب الكلي وهذا بهدف وضع أسس وميكانيزمات التعافي الاقتصادي .

### 2- صيغ استخدام احتياطي الصرف الأجنبي في تسيير سعر الصرف

اختلفت الأدبيات الاقتصادية في استخدامات احتياطي الصرف الأجنبي باختلاف أنظمة الصرف، سواء تعلق الأمر بأنظمة الصرف الثابتة أو المرنة أو المدارة ففي ظل أنظمة الصرف الثابتة أو المدارة ، تلجأ السلطات النقدية إلى المحافظة على سعر صرف عملتها، فعند انهيار عملتها تقوم ببيع العملات الصعبة لديها مقابل العملات المحلية وعندما تتحسن العملة يقوم البنك المركزي بشراء العملات الأجنبية مقابل العملة المحلي، وعندما تكون الاحتياطات غير كافية يقوم البنك المركزي بتخفيض العملة المحلية.

أما في حالة أنظمة الصرف العائمة فتقاوم السلطات النقدية التقلبات الحادة في سعر عملتها عن طريق هذه الاحتياطات. وبالتالي عدم كفاية هذه الاحتياطات من شأنه أن يجعل الدولة عاجزة عن التصدي للأثار الناجمة عن حركة رؤوس الأموال والمضاربة،

1 -Sharma S, pent \_ on prédire les crises économique ? finances et développement Juin1999 . pp. 41

وعليه فإن احتياطي الصرف يلعب دوراً هاماً في الحد من الأزمات المالية خصوصاً أزمة الصرف.

إن انتشار التدخل من قبل البلدان النامية يرجع أساساً إلى بغضها للتقلب المفرط في سعر الصرف، وقدم بعض الباحثين<sup>1</sup> وثائق تبين كيف أن البلدان النامية تتسامح إزاء حدوث تقلب أكبر في الاحتياطيات الدولية، وأسعار الفائدة المحلية وأسعار السلع، أكثر مما تتسامح مع أسعار الصرف، وقد وجدوا أيضاً أن التغيرات في أسعار الفائدة المحلية، كنفق للتدخل في سوق الصرف الأجنبي، تستخدم بشكل أكثر تواتراً لحماية أسعار الصرف.

وقد يكون التدخل في سوق الصرف الأجنبي أكثر فعالية في كثير من البلدان النامية عنه في البلدان المتقدمة النمو، وكثيراً ما تتدخل البلدان النامية في مبالغ تعد كبيرة بالنسبة إلى حجم المتداول في السوق. وبنوكها المركزية عادة عملاء كبار في سوق الصرف الأجنبي، وخصوصاً حين يكون القطاع العام مصدراً أساسياً لكسب الصرف الأجنبي. غير أن أزمات العملة التي حدثت في التسعينات في القرن العشرين تبرز الفاعلية المحدودة للتدخل كأداة مستقلة لسياسة الصرف، فقد انتهى فجأة دفاع المكسيك الذي استمر طوال العام عن ربط عملتها المتحركة في عام 1994 عندما تأخر السوق في إدراك وضع استنزاف الاحتياطي في البنك المركزي. وفشل تدخل تايلاند للدفاع عن عملتها "الباهت" في النصف الأول من عام 1997 حيث استنفذ بالفعل صافي الاحتياطيات الدولية للبنك المركزي التايلاندي. وواجهت كل من البرازيل وتركيا (حتى أوائل عام 1999) تحدي تثبيت أسعار الصرف فيهما، عن طريق التدخل بجزء كبير من احتياطياتها في سوق الصرف. وحتى فيما يتعلق بالعملات الكبرى، لا يزال رأي الخبراء غير مستقر في شأن فعالية التدخل<sup>2</sup>.

وقد أثار الارتفاع الحاد في قيمة اليورو مقابل الدولار الأمريكي النقاش حول آفاق التدخل المنسق لوقف هبوط الدولار، الأمر الذي أعاد ذكرى أيام اتفاقية بلازا التي ترجع إلى الثمانينات من القرن العشرين، حين أصبح صعود الدولار مصدراً للقلق. غير أنه على الرغم مما يحيط به من خلاف، فإن التدخل لا يزال أداة مهمة بالنسبة للبنوك المركزية، وخاصة في الاقتصاديات النامية.

وعموماً فإن الأنظمة التي كانت تعتمد على أسعار الصرف الثابتة<sup>3</sup>، أدت إلى دخولها في أزمات مالية، كان من الصعب التحكم فيها على المدى الطويل، كما أن الدول التي تستخدم هذا النظام لا يكون لديها أسواق مالية عالية الكفاءة والاحترافية، بالإضافة إلى تشريع مالي ضعيف ونتيجة لذلك تم التخلي عن النظام بعد الحرب العالمية الثانية، والتي أصبحت فيها النقود وحدة مستقلة عن الذهب.

وبعد صياغة نظام بروتون وودز تم اللجوء إلى القواعد التي تحكم أسعار الصرف من أجل تحقيق الاستقرار العالمي، كما أن اللجوء إلى سعر الصرف المعموم<sup>4</sup> هو في الأساس

1 - جيلبرمو كالفو وكارمن رينهارت (2002)، في تقريرهما المعنون "الخوف من التعويم".

1- مروان عوض، دراسة تطبيقية و عملية في التعامل بالعملات الأجنبية، و عمليات الاستثمار 1985.

2- رسمية أحمد أبوا موسى: الأسواق المالية والنقدية دار النشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2005، ص: 208.

4- طارق عبد العالی حماد، التحليل الفني الاساسي للاوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية 2006، ص: 16.

عكس نظام الصرف الثابت حيث يتم فيه تحديد قيمة العملة وسعر الصرف الخاص بها مقابل العملات الأخرى وفقا لأدوات العرض والطلب ولعل سعر الصرف المعوم يرمز له في الغالب إلى السعر الذي يصحح نفسه بصورة تلقائية ، حيث أن التغير في معادلة العرض والطلب على العملة سوف يؤدي إلى التغير في سعر الصرف الخاص بالعملة بصورة تلقائية دون تدخل البنك المركزي ، فإذا كان الطلب على عملة ما منخفض مقابل العملة المقابلة ، فإن ذلك سوف يعني انخفاض قيمة تلك العملة ، وبالتالي فإن قيمة السلع والخدمات التي يتم استيرادها من الخارج سوف يكون أعلى نسبيا من ذي قبل ، ولكن في المقابل سوف تنخفض أسعار السلع التي يتم تصديرها للخارج ، وبالتالي فإن الإنتاجية سوف ترتفع ، فيكون هناك معدلات توظيف مرتفعة ، مما يؤدي إلى تصحيح حالة السوق .

### المطلب الثاني: استخدام احتياطي الصرف الأجنبي في تسديد الديون الخارجية.

عمدت الجزائر من خلال الأمر 10-04 المؤرخ 26 أوت 2010<sup>1</sup> على إرساء أهم الإجراءات المخولة للبنك المركزي في استخدام الاحتياطات الأجنبية للتخفيف من حدة المديونية الأجنبية ، وتتطلب استراتيجيات تسيير الدين الخارجي المفاضلة بين خدمة الدين الخارجي والعائد على الاحتياطي الأجنبي ، مع مراعاة عامل تقلب أسعار العملات الأجنبية وتركيبية العملات المكونة للدين الخارجي .

وقد أدى افتقاد الجزائر لسياسات سليمة في الاقتراض إلى التأثير سلبيا على حجم مواردها الأجنبية رغم سن المنظومة المصرفية الجزائرية صيغ التسديد المسبق لمديونيتها وتحويل جزءا منه إلى استثمارات .

و لقد استند المحللين الاقتصاديين في تسوية المديونية الخارجية الجزائرية إلى مبدأ المفاضلة بين العائد الآني والمردود الداخلي للاستثمار وذلك وفقا للصيغ الآتية :

#### 1-التسديد المسبق للديون :

وقد أدت المخلفات السلبية للمديونية الجزائرية وما أنجر عنها من تبعات على الساحة السياسية والاقتصادية وما تلاها من ضغوطات انكماشية على المنظومة المصرفية إلى سعي الجزائر إلى التخلص من عبء المديونية، لاسيما وأن خدمة الديون وصلت إلي مداها

1- الأمر 10-04 المؤرخ في 16 رمضان عام 1431 الموافق ل26 غشت سنة 2010 المعدل للأمر رقم 03-11 المؤرخ في 26 غشت سنة 2003 والمتعلق بالنقد والقرض .

2-زايري بلقاسم" إدارة احتياطي الصرف وتمويل التنمية في الجزائر" بحوث اقتصادية عربية، العدد41، شتاء 2008، ص16.15

، وتقضي إستراتيجيات تسيير الدين الخارجي إلى ضرورة معرفة تركيبة الدين من العملات الصعبة وتطورات أسعار الفائدة عليها، والجدول التالي يبين إجمالي المديونية الأجنبية المترتبة على الجزائر .

### جدول رقم (3-1): هيكل المديونية الأجنبية الجزائرية

الوحدة: مليار دولار

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
إجمالي الديون	5.57	5.06	5.7	5.6	4.40	4.01	3.39	3.73	3.97

من إعداد الباحث بالاعتماد على إحصائيات بنك الجزائر .

لقد أدت التركيبة المتباينة للمديونية الجزائرية والتي تتشكل في معظمها من عملات أوروبية في الوقت الذي كانت صادرات الجزائر في معظمها تتم بالدولار إلى رهن معدل الفائدة بين تقلبات أسعار صرف كلا من الأورو والدولار ، فخيار تحديد عملة تسعير البترول قائم علي الاتفاق بالإجماع لدول الأوبك ولكن الخيار

الذي لا يمكنها التحكم فيه هو تحديد أسواق الاستيراد بما يتلاءم مع طبيعة مخزوناتها من العملات الأجنبية ، كما أن معدلات الفائدة على الديون الخارجية أكبر منها على السندات الحكومية وبالتالي فإن تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات من خلال التوظيف في السندات الحكومية أكبر من تكلفة تسديد الديون قبل آجالها المحددة، وبالتالي كان التسديد المسبق للمديونية فرصة بديلة في ظل تراكم

الاحتياطيات الأجنبية في الجزائر وغياب البدائل الأخرى ، وعموما فإن لجوء السلطات الجزائرية سنة 2004 للتسديد المسبق لمديونيتها الخارجية ، مع تسوية الالتزامات الخارجية ، التي حال أجل استحقاقها ، حيث بلغت قيمة خدمة الديون فيها سنة 1990 مبلغ 9 مليار دولار أي ما يعادل 52 من الناتج الإجمالي

### 2- الاتفاقيات المبرمة في إطار الدفع المسبق للديون الخارجية . - نادي باريس :

لقد أدت الطفرة المالية التي عهدها أسعار النفط الجزائري والتي وصلت إلى حدود 75 دولار للبرميل سنة 2006<sup>1</sup> ، إلى سعي السلطات النقدية للتخلص من تبعات المديونية ، وذلك من خلال الدخول في مفاوضات مع الأعضاء الدائنين وعلى رأسهم نادي باريس للتسديد المسبق للديون والتي أعيدت جدولتها في حدود 8 مليار دولار من مجموع الديون الجزائرية الخارجية المقدرة بـ 15 مليار دولار في نهاية سنة 2005، وقد شملت الديون المعنية بالتصفية كلا من الديون القصيرة والمتوسطة ، بمعدل فائدة تتراوح ما بين 8 إلى 11%. وتعتبر الجزائر ثالث دولة تتفاوض مع نادي باريس من أجل الدفع المسبق لديونها، إذ تفاوضت البيرو على دفع مسبق بقيمة 2 مليار دولار، فيما قدمت روسيا طلباً بالدفع المسبق لـ 15 مليار دولار وفعلا نجحت الجزائر في ذلك، ووقعت مع نادي باريس يوم

1- ص-حفيظ " الجزائر تتفاوض على الدفع المسبق لـ 8 ملايين دولار من ديونها " جريد الخبر 4ماي 2006، الجزائر ، ص:6.

2006/05/11 على اتفاق متعدد الأطراف للتسديد المسبق للديون الجزائرية والتي أعيد جدولتها.

وهكذا اقتربت الجزائر من التحول من دولة مدينة إلى دولة دائنة بعد اتخاذها قرارا استراتيجيا بالتوقف عن الاستدانة من الخارج وسداد كل ديونها التي انخفضت إلى 57.5 مليار دولار خلال عام 2007. وجاء هذا القرار الذي اتخذته الجزائر سنة 2004 تماشيا والوفرة المالية التي عهدتها. وقد سددت الجزائر حوالي 117.9 مليار دولار من مديونيتها الثقيلة (12) والتي تراكمت ما بين الأعوام 1985 و2005، كانت أصولها 84 مليار دولار فيما بلغت الفوائد 34 مليار دولار وبالتالي تخلصت الجزائر من ديونها المستحقة لهذا النادي والبالغة 7.9 مليار دولار خلال سبعة أشهر ، وكان عدد البلدان الدائنة للجزائر في هذا النادي 17 بلدا .

### • نادي لندن :

لقد أدت المفاوضات المضنية التي قادتتها السلطات المالية الجزائرية إلى الدخول في اتفاقيات مماثلة مع نظيرتها لنادي لندن بشأن تسديد مسبق للديون الخارجية والمقدرة بحوالي مليار دولار ، علما أن هذه الديون المتفق على سدادها لا تدخل ضمنها الديون التي دفعتها الجزائر مسبقا لروسيا والمقدرة بـ 4.7 مليار دولار مقابل عقد صفقة شراء السلاح الروسي بقيمة 7.4 مليار دولار.

### 3-التسوية العينية للمديونية

بلغت التزامات الجزائر تجاه روسيا وفقا للتقارير الرسمية حوالي 4,7 مليار دولار ، وتعود في معظمها إلى فترة الستينات والسبعينات من القرن الماضي، وهي تمثل حوالي 29% من ديونها الخارجية، وقد قام الطرفان بتوقيع اتفاقية تقوم روسيا بموجبها بإعفاء الجزائر من ديونها والبالغة 4,7 مليار دولار، مقابل أن تقوم الجزائر بشراء سلع وخدمات من روسيا بقيمة مماثلة أو أكثر منها.

### 3-1 سياسات تحويل الدين الخارجي .

تعتبر سياسات تحويل الدين الخارجي أهم صيغ إدارة وتسيير المديونية الخارجية سواء تعلق الأمر بتحويل الديون إلى استثمارات، أو استعمالها في اقتناء سلع وأغراض صناعية، أو تمويل مشاريع التنمية البشرية... الخ ، وعلى الرغم مما تتيحه تقنية تحويل الديون من تفادي استنزاف الاحتياطيات، والمساهمة في تنمية الاستثمارات، وفي تحقيق النمو، إلا أنها تظل مع ذلك محدودة بفعل طبيعتها السياسية، وبحكم الحاجة إلى ضرورة تعبئة موارد مالية بهدف تفادي التضخم وإقصاء المستثمرين المحليين.

ويمكن تلخيص أهم صيغ تحويل الدين الخارجي إلى:

أ- تحويل الدين الخارجي إلى مشاريع التنمية البشرية :

نعني بعملية تحويل الدين الخارجي إلى مشاريع التنمية البشرية مقايضة جانب من الدين الخارجي لبلد مدين ببعض عناصر التنمية البشرية كالتعليم ، الصحة والإنفاق على الطفولة المسعفة وغير ذلك، وتتمثل هذه الوسيلة في تحويل الديون إلى المؤسسات

الخيرية بسعر خصم في السوق الثانوي، والذي يحوّل لاحقا إلى أدوات معينة بالعملة المحلية، وغالبا ما تقوم البنوك التجارية بالمساهمة في التنمية من خلال إعطائها قروضا لمؤسسات خيرية بحيث تؤثر على عناصر الإنفاق في البلد المدين .

ب- تحويل الدين الخارجي إلى مشاريع لحماية البيئة :

وتهدف هذه العملية إلى المحافظة على البيئة، وذلك من خلال استغلال لجانب من المديونية الأجنبية وتحويلها إلى مشاريع لحماية الثروات النباتية ، أو الحيوانية، وصيغ مكافحة التلوث بكل أشكاله ، حيث عكفت الجزائر من خلال مشاورتها المتكررة مع الجهات الوصية إلى الوصول لاتفاقيات ثنائية كفيلة بتحويل مديونيتها إلى استثمارات سواء تعلق الأمر بتحويل ما يقارب من 110 مليون دولار من الديون الخاصة بإسبانيا في مارس 2002 إلى استثمارات في البني التحتية والهيكل الاقتصادية أو تلك المترتبة على كلا من فرنسا بقيمة 60.9 مليون أورو في ديسمبر 2003 من خلال توجيهها لمجالات الصناعة الميكانيكية أو مع دولة الإمارات بمبلغ إجمالي يقدر بـ333 مليون دولار وتوجيهها أساسا للاستثمار في الموارد المائية (4-1) ، وبالتالي فقد شملت هذه العملية ما يقارب من 600 مليون دولار كديون تم تحويلها إلى استثمارات ، وقد أثرت العديد من الاستفسارات حول مدي نجاعة هذه العملية مع صيغ الاستفادة من هذه التمويلات ومدي قدرت الاقتصاد على استيعاب هذه الاستثمارات .

#### 4- الوضع الحالي للمديونية الخارجية الجزائرية :

لقد انخفضت المديونية الجزائرية إلى ما يقارب 3.97 مليار دولار في نهاية سنة 2015 وقد سجلت المديونية الخارجية تراجعا كبيرا ، حيث قدرت بـ 485،16 مليار دولار بداية 2005 وانخفضت إلى ما يقارب 062،5 مليار دولار نهاية 2006 ، لتصل إلى حوالي 3.73 مليار دولار سنة 2014 و في أعقاب إقرار الجزائر لسياسة الدفع المسبق للديون الخارجية، والتي خصص لها ما يوازي 25% من الناتج الداخلي الخام ، حيث يرى جل الخبراء الاقتصاديون أن الدفع المسبق للديون الخارجية جنيته الجزائر دفع فوائد متراكمة للسنوات المقبلة، والتي وصلت قيمة خدمة الديون المعاد جدولتها إلى ما يقارب من 8% من الناتج الخام .

كما أن صيغة الدفع المسبق للمديونية وإن كانت تضر بالقوة الشرائية الأنية للاقتصاد الوطني ، إلا أنها تساعد على تقليص الهوة بين الادخار والاستثمار، من خلال امتصاص جزء من موارد صندوق ضبط الإيرادات والذي تأسس لهذا الغرض إلى جانب استخدام احتياطات الصرف والتي هي في مستوى أقل مما كانت ستكون عليه لو لم يتم دفع الديون بشكل مسبق .

ويرى الخبير المالي بصندوق النقد الدولي، الأستاذ ع.بساحة أن فرصة امتلاك احتياطات إضافية تعد إستراتيجية اقتصادية طويلة المدى لكل اقتصاد نامي ، وهي أساس تمويل قائم على الفوائض التراكمية ، مع ضرورة تخصيصها للهيكل القاعدية أو في المجالات التي تدر هوامش إضافية في الناتج الداخلي الخام وبنسب لا تتعدى 6 % سنويا، والتي يمكنها من تحقيق فوائد تقدر بـ10 مليار دولار في السنوات العشر القادمة، كما أن تكلفة

خدمة الديون في 2006 قدرت بحوالي 5 مليار دولار<sup>1</sup>، فيما قدرت فوائد الاحتياطات المودعة في البنوك الأجنبية بـ1.5 مليار دولار، وذلك بسبب ضعف نسب الفوائد الحقيقية الدولية والتي قدرت بـ2% سنويا، واعتبر أن الفوائد المحصلة من التسديد المسبق للديون تعد وسيلة جيدة لاستعمالها كمورد إضافية لتغطية العجز المسجل في الاقتصاد الوطني .

### المطلب الثالث: استخدام احتياطي الصرف الأجنبي في تمويل برامج التنمية الاقتصادية.

يلعب النفط دورا محوريا في تغذية الاحتياطات المالية للدول النامية ، فبالقدر الذي تزداد فيه أهمية قطاع النفط في تراكم الاحتياطات وفي الناتج المحلي الخام إلا أنه كان على حساب باقي القطاعات الأخرى ، سواء تعلق الأمر بكلا من قطاع الفلاحة أو قطاع الصناعة ، ولقد أدت كثافة الاعتماد على قطاع المحروقات إلى نمو حجم الصادرات منه لاسيما والارتفاع المتتالي لأسعاره في الأسواق الدولية والذي يرجع بالأساس إلى الأسباب التالية<sup>2</sup>:

- بلوغ إنتاج النفط الصناعي أوجه ، مما تطلب المزيد من الاستثمارات العالمية والذي أدى بدوره إلى اتجاه أسعاره للارتفاع في الأسواق العالمية .
- وصول الطلب العالمي على النفط إلى أوجه مقارنة بالعرض، كون أن العالم يستند على النفط كمصدر أساسي للتنمية الصناعية.
- أصبح النفط يشكل مصدر أساسي للصراعات وتسوية الخلافات ، من خلال الاعتماد الكلي عليه في النهوض بالاقتصاد ، مع سعي الدول الصناعية إلى الاستحواذ علي منابعه من خلال خلق الأزمات وزعزعة استقرار الدول .
- الطابع الغير متجدد للنفط.
- موقع النفط المتميز في ميزان الطاقة العالمي .
- استمرار سيطرة النفط على قطاع المواصلات كوقود .
- ظهور قوى اقتصادية صاعدة جديدة على المستوى العالمي تحفز النمو الاقتصادي

ضعف نتائج الأبحاث الخاصة باستغلال الطاقات البديلة.

ويلاحظ المحللون الاقتصاديون أن ارتفاع سعر النفط بـ1% يؤدي مباشرة إلى

ارتفاع أسعار المواد الغذائية بحوالي 3% لاسيما خلال الفترة 2000 – 2008

حيث حينما بلغ سعر البرميل من النفط في حدود 140 دولار في نهاية الثلاثي الأول

من سنة 2008 كان السعر الحقيقي له ب (40 دولار) سنة 1979، مع احتساب معدل

التضخم وتغير أسعار الصرف

وقد عمدت الجزائر إلى تخصيص جزء كبير من الاحتياطات الأجنبية لتمويل برنامج

الإنعاش الاقتصادي وذلك من خلال:

1- بنك الجزائر التقرير السنوي 2008، سبتمبر 2009، ص98.

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

-دعم الإنعاش الاقتصادي خلال الفترة الممتدة من (2001-2004)<sup>1</sup>، بمبلغ 07 ملايين دولار.

تدعيم البرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي من (2005-2009)، حيث خصص له أكثر من 150 مليار دولار، وهنا تطرح مشكلة استيعاب الاقتصاد الوطني لهذا الكم من النقد الأجنبي .

ومن أجل زيادة حجم الاستثمارات المحلية كبديل أو مكمل للاستثمار الأجنبي والذي لم يتأثر بالرغم من توفر هذا الحجم من الاحتياطات، فإن استعمال الاحتياطات في تمويل النفقات، يمثل شكلا من أشكال تمويل الدولة والذي تم من خلال :

قيام الخزينة بمنح قروض للاقتصاد مقابل تغطية النقد الأجنبي على مستوى الأسواق المالية ، والذي يعد مصدر التمويل النهائي لدي البنوك ، إذ أن استعمال هذه الصيغ من التمويلات بالعملة الأجنبية يترجم بتوسع نقدي ، مما يؤدي إلى ارتفاع نسبة السيولة ومن ثمة ارتفاع مستويات الأسعار لاسيما في مواد البناء و سلع الأشغال العمومية باعتبارهما أكبر مستقطب لبرنامج الإنعاش .

### 1-برامج التنمية و الطاقة الاستيعابية .

ظهر موضوع الطاقة الاستيعابية في الأدبيات الاقتصادية بشدة خلال الطفرة المالية التي عهدتها الاقتصاديات النامية والتي تنقسم في مجملها إلى نوعين أساسيين :

- الاقتصاديات التي تحتوي على وفرة رؤوس الأموال (احتياطات زائدة) وهي الاقتصاديات التي يثار فيها موضوع القدرة الاستيعابية .
- الدول التي تعاني من عجزا في ميزان مدفوعاتها، والتي لديها إمكانات للتنمية الاقتصادية ولا تثار فيها مشكلة القدرة على الاستيعاب .

فموضوع القدرة الاستيعابية والتي تخص الدول ذات الفوائض المالية أو الاحتياطات الزائدة ،مما يستدعي البحث عن أفضل الطرق لاستغلال هذه الفوائض أو الاحتياطات الزائدة من خلال الإدارة الذكية لها ، وقد تضطر بعض البلدان التي تتبنى برامج ضخمة للتنمية بسبب ارتفاع حجم الإيرادات عن قدراتها الاستيعابية وبدون أن تحقق إنتاجية فعلية، كون أن الهدف الأساسي من تلك البرامج هو محاولة استغلال الموارد المالية، ويرى بعض الاقتصاديين<sup>2</sup> أن مفهوم الطاقة الاستيعابية وان ارتبط ظهوره بالمساعدات الأجنبية إلا أن المشكلة الأساسية تكمن في استمرار التدفق المالي الناتج عن العوائد البترولية، وبالتالي التأكيد على عدم قدرة هذه البلدان على استيعاب أموالها. لذا تظهر ضرورة إعادة التخطيط المالي والاقتصادي على أساس يسمح باستيعاب رؤوس الأموال الإقليمية ووضعها في مسار النمو الاقتصادي . ومن ناحية أخرى يشير اصطلاح فوائض رؤوس الأموال إلى " فائض الميزان التجاري" للدول الرئيسية المنتجة للبترول، وبالتالي الربط بين حجم العائد المالي لهذه الدول وحجم الفوائض واستغلاله الأمثل حيث يوجه الفائض الاستثماري بعد اقتطاع حاجات الاستهلاك المحلية إلى المؤسسات

1 - بنك الجزائر التقرير السنوي 2008، سبتمبر 2009، ص53.  
1- محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر 1996

الخارجية، سواء في شكل إعانات أو مساعدات أو قروض ، كما أن الاستغلال الأمثل للطاقات المتاحة يعد أساس النجاعة الاقتصادية

## 2- أهداف برنامج الإنعاش في الاقتصادي الجزائري:

تقتضي المقومات الأساسية لبرنامج الإنعاش الاقتصادي المتبني من طرف الحكومة الجزائرية إلى التركيز على النقاط التالية :

- تفعيل الطلب الكلي.

- دعم النشاطات المنتجة للقيمة المضافة ومناصب الشغل عن طريق رفع مستوى الإستغلال في القطاع الفلاحي وفي المؤسسات المنتجة المحلية الصغيرة و المتوسطة .

- تهيئة وإنجاز هياكل قاعدية تسمح بإعادة بعث النشاطات الاقتصادية وتغطية الاحتياجات الضرورية

## 3- برامج التنمية و الطاقة الاستيعابية .

موضوع القدرة الاستيعابية من الموضوعات ذات الطابع النسبي حيث يختلف بحسب ظروف كل دولة ففي الدول المتقدمة يثار موضوع القدرة الاستيعابية كمؤشر للتنمية والتقدم أما في الدول النامية وخاصة العربية فإنها تنفرد بخصائص ذاتية ، حيث تنقسم إلى نوعين<sup>1</sup>:

■ **النوع الأول:** يحتوي على وفرة من رؤوس الأموال وهي التي يثار فيها موضوع القدرة الاستيعابية.

■ **النوع الثاني:** الدول التي تعاني عجزا في ميزان مدفوعاتها، ولكن لديها إمكانات للتنمية الاقتصادية ولا تثار فيها مشكلة القدرة على الاستيعاب، فموضوع القدرة على الاستيعاب يخص الدول ذات الفوائض المالية أو الاحتياطيات الزائدة ، مما يستدعي البحث عن أفضل الطرق لاستغلال هذه الفوائض أو الاحتياطيات الزائدة من خلال الإدارة الذكية لها .

وقد تضطر بعض البلدان التي تتبنى برامج ضخمة للتنمية بسبب ارتفاع حجم الإيرادات عن قدرتها الاستيعابية وبدون أن تحقق إنتاجية فعلية، لأن الهدف الأساسي من تلك البرامج هو محاولة استغلال الموارد المالية، ويرى بعض الاقتصاديين أن مفهوم الطاقة الاستيعابية وان ارتبط ظهوره بالمساعدات الأجنبية إلا أن المشكلة الأساسية هي في استمرار التدفق المالي الناتج عن العوائد البترولية، وبالتالي التأكيد على عدم قدرة هذه البلدان على استيعاب أموالها. لذا تظهر ضرورة إعادة التخطيط المالي والاقتصادي على أساس يسمح

باستيعاب رؤوس الأموال الإقليمية ووضعها في مسار النمو الاقتصادي. ومن ناحية

أخرى يشير اصطلاح فوائض رؤوس الأموال إلى " فائض الميزان التجاري " للدول

الرئيسية المنتجة للبترول، وبالتالي الربط بين حجم

1- ضياء مجيد موسوي، الاقتصاد النقدي ، دار الفكر الجزائر 1993.

العائدات المالية لهذه الدول وحجم الفائض واستغلاله الأمثل، حيث يوجه الفائض الاستثماري بعد اقتطاع حاجات الاستهلاك المحلية إلى المؤسسات الخارجية، سواء في شكل إعانات أو مساعدات أو قروض، والاستغلال الأمثل للطاقات المتاحة هو تعبير عن قدرة الاقتصاد على استيعاب موارده المالية والبشرية.

### 3-1 مفهوم الطاقة الاستيعابية:

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

وتعرف الطاقة الاستيعابية أيضا " قدرة الاقتصاد على امتصاص التدفقات المالية في فترة زمنية مقدرة ومحدودة، ولا بد من الاحتفاظ بجزء من الإيرادات لاستعماله في تمويل برامج التنمية الاقتصادية الحالية والمستقبلية"<sup>2</sup>، وعند تقدير الفائض المالي يقصد به الفائض النقدي المقابل للاستثمار بعد الوفاء بحاجات الاستهلاك والتطوير المحلي. و يشرح احد رجال الاقتصاد مشكلة الطاقة الاستيعابية بالقول التالي:

"تدفق المال العربي الناتج عن البترول في الدول المتقدمة" حيث أن قدرة البلدان العربية محدودة على استخدام هذا العائد المالي في أوجه الاستثمار المختلفة ونظرا لمحاولة الدول العربية في استثمار عوائدها بشكل يؤدي إلى تحقيق التنمية الاقتصادية ظهرت مشكلة الطاقة الاستيعابية.

### الجدول رقم (2-3): الطاقة الاستيعابية لدول العربية عام 2008

الوحدة: مليار دولار

البلد	عائدات البترول	العائد الإجمالي	الاستيعاب	الفائض
الكويت	8.4	9.1	2.6	6.5

1 - يسرى محمد أبو العلا، تحديد مفهوم استيعاب الاستثمارات المالية العربية، دار الفكر الجامعية، 2008، ص 18.  
2- احمد التشاشبي، استثمار الأرصدة العربية، الكويت، 1978، ص 102.

قطر	2.2	2.2	1.2	1.0
السعودية	23.2	33.3	10.2	23.1
العراق	9.8	10.2	8.4	1.8
الإمارات	8.3	8.8	30.3	5.5
الإجمالي	51.9	63.6	25.7	37.9

المصدر: عبد العاطي محمد أحمد "قضايا التنمية بالكويت" القاهرة "

مركز الدراسات السياسية و الإستراتيجية بالأهرام 120.

ونظرا لحدود الطاقة الاستيعابية لاقتصاديات البلدان العربية القاصرة عن استغلال إيراداتها بالشكل الأمثل، استخدام مفهوم الطاقة الاستيعابية للدلالة على عجز الدولة في استغلال مواردها المحلية بصفة خاصة، فضلا على أن المشكلة تظهر مع وجود المساعدات والقروض الأجنبية للدول الآخذة في النمو. وكما ورد في بعض الكتابات أن الدول الفقيرة غير النامية غالبا ما تعجز عن استيعاب الأموال المقترضة من الدول الأجنبية، إلا أنه مع التخطيط والتوجيه الأمثل للقدرات الاستيعابية سوف تتحسن هذه البلدان وترتفع قدرتها الاستيعابية، ويرتبط تحديد القدرة الاستيعابية مباشرة بسياسة الصادرات البترولية، فكلما ارتفعت أسعار النفط كلما ترتب عليها زيادة الإيرادات البترولية مما يتطلب إدارة هذه العوائد لرفع النمو ودفع التنمية.

إن مشكلة تحديد القدرة الاستيعابية تظل قائمة في حالات أهمها:

- حالة افتراض ثبات الوضع المالي الاقتصادي للبلدان المنتجة للبتروول.
- سير معدل التنمية بمعدل أقل من المعدل المطلوب وبمعنى آخر تنور مشكلة تحديد القدرة الاستيعابية في حالة انخفاض معدل الاستخدام الأمثل عن الزيادة في حجم رؤوس الأموال<sup>1</sup>.

### 3-2- أسباب انخفاض الطاقة الاستيعابية:

ترجع العوامل التي تؤدي إلى انخفاض حجم الطاقة الاستيعابية إلى عدة أسباب هامة نذكر أهمها على النحو التالي<sup>2</sup>:

- عدم تنويع القطاعات الاقتصادية، والتركيز على المواد الأولية كقطاع رئيسي لموارد الدولة المالية خاصة بالبلدان المنتجة للنفط.
- انخفاض معدل التنمية الاقتصادية بما لا يتناسب وحجم رؤوس الأموال العربية، مما يترتب عليه تسرب الفوائض المالية للخارج وخاصة بالولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا مما ينتج عنه مشكلة الطاقة الاستيعابية.
- المشاكل السياسية بالمنطقة العربية تعرقل سير معدل التنمية وتؤثر بالتالي على حجم الطاقة الاستيعابية وعدم تنسيق السياسات التي تعمل على اجتذاب رؤوس الأموال خارج المنطقة. وبالإضافة لذلك نتجت آثار ضارة بسبب العامل السياسي نذكر منها:

1 -Guillamant. la capacité d'absorption du capitale . hose paris. 1964.P2

2- صقر احمد صقر، عائدات النفط وبعض سياسات التنمية في العالم العربي مجلس التخطيط، الإدارة الاقتصادية، سلسلة الدراسات الإنمائية، الكويت، أبريل 1974، ص31.

- عدم إتباع سياسة موحدة تسمح بإقامة صناعات إنتاجية ذات وفرة حجم الإنتاج الكبير.
- ضعف القطاعات التمويلية والأجهزة المالية العربية وقصور الدراسات اللازمة للإدارة والإشراف على المشاريع الإنمائية.
- المحيط الاجتماعي والثقافي الذي يدفع بالاستهلاك نحو الإنفاق في مجال السلع الكمالية الاستهلاكية بنسبة مرتفعة لا تتفق ووضع الادخار والاستثمارات الإنتاجية التي تقتضي توجيه تلك الأموال للإنتاج والتنمية الاقتصادية بالمنطقة، ومن ناحية أخرى تدفق الإذخارات والإيداع بالبنوك الأجنبية التي لا تخدم سوي النشاط الخاص، وتوجيه البنوك الأجنبية لتلك الأموال نحو الاستثمارات الإنتاجية كتمويل الأبحاث البترولية بمناطق عديدة من العالم وخصوصاً بمنطقة بحر الشمال.
- بالإضافة إلى الأسباب السابقة، فإن مشكلة الاستيعاب تختلف بحسب حالة كل دولة، وباختلاف العوامل التي تؤثر على الهيكل الإنتاجي والمالي للدولة كالأفكار السياسية وعدم استقرار السلطة وعدم القدرة على اتخاذ القرارات المالية التي تكفل استيعاب تلك الأموال، مما يدفع معدل النمو الاقتصادي إلى المعدل المطلوب تحقيقه<sup>1</sup>.

### 3-3- عناصر الطاقة الاستيعابية:

للطاقة الاستيعابية عناصر أساسية أهمها<sup>2</sup>:

- توفير المرافق الأساسية واللازمة لتسيير المشروعات الإنمائية.
- التنوع في القطاعات الإنتاجية.
- توفير العناصر البشرية المتخصصة لإدارة المشروعات الإنمائية.
- السوق الوطنية اللازمة لتسويق الإنتاج المحلي.

ولذلك فالبلدان المنتجة للنفط التي تراكمت لديها احتياطات لا يمكنها منفردة استيعاب الإيرادات البترولية محلياً واستخدامها في عملية التنمية الاقتصادية بدون مراعاة العناصر السابقة الذكر، ولذلك فإن غياب هذه العناصر في معظم البلدان المنتجة للنفط، جعلها حائرة في إدارة واستخدام احتياطاتها.

ويمكننا القول أن العلاقة بين الاحتياطات النقدية الضخمة نسبياً والإيداع بالبنوك الأجنبية وشراء سندات الخزنة الأمريكية يغلق الطريق أمام خصائص الازدهار الاقتصادي، وهناك اختياران أساسيان للدول النامية وهي:

- الاعتماد على القدرات الذاتية.
- الاعتماد على القدرات الفنية والمساعدات الأجنبية للحصول على مستوى متقدم من الفن الصناعي.

وفي إطار اختيار المشروعات الإنمائية، ستكون على أساس من التكامل المالي والاقتصادي الإقليمي الذي يعتمد على تنوع الموارد الذاتية للبلدان العربية، كما أن

1- احمد عبد الرحيم، مدخل الطاقة الاستيعابية، مجلة النفط والتنمية، العدد 26 مارس 1983، ص 44.

2- محمد حلمي مراد، رؤوس الأموال العربية بين فرص الاستثمار والقدرة على الاستيعاب، أعمال مؤتمر الاقتصاديين العربي الخاص، بغداد 15/12 1975، اتحاد الاقتصاديين العرب، الأمانة العامة، ص 603

التعاون الصناعي بين البلدان المتقدمة والبلدان النامية يجب أن يعتمد على كفاية البحوث التسويقية، كما أن تحديد فروع الصناعة والتفضيل بينها يجب أن يتم في ضوء المعايير الآتية:

- الموارد الذاتية.
- توفر الأسواق.
- مستوى الفن الإنتاجي.
- البيئة الاستثمارية.
- الوعي بسياسة التصدير وأهدافها.
- الخبرات التسويقية.
- كفاءة الهيكل الإداري.

وتنمية القدرات الذاتية يجب أن يعتمد على دراسة العناصر الآتية:

- التعاون المالي.
- التعاون الصناعي.

وقد تضطر بعض البلدان التي تملك احتياطات كبيرة إلى تبني برامج ضخمة للتنمية بسبب ارتفاع حجم الإيرادات عن قدرتها الاستيعابية وبدون أن تحقق إنتاجية فعلية.

### المبحث الثالث: صيغ إدارة احتياطات الصرف الأجنبي .

لقد أدى تعاظم صيغ إدارة الاحتياطات الأجنبية ، وتنامي حدة المنافسة بين الأسواق المالية ، إلى خلق أسس ومرتكزات اقتصادية للوقوف على حقيقة توظيف الاحتياطات الأجنبية، مع مقدرة التكيف مع المعطيات الداخلية والخارجية للبيئة الاقتصادية ، وقد أدى تضارب الأهداف والأولويات داخل المؤسسات المعنية بإدارة الاحتياطات الأجنبية ، ومع تنوع الفرص و تميز المحيط الخارجي لهذه المؤسسات ، في خضم تنامي إستراتيجيات تمويل الأنشطة الاقتصادية ذات التأثير التنموي الفعال على القطاعات الاقتصادية المختلفة ، وقد أدى ارتباط مفهوم إدارة الاحتياطات الأجنبية في الفكر الرأسمالي بالمشكلة الاقتصادية القائمة على تخصيص الموارد المحدودة والمتاحة في المجتمع ، لتلبية رغبات الأفراد المتجددة والمتكررة، إذ أن حل مشكل تخصيص الموارد في النظرية الرأسمالية ، قائم في أساسه على نظرية السعر والتي ترى من السعر الأمثل أساس المنافسة الكاملة ، ويشمل مفهوم إدارة الاحتياطات الأجنبية، الميكانيزمات التنظيمية والطرق والأساليب التي تتبعها المؤسسات المعنية بإدارة الاحتياطات الأجنبية ، لحماية أصولها والتآكل مع السعي إلي توفير السيولة، وتحقيق العائد ، وذلك من خلال دقة الاعتماد على البيانات والمعلومات وتسخيرها بما يجعلها في خدمة الإستراتيجيات الداخلية . فمتطلبات إدارة احتياطي الصرف الأجنبي تقتضي وجود جهة أو هيئة ، تعمل علي رصد المعلومات وتبني نماذج التنبؤ الحديثة الخاصة بتغيرات أسعار الصرف (العملات الأجنبية)<sup>1</sup> وأسعار الأصول المالية (السندات الحكومية) وأسعار الموارد الأولية

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

(الذهب والمحروقات) بالإضافة إلى معدلات التضخم السائدة في كل فترة، نظرا لتأثيراتها الكبيرة على زيادة أو نقصان حجم الاحتياطات، كما تتطلب إدارة احتياطي الصرف الأجنبي المتابعة المستمرة (الدائمة) لاختيار أدوات الاستثمار والمدة المقبولة لحافطة الاحتياطات، والتي تعكس ترتيبات كل بلد وظروفه الخاصة لحماية أصول الاحتياطات من التآكل وضمان توفرها في أي وقت، ومن هنا سيتم التطرق لهذا الموضوع من خلال :

المطلب الأول: توفير السيولة الاحتياطية اللازمة.

المطلب الثاني: تحقيق العائد المالي الأمثل.

المطلب الثالث: تسيير المخاطر والأزمات المالية.

### المطلب الأول: توفير السيولة الاحتياطية اللازمة

يعد موضوع السيولة الاحتياطية من الركائز الأساسية في الفكر الاقتصادي الحديث ، والتي مازالت تحظى بالمزيد من الدراسات و الأبحاث كمدخل لتقييم أسس إدارة الاحتياطات الأجنبية، وقد أدت خصوصيات البلدان النامية ، مع التزاماتها الإستراتيجية على المستوى الداخلي والخارجي في ظل تنوع مداخل القياس ، إلى صعوبة تقييم درجة وحجم السيولة، فقد تطبق البلدان معايير السيولة المستهدفة غير أن سيولة ذلك البلد لا تعتبر فعالة ، أو قد تكون سيولتها فعالة على الرغم من عدم استيفائه لتلك المعايير ، و يوضح تلك المعطيات ضرورة التركيز على دراسة السيولة من كل الجوانب ، إذ أن ضبط مستوي السيولة الفعال ، له تأثيرا مباشر على مستوى الرفاهية الاقتصادية لاسيما في خضم ترسيخ المبدأ الإدارة الفعالة للاحتياطات الأجنبية ، أمام تنامي حدة الأزمات، كما يمكن النظر للسيولة على أنها هدف تسعى الأطراف التي لها علاقة بإدارة الاحتياطات إلى تحقيقه، لكن تكمن الصعوبة في تطبيق مضامينه ، بحكم أن الكثير من البلدان النامية تملك نفس المقومات المادية و البشرية والتكنولوجية، لكنها تختلف من حيث النتائج، ويعود السبب إلى شكل تفاعل مختلف العوامل الإنتاجية ، وهذا تلبية لرغبات الأطراف ذات المصالح المختلفة سواء من الداخل أو الخارج ، ومن هنا سنتناول موضوع السيولة من خلال :

#### 1. تعريف السيولة Liquidity:

فقد جاء مصطلح السيولة وفقا لقاموس أكسفورد على أنها قوة سرعة التحول الأصول إلى نقود جاهزة، فكلما ارتفعت سرعة تحول أي أصل من الأصول إلى نقود جاهزة كلما زادت درجة سيولة هذا الأصل، ولذلك تمثل النقود بالمعنى الضيق أعلى درجات السيولة<sup>1</sup>.

1- زايري بلقاسم، إدارة احتياطي الصرف وتمويل التنمية في الجزائر، بحوث اقتصادية عربية، العدد 41، شتاء 2008، ص 9.

والذي يهنا هنا هو أن الاحتياطات لا بد أن تتميز بالسيولة، ونعني بالاحتياطي السائل الأصل الذي يمكن استخدامه بسرعة في تسوية المدفوعات الدولية<sup>1</sup>، ويمكن اللجوء إليه عند الحاجة، وبناءً عليه فإن الاحتياطات السائلة إنما تشمل كافة الأصول التي تتمتع بالقبول العام في الوفاء بالالتزامات الدولية، وهناك من يضيف صفة أخرى في الاحتياطات السائلة وهي سرعة تحولها إلى نقد أجنبي بأقل قدر من الخسارة. ويرى البعض الآخر أن السيولة هي القدرة على الدفع في الحال ومعنى هذا أن الأصول تكون مرتفعة السيولة إذا كانت لها القدرة على مواجهة المدفوعات الطارئة أو الفورية. فأنسبة من الذهب مثلاً في اعتقادنا أقل سيولة من 1000 دولار كورق (بتاريخ ماي 2008) وحتى نزول الإشكال المتعلق بالسيولة، نقول بأن السيولة درجات والعملة أعلى درجاتها. والجدول الموالي، يوضح عناصرها واحتمالات استخدامات السيولة:

**الجدول (3.3) :عناصر السيولة واحتمالات استخدامها لكيان اقتصادي**

عناصر السيولة	احتمالات استخدامها
<ul style="list-style-type: none"> <li>• الأرصدة النقدية الحاضرة فعلاً.</li> <li>• موارد مالية قريبة المنال والاستخدام.</li> <li>• موارد مالية يمكن الحصول عليها بمجرد الطلب.</li> <li>• موارد نقدية يمكن الحصول عليها في الحال من جراء بيع الأصول دون تحقيق خسارة محسوسة.</li> <li>• موارد يمكن اقتراضها بسرعة بشروط ميسرة.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• مبالغ تسوية الديون والالتزامات قصيرة الأجل.</li> <li>• التزامات واجبة الأداء بمجرد الطلب.</li> <li>• مبالغ لازمة لشراء مواد ضرورية.</li> <li>• مبالغ لازمة لتسوية مدفوعات لا يمكن تأجيلها.</li> <li>• شراء سلع وخدمات بالكميات المعتادة.</li> </ul>
<p>رصيد السيولة = الفرق بين مجموع الموارد ومجموع الالتزامات.</p>	

المصدر: رمزي زكي، الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية

دار المستقبل العربي، مصر، 1994، ص 83 .

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

2. الجدول القائم حول اعتبار الاحتياطات المقترضة ضمن احتياطي الصرف الأجنبي أم لا ؟

1- توماس ماير وآخرون، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة السيد احمد عبد الخالق، دار المريخ، 1997، ص 87.

هناك في حقيقة الأمر خلاف بين الاقتصاديين في هذا الصدد،<sup>1</sup> فمنهم من يرى الاكتفاء بحساب عناصر السيولة المملوكة، ومنهم من يضيف إلى ذلك عناصر السيولة الممكنة الاقتراض بشروط معقولة، ومنهم من يفضل أن نأخذ ببعض عناصر السيولة المشروطة، وعلى الأخص الأكثر احتمالاً، بالإضافة إلى السيولة غير المشروطة، ومنهم من يرى أن السيولة الدولية للبلد يجب أن تأخذ بعين الاعتبار مدى مقدرة

1- زايري بلقاسم، إدارة احتياطي الصرف وتمويل التنمية في الجزائر، بحوث اقتصادية عربية، العدد 41، شتاء 2008، ص 46.

Ability الاقتصاد الوطني في الحصول على الائتمان الخارجي، بل إن البعض يرى أن السيولة الدولية لبلد ما لا تعدو أن تكون مجرد حالة تقديرية في الذهن البشري ولا معنى لها في الواقع لأنها مصطلح غامض ومبهم ولا يمكن تقديره. وعلى أية حال فإنه من الواضح أن معايير تقدير موقف السيولة الدولية، سوف تتفاوت باختلاف الدول فيما يتعلق بمركزها في حركة التجارة الدولية و باختلاف طبيعة المشكلات الاقتصادية التي تواجه كل منها، فضلاً عن أن معيار أو معايير التقدير يتوقف على الغرض من إجراء التقدير نفسه<sup>1</sup>.

ومع ذلك فنحن نرى أنه بالنسبة لحالة البلاد النامية، فإن أفضل معايير السيولة هو ذلك المعيار الذي يقيس السيولة على أساس مدى تغطية عناصر الاحتياطيات المملوكة وغير المشروطة للالتزامات الخارجية الواجبة الأداء في فترة قصيرة مقبلة (سنة مثلاً)، فكلما ارتفعت هذه النسبة فكلما دل ذلك على تعاضد القدرة الذاتية للدولة على مواجهة أخطار عدم التوازن في ميزان المدفوعات، بل إنه كلما ارتفعت هذه النسبة معبراً عنها في شكل معدل الفترة التي تغطيها السيولة المملوكة للدولة، دل على أن هناك مساحة زمنية لا بأس بها، تمكن الدولة صاحبة العجز من المناورة في مجال المفاوضات مع مصادر السيولة المشروطة و المقترضة، و يعتقد البعض أن هذه الفترة الزمنية لا يجب أن تقل عن ثلاثة شهور، فحينما تلوح في الأفق بوادر عجز طارئ في ميزان المدفوعات، وتصبح الشواهد مؤكدة على حدوث هذا العجز، فإن الدولة تستطيع خلال هذه المدة، التي ذكرناها<sup>2</sup>، أن تجري اتصالاتها على نحو أفضل وهادئ للحصول على أفضل وأحسن شروط السيولة المقترضة، وهو أمر هام في تدعيم الاستقلال الاقتصادي للدول النامية في مجال علاقاتها الاقتصادية الخارجية، ذلك أنه إذا كانت نسبة السيولة لا تغطي إلا شهراً أو أقل من ذلك، فإن ذلك يجعل الدولة عرضة للوقوع في برائن الشروط المجحفة التي يتسم بها سوق الاقتراض الدولي في عالم اليوم، لأن عدم كفاية الاحتياطيات المملوكة إلا لفترة قصيرة

1- وسام الملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، دار المنهل لبنان 2001، ص 65.

2- هشام حيدر، السيولة النقدية الدولية و البلدان النامية، الأهلية للنشر و التوزيع لبنان 1977، ص 151.

جدا يجعل الدولة مضطرة للبحث بسرعة عن أية مصادر للاقتراض، ومن هنا يمكن القول أن ارتفاع نسبة السيولة المملوكة (غير المشروطة) هي مؤشر هام على مدى ما تبتغيه الدولة لنفسها من أمان واحتياط .

### المطلب الثاني: تحقيق العائد المالي الأمثل .

يعتبر منطق تحقيق العائد المالي هدف من الأهداف الإستراتيجية لأي بلد في العالم ، وقد ساد الاعتقاد ولا زال من أن هذا الهدف يجب أن تدور حوله كل القرارات و الاستراتيجيات الاقتصادية ، انطلاقا من أن الهدف الأول لأي بلد هو تعظيم الأرباح، بل أن المهتم بالاقتصاد الجزئي يدرك أن الهدف الأساسي والرئيسي لإدارة الاحتياطات الأجنبية ، إنما هو تعظيم الأرباح ، و يتجاوز البعض حدود الاعتقاد إلى التأكيد أن العائد هو أساس الاستثمار والحفاظ على الموارد الاقتصادية ، ولذلك لا بد وأن يكون محور اهتمام البلدان هو السعي لضمان تحقيق هذا الهدف ، ضمانا لاستمرار الاحتياطات ومؤشرا مهما من مؤشرات تقييم الأداء وتقييم فاعلية السياسات و الإستراتيجيات الناجمة لتسيير الاحتياطات الأجنبية ، ومن الجدير بالذكر<sup>1</sup> أن البلدان المتقدمة والتي يتم التداول بأسهمها على نطاق واسع ، تستطيع استهداف وتحقيق قيم أعلى للسهم الواحد في الأسواق المالية ، أما البلدان النامية ، فلا يمكن أن تسعى وراء ذلك الهدف . ويتم ذلك عموما من خلال إنشاء الصناديق السيادية أو تكوين المحافظ المالية أو شراء السندات الحكومية الدولية، وسيتم تفصيل هذه الجوانب في المبحث القادم. وبشكل موجز، يمكن فيما يلي رصد أهم المبادئ التي تنبغي مراعاتها عند إدارة للاحتياطات بهدف تحقيق عوائد وذلك من خلال :

- اختيار الأوراق أو الصكوك أو الأصول الاستثمارية من كل عملة ينبغي بعد مراعاة معدل العائد، الحرص تماما على تقليل درجة المخاطر المحيطة بهذا الاختيار، والتحوط من عدم الوفاء فالحرص على ذلك يتطلب تجنب كافة أشكال الاستثمار التي يمكن أن تسيء إلى المال العام، ومن ثم إلى الأهداف المبتغاة من تكوين هذه الاحتياطات. ولهذا ينبغي أن يقتصر الاستثمار على السندات الحكومية التي تصدرها الوكالات الدولية متعددة الأطراف ( مثل سندات البنوك أو الصكوك الآجلة) والتي قد يكون الاستثمار فيها مطلوبا لتغطية مخاطر السوق، بيد أنه يجب النظر إلى هذا النوع الأخير من الاستثمارات على أنه (مجالات خطرة) ويتطلب الاستثمار فيها خبرة راقية وعالية وحذرة في نفس الوقت.
- يجب الحرص على توفير سيولة الحافظة، ويكون ذلك عن طريق ( تحديد نسبة مئوية دنيا يمكن تحويلها إلى الموازين النقدية دون خسارة كبيرة في رأس المال) وهذه النسبة

1- هشام حيدر , السيولة النقدية الدولية و البلدان النامية, الأهلية للنشر و التوزيع لبنان 1977، ص44 .

يجب أن تساوي على الأقل ذلك الجزء من الاحتياطات الذي يطلق عليه مصطلح (الحد الأدنى من الاحتياطات). ويرتبط بهذه النقطة ضرورة تحديد متوسط عمر الحافضة أو ما يعبر عن ذلك كنطاق أو مدى (حد أدنى 3 شهور وحد أقصى 15

شهرًا) وهذا يفرض بالتالي قيودا على حرية الاختيار في إدارة هذه الحواظ فلا يجوز اختيار سندات ذات عمر أطول وبكميات تقلل من نسبة السيولة المبتغاة.

تحتاج الإدارة العليا إلى تحديد حافضة إستراتيجية طويلة الأجل تمثل أفضل موازنة متاحة بين مختلف المخاطر التي يواجهها جهاز إدارة الاحتياطات، وتكون هذه الحافضة هي حافضة الاستثمار المعيارية للجهاز، وتدخل حيز التنفيذ من خلال إنشاء عدد من الحواظ المعيارية الفعلية التي تتضمن العملات المختارة بالأوزان الترجيحية المفضلة، وأدوات الاستثمار المقرونة بخصائص ائتمانية ملائمة، والمدة التي تعكس المستوى المرغوب من مخاطر أسعار الفائدة، ويجب ألا تتضمن القواعد المعيارية عوامل عارضة أو تعكس حركات متوقعة قصيرة الأجل في الأسواق، وإن كان يتعين مدى ملاءمتها بصفة منتظمة<sup>1</sup>، ويجري إدخال التغييرات على القواعد المعيارية نتيجة لما تشهده هياكل الأسواق أو خصائصها من تغيرات تمس بيئة الاستثمار، ويمثل اعتماد القواعد المعيارية للاستثمار ممارسة تحقق الانضباط في العملية الاستثمارية. وثمة مناهج مختلفة في قياس المخاطر والسيطرة على حالات الانكشاف الناجمة عن الانحراف عن القاعدة المعيارية، والقاعدة أن تحجيم هذا الانكشاف يتم من خلال وضع حدود كمية على حجم أي انحراف عن القاعدة المعيارية من حيث العملة أو المدة أو الائتمان الذي يمكن أن يسمح به المسؤولون عن استثمار الاحتياطات، وتدار مخاطر العملة عادة من خلال وضع حدود كمية على المدى المسموح به لانحراف أية عملة بمفردها، أو جميع العملات التي تتألف منها الحافضة المعيارية منظورا إليها ككل عن هيكل الحافضة المعيارية، ويمكن إدارة مخاطر أسعار الفائدة ومخاطر الائتمان عن طريق وضع قواعد معيارية مقرونة بمدة محددة وتقييد الانحراف الفعلي للحافضة من حيث تباين المدة ومنحني العائد، وتعتبر القواعد المعيارية للاستثمار أداة هامة في تقييم أداء مديري الحواظ ومسؤولتهم، فأينما يسمح للمديرين بتجاوز حدود الحافضة المعيارية<sup>2</sup> سوف يقيم الأداء وتحدث المساءلة من خلال مقارنة أداء الحافضة الفعلية بالأداء الذي يمكن أن تولده حيازة الحواظ المعيارية، وإذا كان مديرو الحافضة يسعون للتوافق مع القاعدة المعيارية فإن تقييم الأداء سوف يستند أيضا إلى مقارنة الأداء الفعلي مقابل القاعدة المعيارية، وفي كلتا الحالتين فإن القاعدة المعيارية تنشئ النقطة المرجعية لمساءلة جهاز إدارة الاحتياطات من حيث اختياره للمخاطرة التي يمكن تحملها.

1- تعتبر أساليب قياس والتحكم في ملاءة الاستثمار مع وضع صيغ تقليل مخاطر الاستثمارات من أهم أساليب التي تعتمد عليها المؤسسات المالية الحديثة في الإدارة المالية.

2- وسام الملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، دار المنهل لبنان، 2001، ص 56.

### المطلب الثالث : تسيير المخاطر والأزمات المالية .

لقد ارتبط مفهوم تسيير المخاطر في الفكر الاقتصادي الرأسمالي بالمشكلة الاقتصادية التي تشكل موضوع علم الاقتصاد، و هي مشكلة ندرة الاحتياطات الأجنبية مقابل الحاجيات و الرغبات المتعددة للأفراد و المجتمعات ، و قد طور الاقتصادي الإيطالي **فلفريدو بريتو** مفهوم الكفاءة وفق ما هو معروف بين الاقتصاديين بمصطلح أمثلية **بريتو** والتي تعني تخصيص موارد المجتمع أو المؤسسة أو الصناعة تخصيصا كفاء لا يسمح بوجود هدر أو تضييع أمثل للموارد ، وأي استخدام للموارد مصحوبا بهدر أو تضييع أو ضرر ، فهو استغلال غير كفاء و يعبر عن اللاكفاءة كما أن الارتباط الوثيق لمصطلح المخاطرة بالعائد و مدى علاقتهما بالاستراتيجيات المالية و الاقتصادية للمؤسسات الهادفة إلى تعظيم أرباحها ، و التقليل من تكاليفها إلى السعي لبلوغ الأهداف وفق المعطيات الداخلية و الخارجية، حيث تعني التسيير الأمثل للمخاطر في أبسط صورها القيام بالعمل الصحيح و الاهتمام بالقرارات الإستراتيجية ، كالاختبارات السلعية و السوقية الملائمة و بعبارة أخرى فالإدارة المثلى للاحتياطات الأجنبية هي تفاعل مكونات المؤسسات الاقتصادية ، و منها المصرفية على المستوى الكلي بما تحتويه من أنشطة فنية و وظيفية و إدارية و ما يؤثر فيه من متغيرات خارجية و داخلية ، عكس الكفاءة والتي ترتبط بالمستوى الجزئي

و عليه فمقومات تسيير المخاطر تقوم على ضرورة تحديد الحجم الأمثل للاحتياطات البلد التي تمكنها من مواجهة الاحتياجات الدورية وامتصاص الصدمات الخارجية الغير متوقعة، و بعد ذلك تحاول أن تحدد تكلفة الفرصة البديلة والسعي لتحقيق العوائد وتسيير المخاطر.

و لذلك يجب أن يكون هناك إطار يحدد ويقدر مخاطر عمليات إدارة الاحتياطات، و يسمح بإدارة المخاطر على أساس محددات ومستويات مقبولة، فإدارة الاحتياطات تنطوي على عدد من المخاطر التشغيلية و المالية و على الرغم من عدم وجود صيغة (تسيير المخاطر) محددة تناسب كل الأوضاع، فإن العديد من هيئات إدارة الاحتياطات التي تستفيد عمليا من مبادئ إدارة الحوافظ المقبولة عموما في تحديد إستراتيجية اختيار الأصول و توزيعها للسيطرة على حجم الانكشاف للمخاطر الخارجية، و هذا ينطوي عادة على تعيين محددات كما يلي<sup>1</sup>:

- حيازة العملة و توجيهها للالزمات قصد الحفاظ على سقف من العملات القابلة للتحويل في أي وقت.

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

- اشتراط آجال الاستحقاق أو المدة التي تسمح بالحد من الانكشاف لمخاطر أسعار الفائدة أو مخاطر أسعار السوق.

1 - المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي، صندوق النقد الدولي، 2001، ص6.

- يجب أن تشمل محددات المخاطر الحدود الدنيا المقبولة لمراتب الجدارة الائتمانية المعطاة للجهات التي تصدر الأدوات المالية التي تتعامل فيها الاحتياطات الدولية وعلى العموم يواجه البنك المركزي قبل وإثناء وبعد عملية إدارته للاحتياطات مجموعة من المخاطر نورد أهمها فيما يلي<sup>1</sup>:

أ- **المخاطر الخارجية المرتبطة بالأسواق**: تنقسم المخاطر الخارجية إلى العديد من الأنواع يمكن حصرها في:

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

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

**3- مخاطر العملة**: قد يتعذر اجتناب بعض عناصر مخاطر العملة في حواظ الأصول الاحتياطية، إلا أنه قد حدثت حالات تم فيها اتخاذ مراكز كبيرة بعملات بلدان أخرى توقعاً لحدوث تغيرات مواتية في أسعار الصرف المشتقة الرئيسية مستقبلاً، ولكن ما حدث هو تحرك أسعار الصرف في اتجاه معاكس مما تسبب في وقوع خسائر كبيرة في حجم الاحتياطات.

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

ب- **المخاطر التشغيلية**: والتي يمكن حصرها في النقاط التالية :

**1- مخاطر انهيار نظم المراقبة**: ظهرت بضع حالات سافرة من الاحتياطات، وغسيل الأموال، وسرقة الأصول الاحتياطية، نتيجة ضعف إجراءات المراقبة أو عدم وجودها،

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

وعدم كفاية المهارات المتوفرة، وضعف الفصل بين الوظائف والتواطؤ بين موظفي جهاز إدارة الاحتياطات.

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

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

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

## خلاصة الفصل:

إن تبني خيارا ائتمانيا في إدارة واستخدام احتياطات الصرف الأجنبي ، يعني تبني الآليات والاستراتيجيات الكفيلة بتسييره، وفق القوانين السائدة فيه ، مع القبول بها و العمل على تجسيدها على أرض الواقع ، فالتغيرات الحاصلة في الاستراتيجيات الإدارية للاحتياطات الأجنبية يفرضان استيعاب الأهداف الأساسية التي ترمي إليها في إطار القوانين السائدة و المسيرة للسوق وفق العوامل الفاعلة فيها، كون أن الاستراتيجيات القائمة على تحقيق الأرباح و ضمان استمرارية البلد في

ممارسة نشاطه ، إضافة إلى الوصول لمستوى معين من النمو و الاستقرار ، و كذلك توفير الأموال اللازمة لمجابهة الالتزامات الاجتماعية الغير مرغوبة و ممارسة النشاطات الاقتصادية العادية ، مقرونة بتحديد المسارات الواجب إتباعها وفق الأدوات و الوسائل المعتمدة في هذا المجال ، مع تحديد المعايير الملائمة لقياس و تقييم فاعليتها، و عموما فإن مجمل المعايير القائمة على قياس الإدارة و الاستخدام تنقسم غالبا إلى قسمين :منها ما يتعلق بوظائف النشاط الأساسي للدولة ، و منها ما هو مرتبط بالاستثمارات العادية و التي تمثل النشاط المساند أو الداعم للأداء الأساسي للبلد ،كون أن عملية التقييم تستند إلى المعايير و المؤشرات التي توضح مدى نجاح البلد في تحقيق الأهداف المرجوة ، من ممارسة هذه الوظائف أو الأنشطة أو ما يتعلق بسلوك القائمين على الاقتصاد و أسلوب تعاملهم مع المحيط الاقتصادي ، وصولا لإرضائهم و كسب ثقتهم و جعلهم محل الوفاء ، إذ تعكس المؤشرات الرقمية مدى تحقيق أهداف البلد المعبر عنها بتحقيق الربحية و النمو المرغوب فيه ، مع تحقق الأمان و السيولة والذي يسمح بتحديد الانحرافات و ضبط أسبابها و كيفية معالجتها ، و رسم السياسات المناسبة لذلك للارتقاء و تحسين مستوى الأداء بها ، و على العكس ففي حالة إهمال تقييم الاستخدام الأمثل للاحتياطات الأجنبية في ظل الظروف القائمة على المنافسة و عدم الاستقرار مع حدة التقلبات الاقتصادية ، و التي قد تؤدي إلى تعرض البلدان للزمات مع تنامي حدة المخاطر ، لذلك تعتبر عملية تقييم كلا من الأداء و الاستخدام من الأدوات التي يستند عليها الاقتصاد في صياغة و اتخاذ القرارات السليمة و التي تضمن نجاح البلد في ممارسة نشاطه العادية .

الفصل الرابع:

البعد الاقتصادي الدولي للاحتياجات  
الأجنبية

### تمهيد:

يكتسي البعد الاقتصادي الدولي للاحتياطات الأجنبية طابع سياديا منبثقا من القدرة على التحكم وإدارة عجلة الاقتصاد الدولي ، وتصنف الاحتياطات الأجنبية بالنسبة للعديد من الدول ، وخاصة الناشئة منها ضمن صنفين رئيسيين ، الأول يعتبر الاحتياطات الأجنبية أصل من الأصول التي تحتفظ بها الدولة خارج حدودها لاستخدامها كصمام أمان يحول دون الوقوع في الآثار السلبية الغير مرغوب فيها ، لاسيما في فترة الأزمات الاقتصادية والتي ترتبط تداعياتها ارتباطا مباشرا بوضع ميزان المدفوعات ، ويرتبط الثاني بدور الاحتياطات الأجنبية في دعم ومساندة السياسات الاقتصادية المختلفة التي تنتهجها الدول لتحقيق أهداف اقتصادية يتم تحديدها في إطار رسم وتوجيه معالم السياسات النقدية أو التحكم في سياسات سعر الصرف ، ويتفق الكثير من المحللين الاقتصاديين على أن خاصية الانتفاع من الاحتياطات لا تعتمد على حجمها المتراكم بقدر ما تتطلب الإدارة المحكمة والسليمة لهذه الاحتياطات، وبدورها تشمل هذه الإدارة على اختيار وانتقاء التوليفة الملائمة للعناصر التي تتكون منها الاحتياطات حسب حاجة ووضع كل بلد، ومن أجل مناقشة هذه الأبعاد والإحاطة بها، تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث أساسية :

- المبحث الأول : واقع إدارة واستخدام الاحتياطات الأجنبية في الاقتصاديات المتقدمة .
- المبحث الثاني : واقع إدارة واستخدام الاحتياطات الأجنبية في الاقتصاديات النامية .
- المبحث الثالث : إدارة الاحتياطات الأجنبية في ظل الأزمات المالية .

**المبحث الأول: واقع إدارة واستخدام الاحتياطات الأجنبية في الاقتصاديات المتقدمة**  
يمنح وجود احتياطات ملائمة من النقد الأجنبي الثقة في قدرة السلطات النقدية على سداد التزاماتها الخارجية في حينها ، ويرتبط الاحتفاظ بالاحتياطات الأجنبية وفقا للأهداف الإستراتيجية لكل دولة ، سواء بهدف دعم الثقة في سياسات إدارة النقد الأجنبي

أو التحكم في تسيير سعر الصرف وذلك من خلال التدخل في دعم قيمة العملة المحلية والحفاظ على السيولة اللازمة للتقليل من حدة الصدمات المالية وتختلف الدوافع الحقيقية لكل دولة على حدي في تكوين الاحتياطيات الأجنبية وفقا للظروف الدولية مع طبيعة ونوع التركيبة الاقتصادية ، كون أن وضع المحيط الخارجي للدولة مع طبيعة ونوع الظروف الاقتصادية الداخلية ، أهم سمات تكوين نوع وحجم الاحتياطيات الأجنبية ، إذ تسعى معظم الدول المتقدمة إلى تكوين احتياطيات أجنبية أساسا قائم على مواجهة عدم استقرار ودائمية مصادر الوفاء بالالتزامات القصيرة الأجل ، والتي تعتبر مرجع الاحتياطيات الأجنبية جراء موسمية مصادر العملات الأجنبية ، كالموارد السياحية ، أو الزراعية والتي تعتمد على الأمطار ، كما يمكن الاعتماد على هذه الاحتياطيات الأجنبية كغطاء للعملة المحلية ، حيث كان العمل بهذا التوجه أساسا تزامنا مع عصر قاعدة الذهب ، واستمر العمل به بعد الحرب العالمية الثانية ، وحتى إلى غاية انهيار نظام "بروتون وودز" والذي كان يقضي بتحديد قيمة العملة المحلية بقدر ما تملكه الدولة من ذهب يغطي تلك الإصدارات ، ومع أن دور الذهب كغطاء للعملة المحلية المصدرة لم يتلاشي نهائيا ، إلا أن الجزء الذهبي من الاحتياطيات التي تستخدم أو تكون لهذا الغرض أصبح ذو أهمية نسبية ضئيلة جدا ، حيث لم يعد وجود رصيد ذهبي لدى الدولة مصدر من مصادر زيادة الثقة في العملة المحلية لها ، واتساع نطاق قبولها على المستوي العالمي ، حيث تعد نيجريا من أكبر منتجي الذهب في العالم ومع ذلك فإن عملتها لا تلقى قبولا كعملة دولية<sup>1</sup>.

أما بالنسبة لاستخدام الاحتياطيات الدولية كأداة لتنفيذ السياسة النقدية والتحكم في توجهات أسعار صرف العملة المحلية ، فإنه يتم أساسا في الدول التي تتبع سياسة تثبيت سعر الصرف ، ويتم استخدام الاحتياطيات الدولية سواء بالبيع أو الشراء للعملة الأجنبية في سوق الصرف للحفاظ عليه عند المستوي المستهدف ، ويكون استخدام الاحتياطيات الأجنبية في تنفيذ السياسة النقدية من خلال التدخل في أسواق الصرف للحفاظ على هامش مستهدف بين أسعار الفائدة على العملة المحلية ، وأسعار الفائدة على العملات الأجنبية ، شريطة تحقيق السوق لمستوي معين من الانفتاح على الأسواق الدولية .

ومن خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى بعض الاستراتيجيات المتبعة في بعض الدول المتقدمة سواء من حيث الجانب التشريعي أو الجانب المالي وذلك من خلال :

#### 1- المطلب الأول: تجربة كندا في إدارة واستخدام الاحتياطيات الأجنبية

يتم التعامل مع الاحتياطيات الأجنبية في كندا باعتبارها تمثل أحد الأصول المملوكة للحكومة ، ولذلك يعهد إلي كلا من وزارة المالية والبنك المركزي بإدارتها ، وتعتمد إستراتيجية إدارة الاحتياطيات الأجنبية على الاحتفاظ بالجزء الأكبر منها ( نحو 80 % ) في شكل أصول سائلة في حساب خاص باسم وزارة المالية لدي بنك كندا ( البنك

1- زكي رمزي ، الاحتياطيات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري ، دار المستقبل العربي ، القاهرة ، 1994، ص 53.

المركزي) والذي يطلق عليه تسمية<sup>1</sup> Exchange Fund Account ( E F A ) ، والذي يتم تمويله أساساً من خلال حصيلة التزامات مقومة بالعملة الأجنبية (سندات – أذونات الخزينة) تصدرها الحكومة الكندية ، ويتولى البنك المركزي بالتنسيق مع وزارة المالية ، إدارة كلا من الاحتياطيات السائلة مع الذهب بالإضافة إلى المكونات الأخرى من الاحتياطي مثل وحدات حقوق السحب الخاصة ، والاحتياطي لدي صندوق النقد الدولي . ويأتي هدف توفير السيولة من النقد الأجنبي للحكومة لتمكينها من تحقيق أهداف السياسة النقدية وللحفاظ على استقرار الدولار الكندي في سوق الصرف الأجنبي ، والتي تعتبر الأساس الاستراتيجي لعملية إدارة واستخدام الاحتياطيات الأجنبية ، ومن الجدير بالذكر أن عملية إدارة واستخدام الاحتياطيات الأجنبية في كندا تتميز بالمرونة والقدرة على التعديل حسب مقتضيات التطورات الاقتصادية الداخلية والخارجية ، مع ارتباطها بالسياسة النقدية المتبعة ، والتي عادة ما تتسم بعدم الثبات وهو ما يتطلب توجيه هذه الاحتياطيات في إدارة المخاطر ، مع العمل على التقليل من تكلفة الاحتفاظ بهذه الاحتياطيات ، والمحافظة على مستوى مرتفع من السيولة والأمان ، وتحقيقاً لهذه الأهداف يتم استثمار جزء كبيراً من هذه الاحتياطيات في صورة أصول عالية السيولة مقومة بالدولار الأمريكي بغرض توفير السيولة الفورية من النقد الأجنبي لتمويل تدخل البنك المركزي في سوق الصرف ، مع الاحتفاظ بباقي الأصول في شكل محفظة متنوعة من الأصول عالية الجودة مقومة بسلة من العملات الرئيسية كالدولار الأمريكي اليورو والين الياباني ، ويسمح للقائمين على إدارة واستخدام الاحتياطيات الأجنبية بالتعامل في حدود معينة ، وذلك من خلال استخدام المشتقات المالية ، ويبين الجدول التالي الصيغ المتبعة في كندا من أجل الاستخدام العقلاني للاحتياطيات الأجنبية أثناء الأزمات الاقتصادية ، مع الإشارة إلى أن كندا من بين الدول التي لا تعتمد في سياسات إعداد الاحتياطيات الأجنبية على حيازتها من الذهب ، جراء خصوصية الاقتصاد الكندي في التعاطي مع مختلف الأزمات الاقتصادية .

#### جدول رقم (1-4) الاحتياطيات الأجنبية لكندا (2008-2015)

مليون دولار أمريكي

السنوات	الذهب	حقوق السحب الخاصة	مركز الاحتياطي لدي صندوق النقد الدولي	العملات الأجنبية	إجمالي الاحتياطيات الدولية
2008	10.4	1305	3100	43.872	48287.4
2009	13.1	1911	3477	54.356	59757.1
2010	14.6	2303	3500	57.151	62968.6

1- HAUKUR C. Benediktsson and strula palsson central bank foreign reserves publications central bank of Iceland website 2007,p 89

71838.8	65.819	3604	2401	14.8	2011
74580.2	68.546	3609	2409	16.2	2012
77854.8	71.937	3377	2521	19.8	2013
80739.1	74.700	3408	2611	20.1	2014
85956.7	79.753	3511	2671	21.7	2015

المصدر: EXCHQNGE QND GOLD, THE WORLD FACT BOOK. RESERVES OF FOREIGN

وتعد كندا احدي أهم الدول التي تستخرج الذهب في العالم ولكن الحكومة لم تهتم بشراء أي مخزون إضافي ، وأظهرت بيانات وزارة المالية للأعوام 10 الماضية أن احتياطي الذهب بلغ حوالي 181 مليون دولار وان قرار الحكومة المتعلق ببيع الذهب غير مرتبط بأسعاره العالمية<sup>1</sup> ، وإنما إلى محاولة تكييف السياسة الحكومية وفقا للمقتضيات الاقتصادية ، كما هو الحال بالنسبة للاقتصاد الكندي .

حيث نلاحظ من الجدول أعلاه الثبات النسبي لحياسة كندا من احتياطيات الذهب حسب السنوات إذ تدني حيازة كندا من الذهب سنة 2008 لما قيمته 10.4 مليار دولار من الذهب جراء الإجراءات الاحترازية اللازمة المالية العالمية ، والتي دفعت بالدول إلى تخفيض قيمة إجمالي الاحتياطيات الكتلية إلى الاحتياطيات المالية السائلة ، ومع التعافي الذي عرفه العالم بدأت الدول في توسيع احتياطياتها من رصيد الذهب والذي انتقل من 13.4 سنة 2009 إلى 21.7 سنة 2015 وذلك نتيجة لتعافي الاقتصاد العالمي ، مع الاسعار التنافسية التي عرفت أسعار الذهب في الأسواق العالمية .

#### الإطار القانوني والتشريعي لإدارة واستخدام الاحتياطيات الأجنبية بكندا :

يعتد بالاحتياطيات الأجنبية في كندا بكونها أصولا مقومة بالعملة الأجنبية ، ومملوكة للحكومة ، ولذلك يناط بوزير المالية تصميم سياسات إدارتها ، في حين يتولي البنك المركزي ( بنك الحكومة ) تنفيذ هذه السياسات ، وإجراء العمليات نيابة عن وزارة المالية بشكل يومي ، ومن الناحية القانونية يتم التعامل مع الاحتياطيات الأجنبية ، وفق ميثاق العملة Currency Act

والذي يمثل الإطار القانوني لعمليات استثمار وإدارة الأصول الحكومية ، وذلك ضمن حساب صندوق سوق الصرف الأجنبي ( E F A ) إذ تسند إلى وزير المالية مهام إقرار السياسات المتبعة في تسييره ، في حين تقع مسؤولية إدارته على عاتق كلا من وزارة المالية مع البنك المركزي الكندي<sup>2</sup>.

1- اسوار برسداد، هل يسيطر اليوان ، مجلة التمويل والتنمية ، صندوق النقد الدولي ، العدد42، مارس 2013 ، ص61

1-laura alfarofabio kanczuk.optimal reserve managemnt and savereign debtmay 2007.Federal reserve bank of san francisco.working paper 2007.p29

وتتضمن سياسة إدارة واستخدام الاحتياطي الأجنبي في كندا الالتزام بإعداد وإصدار التقارير بشكل منتظم حيث يتولى وزير المالية برفع تقرير سنوي إلى البرلمان حول عمليات إدارة واستخدام احتياطيات الصرف الأجنبي ، مع أحقية الجمهور في الاطلاع عليه ، ويتضمن هذا التقرير نتائج المراجعة السنوية لحساب الصندوق ، مع تكفل المراجع العام لكندا بإعدادها ، كما تتدخل أطراف خارجية عن الصندوق في إعداد التقرير النهائي الخاص بسوق الصرف الأجنبي ( E F A ) لضمان الشفافية والحياد في عرض نتائج عمل الصندوق، إذ تسند إلى وزير المالية مهام إقرار السياسات المتبعة في تسييره ، في حين تقع مسؤولية إدارته على عاتق كلا من وزارة المالية مع البنك المركزي الكندي .

وقد عززت السياسة النقدية الكندية مقومات الاعتماد على الاقتصاد الداخلي الكفيل بتغطية الحاجيات الاقتصادية أثناء الأزمات الاقتصادية ، مع وضع أساليب تقوم على النجاعة الاقتصادية في حالة الأزمات الاقتصادية ، وتخصيص الاحتياطيات النقدية في سد النفقات المترتبة أساسا على الاحتياجات التي لا يمكن للاقتصاد الكندي من تأمينها ، أو توجيه الاحتياطي الأجنبي في تغطية مشاكل السيولة النقدية .

### المطلب الثاني: تجربة الصين في إدارة واستخدام الاحتياطيات الأجنبية

تعتبر الصين من أكبر مالكي احتياطيات الصرف عالميا ، إذ تقدر إجمالي احتياطياتها بنحو 3.8 تريليون دولار في أواخر ديسمبر 2014 ، وتوظف نسبة كبيرة من احتياطياتها في شكل سندات حكومية ذات دخل ثابت ، وتعهد إدارة الاحتياطيات الأجنبية من طرف شركة الاستثمار الصينية China Investment Corporation CIC ، والتي تم إنشائها أواخر 2007 ذات الملكية المطلقة لمجلس الدولة ، برأس مال يتعدى 200 مليار دولار وتنقسم الشركة إلى فرعين أساسيين<sup>1</sup>:

وقد أنشأت ثلاثة مجالس لمتابعة عمليات توظيف الاحتياطيات الأجنبية ، مجلس إدارة ومجلس الرقابة واللجنة التنفيذية ، ويمثل مجلس الدولة حقوق المساهمين نيابة عن الدولة

إذ يتكفل مجلس الإدارة بالإشراف على عمليات الشركة ، وتقييم أدائها العام مع اتخاذ القرارات في المسائل الهامة بما يتفق مع ميثاق الشركة ، بناء على الاستراتيجيات

1-Reserve Related Liabilities: Presentation in the International Accounts Framework ,Nineteenth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics Frankfurt, October 23–26, 2008.,p4.

المستهدفة من المساهمون ، مع قدرته على تعيين وإنهاء مهام المديرين الغير ملتزمين بتنفيذ قرارات المجلس ، مع رفع تقارير دورية إلي المساهمين . كما يقوم مجلس الرقابة على متابعة سلوك أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين ، وكذا فعالية الإجراءات الرقابية داخل الشركة ، مع رفع تقارير دورية إلي المساهمين ، كما تناط به كل عمليات التدقيق الداخلي ، كون أن رئيس مجلس الرقابة يعتبر أحد أعضاء اللجنة التنفيذية .

أما فيما يخص اللجنة التنفيذية ، والتي تتولي رسميا تنفيذ تعليمات مجلس الإدارة والإشراف على العمليات اليومية ، مع سلطاتها في كافة قرارات التشغيل ، بما في ذلك تقييم الأجور ، وسبل وضع قرارات تكيف المؤسسة وفقا للمعطيات والظروف الاقتصادية الخارجية للمؤسسة .

وحتى يتسنى التحكم الأمثل في القرارات المالية الخارجية ، فقد تم الاستعانة بالمجلس الاستشاري الدولي والذي يضم 15 خبيرا دوليا بارزا يقدمون توجيهات معمقة من منظور دولي للاستثمارات الدولية ، والقضايا ذات الشأن المالي الأجنبي ، ودراسة حالة السوق وكذلك المخاطر المالية الناجمة عن التوظيفات في الأسواق المالية العالمية ، كما أسندت دراسة إدارة المخاطر على استراتيجيات التوظيف وكذا تقييم مختلف سياسات التوظيف إلى لجنة إدارة المخاطر ، والتي تضم بالأساس كلا من رئيس مجلس الإدارة، والرئيس التنفيذي مع نوابه ، والمدير التنفيذي للاستراتيجيات مع رئيس إدارة المخاطر ورؤساء الأقسام .

### الإطار الاقتصادي لإدارة واستخدام الاحتياطات الأجنبية بالصين :

لقد عمدت الصين بعد الأزمة المالية العالمية والتي عصفت بالاقتصاديات الدولية سنة 2008 ، لاسيما

والتقلبات الحادة التي شهدتها الدولار ، إلى تنويع سياساتها الاستثمارية من خلال التوجه إلى الاستثمار في المحافظ المالية طويلة الأجل وذات العائد المضمون وفق المخاطر المحتملة .

إن الأساس الاستثماري لشركة CIC استند إلى التوظيفات طويلة الأجل ، لتغطية كافة التقلبات القصيرة الأجل مع التنوع في الاستثمارات المختلفة للمحفظة المالية ، بهدف بناء محفظة متنوعة كفيلة بإدارة جزء من الاحتياطات الأجنبية مع تحقيق العائد وفقا للمخاطر الاستثمارية المتوقعة ، ففي سنة 2007 استثمرت شركة CIC ما يقارب 200 مليار دولار أمريكي بمعدل فائدة لايتعدى 0.2 % جراء بؤادر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وتقلبات السوق الدولية وعزوف الاستثمار في المحافظ ذات المخاطر الغير مؤمنة ، ومع

1- مع زيادة تراكم احتياطات الصرف الأجنبي ظهر الخلاف بين وزارة المالية وبنك الشعب الصيني في إدارة فوائض الاحتياطات الأجنبية جعل وزارة المالية تعمل على انتزاع السيطرة من SAFE ، وتعود ذروة النزاع من خلال المؤتمر المالي يناير 2007 ، عندما اقترحت وزارة المالية إنشاء صندوق سيادي لتنويع حيازة الصين للاحتياطات الأجنبية

بداية التعافي الاقتصادي الذي شهده العالم بداية 2009 فقد لجأت شركة CIC إلى استثمار ما يقارب من 58 مليار دولار أمريكي بنسبة عائد على المحفظة يقدر ب 11.7 % . وقد كانت سنة 2011 من أسوء السنوات التي عرفتتها شركة CIC حيث حققت نسبة خسارة تقدر ب 4.3 % ، وفي عام 2012 قدر العائد الصافي للشركة ب 10.60 % جراء تعافي الأسواق العالمية مع انتعاش الأسواق المالية نتيجة الإجراءات الاحترازية لمختلف الشركات الاستثمارية .

غير أن العقبات الاقتصادية المتعددة<sup>1</sup>، والمفروضة من طرف الولايات المتحدة الأمريكية على التجارة الصينية ، أساس الاختلالات الظرفية في ميزان المدفوعات التجارية للصين مما دفع الحكومة الصينية إلى تعزيز تواجدها في باقي اقتصاديات العالم حتى يتسنى لها تخفيف حدة التأثيرات السلبية على مردود العملات الأجنبية ، والمنتبع للسياسة النقدية للصين ، إقدامها على التنوع في احتياطياتها الأجنبية ، من أجل التخفيف من حدة الانعكاسات السلبية لكلا من انخفاض أسعار صرف العملات القيادية ، أو تأثير ارتداد الأزمات على الاقتصاد الصيني نتيجة ارتباط الاقتصاد الصيني بباقي الاقتصادات العالمية .

#### جدول رقم (2-4) الاحتياطيات الأجنبية للصين (2008-2015)

مليون دولار أمريكي

السنوات	الذهب	حقوق السحب الخاصة	مركز الاحتياطي لدي صندوق النقد الدولي	العملات الأجنبية	اجمالي الاحتياطيات الدولية
2008	1010.4	1.966.037	39854	2.521.27	2259028,4
2009	1031.1	2.452.899	40511	2.788.12	2773253,1
2010	1014.6	2.913.711	40622	3.108.04	3266151,6
2011	1014.8	3.254.674	41502	2.911.00	3588290,8
2012	1016.2	3.387.512	42804	2.822.08	3713540,2
2013	1019.8	3.880.368	42711	2.499.36	4174034,8
2014	1020.1	3.900.039	41533	3.405.81	3945997,91
2015	1054.1	3.405.253	45201	3.606.79	3812187,1

المصدر: EXCHANGE AND THE WORLD FACT BOOK. RESERVES OF FOREIGN: GOLD2015

2- زكريا الدوري، يسرى السامرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية، الطبعة العربية، دار اليازوري، 2006، ص36

هذا وتجدر الإشارة إلى أن الصين من اقدر الاقتصاديات العالمية من حيث الاحتياطيات الأجنبية والبالغ حسب الإحصائيات الرسمية للبنك الصيني ب 3.32 تريليون دولار<sup>1</sup> ، وقد انعكست اثار الأزمة على قيمة اليوان ، حيث انخفض إلى ادني مستوي له منذ خمسة سنوات بمقدار 27.9 مليار دولار ، كما أن نظام الصرف المتبع رغم محافظته على تحقيق نمو الناتج المحلي الإجمالي ، لكنه انعكس سلبيا على تحقيق الرفاهية للمجتمع ، كما ان سياسات تثبيت سعر الصرف أساس تخفيض قيمة الاحتياطيات الأجنبية ، مع الحفاظ على مستوي منخفض من أسعار الفائدة رغم تحقيقها لمعدلات نمو مرتفعة جدا وإتباع سياسات نقدية متساهلة على أمدى الطويل ، كما أن التدخلات المتكررة في أسواق النقد الأجنبي بهدف الحفاظ على تنافسية أسعار الصرف ، رغم صعوبة تجنب المضاربة على ارتفاع قيمة العملة وما ينجر عنه من تدفقات داخلية من الأموال الساخنة المزعومة للاستقرار النقدي<sup>2</sup>.

1-IMF, International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines for a Data Template, 2013, P 9  
2- china Investment Corporation.annual report 2013Beijing.china.

### المطلب الثالث: تجربة كوريا الجنوبية في إدارة واستخدام الاحتياطيات الأجنبية

تهدف كوريا الجنوبية بموجب القانون التشريعي لسنة 2005 إلى التركيز على سياسات تعزيز والمحافظة على الثروة السيادية للأجيال القادمة ، والمساهمة في تطوير الصناعة المالية المحلية لمجابهة مختلف التغيرات الغير محتملة ، وقد عمدت الدولة من خلال شركة الاستثمار الكورية ( Korea Investment Corporation ) K I C إلى متابعة وإدارة واستخدام احتياطيات الصرف الأجنبية<sup>1</sup> المرصودة من طرف الحكومة وبنك كوريا المركزي .

وقد تعمدت كوريا إلى الاستفادة من تجربة البنوك المركزية لكلا من سنغافورا وهون كونج ، وذلك من خلال إنشاء مؤسسة كفيلة بإدارة ومتابعة احتياطيات الصرف الأجنبي تناط بها :

-الاستفادة من الامتيازات الاستثمارية المقترحة من البنوك والمؤسسات المالية الأجنبية للنفد الأجنبي ، مع إمكانية تكفله بإدارة أصول صناديق التقاعد والشركات المملوكة للدولة .

-الحصول على كافة الخبرات في مجال الصناعة المالية في الأسواق المالية الدولية .  
-القدرة على مجابهة كافة التغيرات والأزمات الغير متوقعة ، من خلال الاحتكاك بالمؤسسات المالية الدولية

ومع الظروف الحرجة للمردودات المالية التي عرفها البنك المركزي الكوري خلال سنة 2000 و2003 ، فقد لجأت الحكومة إلى التفكير بجدية في الحلول الكفيلة بتأمين

1- KOREA INVESTMENT CORPORATION ,ARTICLE 1 MARCH ,2005 ,ACT NO 7393 .p1

مصادر العملات الأجنبية ، مع سن القوانين والتشريعات المخولة لإدارة واستخدام هذه الاحتياطيات

مع التأكيد على أهمية تحسين العائد على الاحتياطيات الأجنبية ، ومع وصول الرئيس روه - مو - هيون إلى سدة الحكم في ديسمبر سنة 2002 تعهد هذا الأخير بإعطاء الأولوية في تامين مكاسب الأجيال والحفاظ عليها<sup>1</sup>، من خلال العمل على الإدارة السليمة للاحتياطيات الأجنبية ، والعمل على جعل سيول مركزا ماليا متقدما في شمال شرق آسيا ، رغم التحفظات التي واجهها من طرف وزارة المالية لاسيما - مشكل الحجم الأمتل للاحتياطيات الأجنبية الذي وصل سنة 2003 مبلغ 300 مليار دولار أمريكي ، والذي يعتبر مبالغ فيه ، جراء إهدار فرص توظيف كفيلة بتحقيق عائد للأجيال القادمة .

- أولويات الاحتياطيات الأجنبية ، سواء من خلال تأمين السلامة والسيولة على اعتبار العائد الاستثماري عند إدارة الاحتياطيات من العملات الأجنبية<sup>2</sup>، حيث تجاوز العائد على الاستثمارات في سندات الاستقرار النقدي خلال سنوات 2011 - 2013 معدل 3% .

#### جدول رقم (3-4) الاحتياطيات الأجنبية كوريا (2008-2015)

مليون دولار أمريكي

السنوات	الذهب	حقوق السحب الخاصة	مركز الاحتياطي لدي صندوق النقد الدولي	العملات الأجنبية	إجمالي الاحتياطيات الدولية
2008	/	206.52	270.437	182.33	288876,52
2009	/	213.28	292.143	196.55	312011,28
2010	/	224.15	306.934	197.32	326890,15
2011	/	231.19	310.228	197.55	330214,19
2012	/	235.22	327.724	198.99	347858,22
2013	/	241.16	345.694	202.66	366201,16
2014	/	243.14	362.834	201.67	383244,14
2015	/	254.11	366.707	206.34	387595,11

المصدر : EXCHANGE AND THE WORLD FACT BOOK. RESERVES OF FOREIGN GOLD2015

وبعد سنة 2012 واصل العائد الاستثماري التراجع إلى مستوي 2%،<sup>1</sup> ومنذ ذلك الحين دخلت كوريا الجنوبية مرحلة نمو منخفضة ، ويقارن الكثير من المحللين الاقتصاديين الوضع الحالي في كوريا الجنوبية بما يسمى بفترة "العقدين المفقودين" في اليابان والتي كانت بدايتها من عام 1992 عندما كان دخل الفرد هناك يزيد عن 30 ألف دولار مع

2- يلجأ القارئون علي متابعة النقد الأجنبي في سنغافورا إلى التدخل في سوق النقد الأجنبي وتحويله ضمن سلطات شركة الاستثمار لسنغافورا .  
3-Korea investment corporation .KIC 2013 Annual Report

امتلاكها لأكثر عدد من التقنيات المتطورة ، ويقول البروفيسور أوجونغ غون<sup>2</sup> " هناك ثلاثة مؤشرات سالبة ، هي الاستهلاك الاستثمار ، والصادرات حيث يعتبر المؤشر الخاص بالصادرات الأكثر تراجعاً والأكثر خطورة ، والذي يعني أن الإنتاج في تراجع مستمر .

أما معدل النمو الاقتصادي في الربع الثالث من سنة 2015 فهو 0.7 % أي انه ظل يقل عن 1% لأربعة سنوات متتالية ، وهو ما يعني أن الاقتصاد الكوري في حالة تراجع شملت مختلف القطاعات سواء الاستثمارات في مجال البنى التحتية أو قطاعات الإنتاج ، أو حتى الصناعة التحويلية<sup>3</sup> .

1- يعرف Aizenman معامل التمويل الذاتي باعتباره النسبة بين اجمالي الادخار الوطني والاستثمار الاجمالي .  
2- أي. كيوستر ، تحسين إطار الإبلاغ عن الاحتياطات الدولية ، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي ، العدد 2، جويلية 2000، ص50

3- من بين المسائل التي عجلت بتراجع النمو في كوريا الجنوبية ، هو الصراع الدائر بين نفوذ 5 شركات كبرى على المصالح داخل البلاد حيث يمتلك كلا من شركة هيونداي -كيا -سامسونغ -دايو - ال جي ثلاثة أرباع موارد الاقتصاد الكوري .

### الإطار القانوني والتشريعي لإدارة واستخدام الاحتياطات الأجنبية بكوريا :

عرفت مشكلة إدارة واستخدام احتياطات الصرف الأجنبي في الحكومة الكورية ، صراع كبيراً بين وزارة المالية واللجنة الرئاسية لإعداد مشروع سن القوانين والتشريعات الكفيلة بإنشاء شركة الاستثمار الكورية ، حيث اشتد الصراع بين أصحاب النفوذ والمصالح في تمرير القوانين الأساسية لإنشائه ، لاسيما واستثمار الأحزاب المعارضة كحزب التضامن الشعبي من أجل الديمقراطية التشاركية (PSPD) والحزب الوطني الكبير في المصالح المتقاطعة مع صناع القرار في وزارة المالية لإجهاض هذا المشروع ، من أجل ترجيح أطماعهم الضيقة الكفيلة بتولي الإطارات المتقاعدة للوزارة الإدارة التنفيذية للاحتياطات الأجنبية ، والذي لم يري النور إلا بعد المصادقة العلنية في الجلسة العامة اعتباراً من<sup>1</sup> جويلية 2005 .

وقد لجأت الحكومة الكورية إلى تكريس أفضل صيغ الحوكمة للشركات ، من خلال الاعتماد على الهيكل الإداري الثنائي ، والذي يضم اللجنة التوجيهية ، ومجلس الإدارة لضمان الاستقلالية الاستثمارية والتشغيلية بين الحكومة والبنك المركزي الكوري ، حيث تتشكل اللجنة التوجيهية من ستة مهنيين من القطاع الخاص يتولي تعيينهم رئيس الجمهورية لكوريا وثلاثة أعضاء رسميين من ممثلي المؤسسات ، وهما وزير المالية ، ومحافظ بنك كوريا المركزي ، والرئيس التنفيذي K I C وذلك لمدة سنتين وتولي اللجنة ما يلي<sup>2</sup>:

- إدارة ومتابعة السياسات الاستثمارية المتوسطة والطويلة الأجل .
- تعديل الوضع المالي المقترح للاستثمار وذلك وفقاً للظروف والمعطيات الاقتصادية .
- التكفل بإدارة الأصول والموارد الخاصة بالجهات المساهمة .

1-KOREA INVESTMENT CORPORATION ACT ,ARTICLE1,MARCH24 ,2005,ACT NO.7393,P1

2-WOOCHAN KIM,KOREA investment corporation: its origin and evolution ,MPRA Paper NO ,44028,August 2011,p4.

- تعين ومتابعة المسار المهني لكافة إطارات المؤسسة مع سلطة إقالة المسؤولين التنفيذيين .
- تداول مشروع الميزانية والموافقة على حسابات التسوية النهائية .
- يتكفل مجلس الإدارة بإدارة المسائل المتعلقة بالأصول التي تتعهد بها الحكومة والمستثمرين المساهمين ، مع القيام بالبحوث والدراسات لتحسين كفاءة إدارة الأصول والتبادل في المجالات المالية .
- كما يتولي الرئيس التنفيذي لشركة KIC مسؤولية ترأس كافة الاجتماعات ، مع رفع التقارير إلى الوزارة الوصية ، وتستند الإستراتيجية الاستثمارية للاحتياجات الأجنبية إلى مبدأ الزيادة في العائد ، مع تقليل المخاطر وقد وصل إجمالي الأصول الاستثمارية في نهاية 2013 إلى ما يوازي 72 مليار دولار منها 65.1 مليار دولار أصول تقليدية ، و5.7 مليار دولار أصول بديلة و1.2 مليار دولار أصول خاصة .

### المبحث الثاني: واقع إدارة واستخدام الاحتياجات الأجنبية في الاقتصاديات النامية

أثارت أزمة الاقتصاد العالمي مجددا مسألة مستقبل عملات الاحتياطي الأجنبي ، وقد احتفظ الدولار الأمريكي بسيادته المطلقة لما يقارب من قرن كامل ، إلا أن الثقة في البنوك الأخرى تراجع في العقود الأخيرة بسب استمرار العجز في الحساب الجاري الأمريكي ، وتنامي العجز الخارجي للولايات المتحدة الأمريكية والذي انعكس سلبا على الاقتصاديات العالمية ، لاسيما اقتصاديات الدول النامية والتي تختلف سياستها بحسب التركيبة الداخلية لموارد البلد مع وضع ميزان المدفوعات الخارجي .

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

إن انتشار التدخل من قبل البلدان النامية يرجع أساسا إلى بغضها للتقلب المفرط في سعر الصرف، وقد قدم بعض الباحثين<sup>1</sup> وثائق تبين كيف أن البلدان النامية تتسامح إزاء حدوث تقلبات كبيرة في الاحتياطات الأجنبية ، وأسعار الفائدة المحلية مع أسعار السلع، أكثر مما تتسامح مع التقلبات في أسعار الصرف، كما وجدت أيضا أن التغيرات في أسعار الفائدة المحلية، كمنقوض للتدخل في سوق الصرف الأجنبي، تستخدم بشكل أكثر تواترا لحماية أسعار الصرف.

وقد يكون التدخل في سوق الصرف الأجنبي أكثر فعالية في كثير من البلدان النامية عنه في البلدان المتقدمة ، وكثيرا ما تتدخل البلدان النامية في مبالغ تعد كبيرة بالنسبة إلى الحجم المتداول في السوق ، كما تعتبر احتياطاتها المورد الأساسي لسوق الصرف الأجنبي، وخصوصا حين يكون القطاع العام مصدرا أساسيا لكسب الصرف الأجنبي .

1- جيليرمو كالفو وكارمن رينهارت ( 2002 )، في تقريرهما المعنون "الخوف من التعويم".

غير أن أزمات العملة التي حدثت في التسعينات من القرن العشرين تبرز الفاعلية المحدودة لتدخل الدول في الحد من تبعات الأزمة ، من خلال الاستعانة بالاحتياطات الأجنبية ، فقد انتهى فجأة دفاع المكسيك الذي استمر طوال العام عن ربط عملتها المتحركة في عام 1994 عندما تأخر السوق في إدراك وضع استنزاف الاحتياطات الأجنبية ، كما فشلت تايلاند والبرازيل وتركيا (حتى أوائل عام 1999) في استنزاف احتياطاتها الأجنبية في أسواق الصرف ، ومن هنا سيتم التطرق لتجارب إدارة واستخدام الاحتياطات الأجنبية في بعض الدول النامية كعينة ، مع محاولة تقييمها وذلك من خلال :

### المطلب الأول: تجربة البرازيل في إدارة واستخدام الاحتياطات الأجنبية

يرتبط الهدف الرئيسي لإدارة الاحتياطات الأجنبية في البرازيل بأهداف السياسة النقدية و سياسة سعر الصرف التي يتبعها البنك المركزي للبرازيل علما بان عملتها معومة ولا يكون تدخل البنك المركزي إلا في حالات التقلبات الشديدة في سعر الصرف الناتجة عن المضاربة على العملة و يأتي ضمن أهداف حيازة الاحتياطي الأجنبي بالبرازيل ضمان عدم التأخر عن سداد الديون قصيرة الأجل بالعملة الأجنبية ومساندة السياسة النقدية وبناء على ذلك فان ترتيب أهداف تكوين و إدارة الاحتياطات الأجنبية حسب الأولوية يكون بتحقيق السيولة ثم الأمان و الربحية<sup>1</sup>.

وتعتمد إستراتيجية إدارة الاحتياطات الأجنبية في البرازيل على التنسيق بين إدارة الأصول و الخصوم بهدف تفادي حدوث خسائر في الاحتياطات على المدى القصير ، نتيجة لعدم التوافق بين عملات الاحتياطي و عملات الالتزامات قصيرة الأجل وهو ما يعرف ب currency mismatch وفي ضوء هذه الإستراتيجية ينتهج بنك البرازيل المركزي سياسات لاستثمار الاحتياطي والتي تركز على ثلاثة محاور أساسية تتمثل في :

تكوين محفظة معيارية تعكس تصور مجلس إدارة البنك للعائد و المخاطر المرتبطة باستثمارات الاحتياطات الأجنبية و الأسس الاستثمارية التي تتضمن أدوات الاستثمار المتاحة وحدود المخاطرة لكل منها وتتركز الركيزة الثالثة في قياس الأداء و الذي يتم بشكل ربع سنوي ويعرض في تقرير يرفع إلى مجلس الإدارة .

وتنقسم المحفظة المعمارية إلى ثلاثة محافظ فرعية :

ذهب ، أسواق ناشئة ، واحتياطات أساسية وهي تمثل الجزء الأكبر من الاحتياطات في حين يمثل القسم الآخران اقل من 3 % منها و يتم استثمار الاحتياطات الأساسية بثلاث عملات رئيسية هي الدولار الأمريكي اليورو و الين الياباني<sup>2</sup> و يستثمر نحو 40 في المائة منها في سوق النقود و60 في المائة منها في محافظ ذات دخل ثابت .

1- أى. كيستر ، تحسين إطار الإبلاغ عن الاحتياطات الدولية ، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي ، العدد 2، جويلية 2000 ، ص

و فيما يتعلق بمحفظة الاستثمار في سوق النقود فتنقسم إلى أربعة شرائح أحدهما تستثمر بالكامل بالدولار في شكل ودائع لمدة ليلة واحدة و تستهدف السيطرة على التقلبات الشديدة في سوق الصرف الأجنبي و توفير السيولة اللازمة لذلك .  
أما الأقسام الثلاثة الأخرى فتتضمن العملات الرئيسية الثلاثة : الدولار الأمريكي الين الياباني و اليورو وقد يمتد اجل الودائع إلى ستة أشهر .وبالنسبة للمحافظ ذات الدخل الثابت فتنقسم إلى استثمارات بالدولار و أخرى باليورو .أما بالنسبة إلي محفظة الذهب فتنقسم إلى محفظتين فرعيتين إحدهما في البرازيل و الثانية تستمر في شكل ودائع ذهبية قصيرة الأجل في الأسواق الدولية .

#### جدول رقم ( 4-4 ) الاحتياطيات الأجنبية للبرازيل (2008- 2013)

مليون دولار أمريكي

البند	2008	2009	2010	2011	2012	2013
الذهب القيمة بالدولار	940	1.175	1.519	1.654	3.581	2.592
حقوق السحب الخاصة	1	4.527	4.450	3.979	3.986	3.996
مركز الاحتياطي لدى الصندوق النقد الدولي	0	950	2.037	2.993	3.483	3.190
العملات الأجنبية	192.842	231.888	280.570	343.384	362.097	349.028
إجمالي الاحتياطيات الدولية		238.539	288.575	352.010	373.147	358.806

المصدر : GOLD2013 EXCHANGE QND THE WORLD FACT BOOK. RESERVES OF FOREIGN

دخلت البرازيل والتي تعد سابع اقتصاد في العالم حالة انكماش في الفصل الثاني من سنة 2016 ، وهي المرحلة الأولى منذ ستة سنوات بعد تراجع إجمالي الناتج الداخلي لفصلين متتاليين ، وذكر المعهد البرازيلي للبحوث والإحصاء أن إجمالي الناتج البرازيلي تراجع بنسبة 1.9 % في الفصل الثاني من سنة 2015 ، وقد عزز كبير الباحثين في الاقتصاد أليكس اغوستيني حالة الانكماش التي تعيشها البرازيل ، وقد عزز النمو المتتالي لإجمالي الناتج الداخلي سنة 2010 والمقدر بـ 7.5 % استقطاب الاستثمارات الأجنبية ، غير أن المعطيات المتتالية لمؤشر النمو الداخلي للاقتصاد البرازيلي والذي سجل تراجعاً بدا من سنة 2011 بـ 2.07 % ثم 2.5 % سنة 2012 و 0.4 % سنة 2014 جعل الاستثمارات العالمية تتحرك باتجاه معاكس نحو البلدان الأكثر أمان والأكثر مردوداً داخلي للعائد<sup>1</sup>.

الإطار المؤسسي وهيكل اتخاذ القرار الخاص بإدارة الاحتياطات الأجنبية بالبرازيل يعد البنك المركزي البرازيلي المؤسسة الوحيدة وفقا لما جاء في الدستور المسئولة عن إدارة الاحتياطات و بالنسبة لتوزيع المهام الخاصة بإدارة الاحتياطات يتولى مجلس إدارة البنك مهمة وضع الإستراتيجية الخاصة بتخصيص الاحتياطات و تحديد سياسات استثمارها

بناء على العدد من المعايير الاسترشادية . و يتولى نائب المحافظ المسئول عن السياسة النقدية مسئولية الإشراف على إدارة الاحتياطات الأجنبية في حين تتولى تنفيذ المعاملات إدارة تسمى إدارة عمليات الاحتياطي بالبنك المركزي وذلك وفقا للسياسات و الإجراءات المقررة والتي يتم وضعها في ضوء الإستراتيجية المنوه عنها ، وقد تقترح هذه الإدارة بعض التعديل في المعايير الاسترشادية وفقا للتغيرات الحادثة في ظروف السوق أو لأية أسباب أخرى كما ترفع تقاريرها عن تطورات الأسواق و مقترحاتها للتعامل مع هذه التطورات إلى نائب المحافظ للسياسة النقدية و هناك أيضا لجنة سياسات الاستثمار التي تجتمع مرة واحدة شهريا لتحليل الأوضاع بالسوق وفقا لعدد من السيناريوهات و لهذه اللجنة اقتراح استراتيجيات فعالة لإدارة الاحتياطي ، و تنقسم إدارة عمليات الاحتياطي ببنك البرازيل المركزي إلى ثلاثة أقسام<sup>1</sup> هي المكتب الأمامي المسئول عن إتمام المعاملات و المكتب الوسطي المسئول عن مراقبة الالتزام بالمعايير التي حددها المجلس على أساس يومي و إدارة المخاطر و تقييم الأداء و التسعير بالإضافة إلى مكتب خلفي back office مسئول عن المحاسبة و التسوية و يتم اختيار العاملين في هذه الإدارة من بين العاملين بالبنك وفقا لخبرتهم بالأسواق و خلفيتهم الخاصة بالاستثمار في الأصول السيادية و تتم مراجعة العمليات التي تتم بهذه الإدارة من خلال أربعة أنواع منفصلة من الرقابة تقوم بها كل من إدارة المراجعة الداخلية لبنك البرازيل و شركة خارجية للمراجعة ووزارة المالية و جمعية المحاسبين البرازيليين و تتم جميع هذه المراجعات بشكل دوري و تستهدف التأكد من الالتزام بالإجراءات و نظام المحاسبة و مخاطر التشغيل المرتبطة بتكنولوجيا المعلومات و أعمالا لمبدأ الشفافية و المسائلة تم اتخاذ عدد من الإجراءات تتمثل فيما يلي<sup>2</sup>:

- تحديد المعايير و الخطوط الإرشادية للمسئوليات في إطار التدرج الوظيفي للبنك المركزي .
- الإعلان للعمامة عن إبعاد و إجراءات إدارة الاحتياطي .
- رفع تقارير ربع سنوية عن الأداء إلى مجلس إدارة البنك المركزي .

1-.Sean Hagan and Andrew Tweedie Aframework for the fund's issuance of notes to the official sector IMF June 17.2009.

2-136.Richhikd moessner.OPTIONS FOR MEETING THE DEMANDA FOR INTERNATIONAL LIQUIDITE DRING Financial crises.BIS Quarter rêviez septembre 2010

- الاستعانة بخدمات شركة محاسبة خارجية مستقلة .

• تبني معايير صندوق النقد الدولي الخاصة بنشر البيانات . ولعله من أهم ما يميز التجربة البرازيلية في إدارة الاحتياطيات الأجنبية وجود معايير واضحة لتقييم الأداء و تحديد دور واضح لكل مشارك في عملية اتخاذ القرار وهو ما ينعكس بالإيجاب على عملية إدارة الاحتياطي . هذا بالإضافة إلى قيام البنك المركزي بتوفير شبكة متكاملة للحاسب الآلي و نظم التشغيل و تكوين قاعدة بيانات تحدث أنيا تتضمن البيانات المستخدمة في تسعير الأصول و قياس الأداء .

ورغم الظروف الصعبة التي مر بها الاقتصاد البرازيلي عقب الأزمات الاقتصادية المتتالية إلا انه تمكن من الخروج منها عبر الاستخدام المتتالي للاحتياطيات الأجنبية لاسيما خلال أزمة 2008 ، واستنزافها لما يواهي 35% من احتياطياتها الأجنبية في غضون ستة أشهر<sup>1</sup> .

وكانت البرازيل قد سجلت في جوان سنة 2016 عجزا يقدر ب 10ملايير ريال أي ما يقارب 2.78 مليار دولار أمريكي ، وهو الأكبر منذ سنة 2001 حسبما أعلنه البنك المركزي البرازيلي ، وعلى مدي عام يشكل الدين المحتسب بدون خدمة الديون 0.89 % من إجمالي الناتج المحلي .

وقد أدي معدل النمو والمقرب 7.5 % من إجمالي الناتج المحلي سنة 2010 إلى جعل البرازيل احدي أهم الدول المفضلة للمستثمرين بين الدول الناشئة ، حيث بدأ اقتصادها يتباطأ بسرعة ليسجل نموا ب 2.7 % سنة 2011 و 1% سنة 2012 ثم 2.5% سنة 2013 و 0.4 % سنة 2014<sup>2</sup> وقد خلف هذا الانعكاس السلبي تأثيره على باقي الدول المجاورة ، لاسيما دول البر يكس جراء الارتباطات التجارية البينية والتي تصل إلى ما يقارب 75 % ، حيث يؤدي تباطؤ معدل النمو في الصين إلى التأثير بشكل كبير على معدلات النمو في البرازيل ، ومن المستبعد انتعاش الاقتصاد البرازيلي في الأمد القريب ، فالسوق تتوقع انكماشاً طوال العام الجاري ، مع انخفاض إجمالي الناتج الداخلي ب 2.0% وهذا إلى غاية نهاية 2016 .

#### المطلب الثاني : تجربة الهند في إدارة واستخدام الاحتياطيات الأجنبية .

يعتمد أسلوب الهند في إدارة الاحتياطيات الأجنبية من خلال الاحتفاظ بالقدر الأكبر من الاحتياطيات في صورة أصول سائلة بالعملة الأجنبية نحو 92 بالمائة و تستهدف سياسة

1-international reserves IMF annula report April 30.2014

2-Callum Hendersonandothers.RESERVE MANAGEMENT A NEW STRATEGIC FRAMEWORK global Research standard chartered bank.30April 2014.

إدارة الاحتياطيات تحقيق هدفين رئيسيين أولهما تعزيز الثقة في السياسات النقدية و سياسة سعر الصرف وذلك إلى جانب أهداف عامة لهذه السياسة يتمثل في تعزيز الثقة في قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها الدولية و بالتالي خفض التكلفة التي يتحملها الاقتصاد عند التعامل في أسواق المال العالمية من خلال إصدار سندات حكومية أو الاقتراض المباشر كما يسهم هيكل الاحتياطيات في الهند إلى تشجيع الاستثمارات الأجنبية من خلال محدودية احتمالات حدوث تقلبات حادة في سعر الصرف للعملة المحلية<sup>1</sup>. ويتضمن الاحتياطي الأجنبي بالهند إلى جانب العملات الأجنبية نسبة ضئيلة من الذهب تشكل نحو 6 بالمائة وتتشكل النسبة المتبقية من وحدات حقوق السحب الخاصة<sup>2</sup>.

#### جدول رقم ( 5-4) الاحتياطيات الأجنبية للهند (2008- 2013)

مليون دولار أمريكي

البند	2008	2009	2010	2011	2012	2013
الذهب القيمة بالدولار	6.605	9.486	22.470	26.620	27.220	19.725
حقوق السحب الخاصة	3	5.169	5.078	4.429	4.436	4.447
مركز الاحتياطي لدى الصندوق النقد الدولي	813	1.430	2.385	3.923	4.494	4.344
العملات الأجنبية	246.603	258.583	267.814	262.933	261.656	267.703
اجمالي الاحتياطيات الدولية	254.024	251.985	297.746	297.905	297.806	296.218

المصدر: EXCHANGE AND THE WORLD FACT BOOK. RESERVES OF FOREIGN GOLD 2013 .

وقد كان من المؤكد أن تستقطب الهند أعلى معدلات الاستثمار الدولي جراء معدلات النمو العالية والذي وصل إلى ما يقارب 7.5 % سنة 2016 ، وقد عززت هذه النظرية التقرير الأخير لصندوق النقد الدولي عن آفاقه عن الاقتصاد الدولي<sup>3</sup>، والذي صنف الهند في مصف الدول المؤهلة في تحقيق معدلات نمو مرتفعة متوالية بدا من سنة 2017 بحوالي 7.02 % .

#### الإطار المؤسسي و القانوني لإدارة الاحتياطيات الأجنبية بالهند

يتولى البنك المركزي وفقاً للميثاق المؤسس له 1934 إدارة احتياطيات النقد الأجنبي و ذلك وفق الأهداف المحددة بالميثاق و التي يتمثل أهمها في دعم و تعزيز الثقة في السياسات الاقتصادية المتبعة و قدرة الدولة على مجابهة تداعيات الصدمات الخارجية و تشرف على عملية الاحتياطيات الأجنبية لجنة الاستراتيجية بالبنك الاحتياطي الهندي والتي يرأسها محافظ البنك المركزي و تضم في عضويتها نائب المحافظ المسئول عن إدارة الاحتياطي الأجنبي و ممثل عن وزارة المالية و رئيس لجنة أسواق المال والتي تتكون

1- أى. كيستر ، تحسين إطار الإبلاغ عن الاحتياطيات الدولية ، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي ، العدد 2، جويلية 2000 ،ص

2 -Ramo Moreno MOTIVES FOR INTERVENTION BIS palpers°24.

3- IMF Global financial stability report2016.

من رؤساء الإدارات المسؤولة عن إدارة الدين المحلي وإدارة الاحتياطي و السياسات النقدية و تتمثل مهمتها في تنسيق الإدارة المشتركة لهذه السياسات ،كما تتولى لجنة الاستراتيجية إقرار مكون عملات الاحتياطي و سياسات تخصيص الأصول و تتم عمليات إدارة الاحتياطيات بواسطة إدارة المستثمر الخارجي و العمليات بالبنك المركزي في حدود التفويض الممنوح لها من لجنة الاستراتيجية و من بين الأهداف التي تسعى إدارة الاحتياطيات الأجنبية بالبنك الاحتياطي الهندي لتحقيقها الحفاظ على مستوى ملائم من العملات الأجنبية لتغطية الواردات و استهداف مجموعة من المؤشرات منها تحقيق نسبة محددة لصافي أصول بنك الاحتياطي الهندي بالعملة الأجنبية إلى النقود المتداولة ، و نسبة صافي الأصول الأجنبية إلى النقود بمفهومها الواسع M3 و نسبة للدين قصير الأجل إلى إجمالي الاحتياطي ، و على الرغم من الإعلان عن هذه النسب في التقارير الدورية عن بيانات الاحتياطي إلا انه لا يتم الإعلان عن النسب المحققة و المستهدفة .

وفي هذا الإطار يقسم البنك المركزي محفظة الاحتياطي إلى محفظتين فرعيتين إحداها محفظة سوق النقود و تشتمل على أدوات ذات آجال اقل من عام و الأخرى محفظة السندات و تتضمن أدوات استثمارية تمتد إلى 10 سنوات كحد ادني ، و جدير بالذكر أن البنك المركزي الهندي يعهد إلي مديرين خارجيين للأصول يتم اختيارهم من بين أفضل الشركات العالمية المعروفة في هذا المجال بإدارة جزء صغير من الاحتياطي بهدف الاستفادة من البحوث التي يقوم بها و من التكنولوجيا المتاحة لديهم و كذلك تدريب العاملين في هذا المجال من البنك المركزي الهندي ، و يصدر البنك بيانا كل ستة أشهر عن مكونات عملات الاحتياطي و توزيع استثمارات الاحتياطي و التعاملات الآجلة و فيما يتعلق بالمراجعة و الرقابة على عملية إدارة الاحتياطيات الأجنبية يطبق بنك الاحتياطي الهندي نظام متزامن للمراجعة لمراقبة مدى الالتزام بالخطوط الإرشادية الموضوعية فبالإضافة إلى التفتيش السنوي الذي يتم بمعرفة إدارة التفتيش بالبنك المركزي و المراجعة القانونية من خلال مراجعين خارجين هناك نظام يسمح بتعيين مراجع خارجي خصيصا لمراجعة عمليات إدارة الاحتياطي بغرض التأكد من الالتزام بنظم إدارة المخاطر و قواعد الرقابة الداخلية.

1-report on management of foreign exchange reserves .reserve Bank of india.march2013.

### المطلب الثالث : تجربة الأردن في إدارة واستخدام الاحتياطيات الأجنبية

يسعى الأردن من وراء تكوين الاحتياطيات الأجنبية لدعم الثقة في العملة الوطنية و ذلك في إطار عملية التصحيح الهيكلي التي يتبناها البنك المركزي و التي تمثلت أهم ملامحها في تحرير القيود المفروضة على التعامل بالعملة الأجنبية تدريجيا حتى الوصول إلى التحرير التام و من جهة أخرى فقد ساهمت الأوضاع الاقتصادية و السياسية المستقرة التي شهدها الأردن خلال عقد التسعينات في ارتفاع مستوى الاحتياطيات الأجنبية و هو ما شجع البنك المركزي إلى الإعلان في فبراير 1995 عن قابلية الدينار الأردني للتحويل للغايات الجارية ثم اتبع ذلك بخطوات تحريرية إضافية وسعت من حرية نطاق التعامل بالعملات الأجنبية بصورة ملحوظة توجت في منتصف شهر يوليو من عام

1997 بإعلان قابلية الدينار للتحويل للغايات الرأسمالية وبذلك أصبح الدينار عملة قابلة للتحويل قابلية تامة .

وقد شهدت مستوى الاحتياطيات الأجنبية بالأردن تطورا خلال السنوات الخمس الماضية 2008-2013 حيث ارتفعت قيمتها خلال الفترة 2008-2010 بنحو 55 بالمائة لتصل إلى حوالي 14 مليار دولار تركزت هذه الزيادة في ارتفاع حيازة الأردن من العملة الأجنبية وساهم في ذلك ارتفاع تحويلات العاملين و المساعدات الدولية التي حصل عليها الأردن لاستيعاب النازحين المتأثرين بالأوضاع السياسية الغير مواتية بكل من العراق و سورية ، وخلال عامي 2010-2011 تأثرت الأردن كثيرا بالأوضاع السياسية بمصر والتي أسفرت عن حدوث عدة تفجيرات بخط الغاز الطبيعي للأردن و اضطرارها لزيادة الواردات من مصادر الطاقة البديلة و استنزاف جزء من الاحتياطيات الأجنبية لتمويل ذلك وخلال عام 2012 توصلت الأردن لاتفاقية مع إسرائيل لاستيراد الغاز تعويضا للنقص في الإمدادات المصرية من الغاز وهو ما انعكس على زيادة نسبة الاحتياطيات الأجنبية

#### جدول رقم (4-6) الاحتياطيات الأجنبية للأردن 2008-2013

مليون دولار أمريكي

البند	2008	2009	2010	2011	2012	2013
الذهب	357	451	589	638	740	600
حقوق السحب الخاصة	3	230	226	225	220	214
مركز الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي	0	0	0	1	1	1
العملات الأجنبية	8.558	11.459	12.831	11.242	7.869	13.010
المجموع	8.918	12.140	13.646	12.105	8.829	13.824

المصدر : EXCHANGE QND THE WORLD FACT BOOK. RESERVES OF FOREIGN GOLD2013

#### الإطار المؤسسي و القانوني لإدارة الاحتياطيات الأجنبية بالأردن

ينص القانون رقم 23 لعام 1971 المنظم لعمل البنك المركزي بالأردن<sup>1</sup> على أن يقوم البنك المركزي الأردني بالاحتفاظ باحتياطيات المملكة من الذهب و العملات الأجنبية و إدارتها حيث يقوم بتحديد أوجه الاستثمار الملائمة لها و تحديد نسب مكونات هذه الاحتياطيات وفقا لتطورات أسواق الصرف و الأسواق المالية العالمية وبما يوفر عناصر الأمان و الربحية و السيولة لهذه الاحتياطيات و يناط بالبنك المركزي عملية تنفيذ إستراتيجية إدارة الاحتياطيات الأجنبية مع السياسات و الإجراءات المتضمنة بها ، حيث تتولى الإدارة المهام و النشاطات التالية<sup>2</sup> :

\* الاحتفاظ باحتياطي المملكة من الذهب و العملات الأجنبية و استثمار هذه الاحتياطيات في الأدوات الاستثمارية وأدوات السوق النقدي و سوق رأس المال ، والذي يتمتع بدرجة عالية من السيولة و الأمان مثل الودائع لأجل و السندات الحكومية واذونات الخزينة كما تقوم بشراء وبيع العملات الأجنبية للجهاز المصرفي

\* تزويد الاقتصاد الوطني باحتياجاته من العملات الأجنبية .

- \* تعيين و متابعة البنوك المراسلة في الخارج .
- \* احتساب و نشر أسعار صرف العملات الأجنبية مقابل الدينار الأردني و تحديد أسعار الفوائد على إيداعات عملاء البنك من العملات الأجنبية .
- \* تنفيذ العمليات المالية المتعلقة بعلاقة المملكة مع صندوق النقد الدولي .
- \* دراسة اتفاقيات القروض التي تنوي الحكومة أو مؤسساتها إبرامها مع الجهات الأخرى كما تقوم بإعداد و تنفيذ اتفاقيات الدفع و الترتيبات المالية بين المملكة و الدول الأخرى .
- \* تنفيذ العمليات المالية و المصرفية الخارجية المتعلقة بالاعتمادات و الحوالات و الشيكات للحكومة و مؤسساتها .

1- البنك المركزي العراقي , تقرير الاستقرار المالي, المديرية العامة للإحصاء و البحوث , قسم بحوث السوق المالية 2013.  
2- مظهر محمد صالح قاسم , السياسة النقدية للعراق بناء الاستقرار الاقتصادي الكليوا الحافظ عن نظام سليم , البنك المركزي العراقي بغداد نيسان 2012.

### المبحث الثالث : إدارة الاحتياطات الأجنبية في ظل الأزمات الاقتصادية .

لقد أدت المعطيات الاقتصادية في خضم الأزمة الاقتصادية وما انجر عنها من تبعات سلبية على الصعيد المالي والتجاري الدولي ، إلى رهن اقتصاديات الدول أمام خيار الاستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة ، أو اللجوء إلى الاستدانة الخارجية رغم انعكاساتها السلبية في المدى القصير والطويل على المؤشرات الاقتصادية ، كما أن التحكم الأمثل في معطيات السياسة النقدية من خلال استخدامها في توجيه سعر الصرف ، لاسيما في الدول التي تتبع سياسات تثبيت سعر الصرف ، حيث يتم استخدام الاحتياطات الأجنبية ، سواء بالبيع أو الشراء للعملة الأجنبية في سوق الصرف للحفاظ على هامش مستهدف بين أسعار الفائدة على العملة المحلية وأسعار الفائدة على العملات الأجنبية ، شريطة أن يكون السوق أو الاقتصاد قد حقق مستوي معين من الانفتاح على الأسواق العالمية ، غير أنه بالنسبة للأسواق الناشئة والتي تتسم بعدم وجود مساحة كبيرة من الانفتاح على الأسواق المالية الخارجية ، فقد لا يكون لاستخدام الاحتياطات تأثير كبيراً على مستويات الفائدة المحلية ، وإنما يتوجب على السلطات النقدية التدخل كمتعامل في سوق الصرف لمواجهة التحركات الغير الاعتيادية والطارئة التي قد تنتج عن أزمات اقتصادية خارجية أو مضاربات مفتعلة لتحقيق أهداف لصالح مجموعة من المتعاملين في السوق ، وبما لا يتعارض مع السياسات المعلنة بتعويم سعر الصرف للحيلولة دون انتقال الآثار المترتبة على التحركات الغير متوقعة والغير مبررة لسعر الصرف على

الاقتصاد من خلال التأثير على تنافسية صادراتها أو على التضخم ، أو إلى عرقلة تنفيذ السياسة النقدية أو عدم تحقيق الأهداف المرجوة منها ، وقد يتبع هذا الإجراء حتى في الدول التي تطبق سعر الصرف الموعوم أو الموعوم المدار ، وفي هذه الحالة تعتبر الاحتياطات الأجنبية من أهم الأدوات التي يمكن استخدامها في تنظيم سوق الصرف الأجنبي ، وخاصة الدول التي حققت درجة عالية من الانفتاح الاقتصادي ، ويصعب عليها اتخاذ أية إجراءات أو سن قوانين تحد من تحركات رؤوس الأموال وقت الأزمات

وفي هذا الأساس سيتم تناول في هذا المبحث النقاط التالية :

**المطلب الأول :** احتياطات الصرف الأجنبي للدول النامية في ظل الأزمات الاقتصادية.  
**المطلب الثاني :** تداعيات الأزمة العالمية على احتياطات الدول النامية المرتبطة بالأسواق العالمية.  
**المطلب الثالث:** تداعيات الأزمة العالمية على احتياطات الصرف للدول النامية الغير مرتبطة بالأسواق العالمية .

**المطلب الأول :** احتياطات الصرف الأجنبي للدول النامية في ظل الأزمات الاقتصادية  
ألقت الأزمة المالية العالمية وما أعقبها من ركود في الاقتصاد العالمي بظلالها على مؤشرات النمو الاقتصادي العالمي ، ولقد امتد آثار الأزمة الاقتصادية من خلال عدة عوامل محلية وخارجية ، سواء تعلق الأمر بانكماش الطلب الخارجي ، أو تراجع التدفقات المالية الواردة إليها من خلال عائدات السياحة وتحويلات العاملين بالخارج والاستثمارات الأجنبية المباشرة ، وتعزي جذور الأزمة التي اندلعت بالولايات المتحدة الأمريكية إثر انهيار سوق الرهون العقارية ، ومن ثم امتدت لسائر أنحاء العالم لعدة أسباب ألقت بظلالها على سائر الاقتصاديات العالمية ، والتي كان تأثيرها متباين انعكس بشكل سلبي أكبر على الدول النامية ومن هنا سنحاول التعرف إلى مدلول الأزمة الاقتصادية العالمية ، ومدى تفاعل الدول معها من خلال تسخير كلا من السياسة المالية والنقدية للحد من تبعاتها مع محاولة توظيف الاحتياطات الأجنبية في كبح جماح كلا من عجز الحساب الجاري مع الحد من انخفاض قيمة العملة المحلية وتفاقم الدين الخارجي .

#### 1- الأزمة المالية والاحتياطات الأجنبية :

خيمت بوادر الأزمة العالمية على النظام المالي الدولي منذ شهر فبراير من العام 2007 أزمة تعثر المصارف العالمية لمواجهة طلبات السيولة، كنتيجة لسلسلة الخسائر المترتبة عن عجز الرهانات العقارية، وما تمخض عن ذلك من انعدام ثقة المستثمرين في المؤسسات المالية وما تحدثه من أليات مالية حديثة كآليات تحويل

القروض إلى سندات مركبة، وشهادات الجدارة الائتمانية، وغيرها من الآليات الحديثة الأخرى، فضلا عن انعدام الثقة فيما بين المؤسسات المالية نفسها.

ذلك أن المؤسسات المالية ( المصارف بوجه خاص) عند التعامل في أسواق رأس المال، تقوم بإصدار الأصول المالية التالية<sup>1</sup>:

- أصول تمثل الملكية: تأخذ هذه الأصول شكل حقوق ملكية على الموارد العينية التي يمتلكها الأفراد والشركات، كالأراضي والمصانع وغيرها من الأصول العينية الأخرى، وعادة تأخذ شكل أسهم، وقد تطورت مع ظهور الشركات المساهمة، كما إنه ثمة حدود لما يمكن إصداره من هذه الأصول حتى وإن تم إصدارها بقيمة مالية تفوق القيمة الحقيقية للموارد التي تمثلها، وذلك لأنها ترتبط أساسا بوجود هذه الأصول العينية.
- أصول تمثل المديونية: تأخذ هذه الأصول شكل دائن على مدين معين (أفراد أو شركات)، وقد تطورت مع تطور الأوراق التجارية والسندات وظهر ما يعرف بالمشتقات المالية .

1- Financial Derivatives أو التوريق Securitization، ولا توجد حدود للتوسع في إصدارها، مما يجعل من انعدام الرقابة أو نقص الإشراف على عملية إصدار هذا النوع من الأصول يمثل أحد الأمور التي من شأنها إثارة الأزمات في حال عدم القدرة على السداد.

وعلى ما تقدم، فإن الأزمة المالية العالمية المعاصرة أو ما يعرف بأزمة الرهن العقاري، والتي ظهرت بداية في الولايات المتحدة الأمريكية ثم انتقلت عالميا عبر الأسواق المالية، ارتبطت بالتوسع الكبير من جانب المؤسسات المالية ( المصارف الاستثمارية بوجه خاص) في إصدار أصول المديونية المشار إليها أعلاه، وذلك بعدما جمعت لديها محفظة كبيرة من الرهون العقارية استخدمتها في الحصول على قروض من الأخرى، عن طريق إصدار أوراق مالية جديدة بضمان هذه المحفظة، وهو ما يعرف بالتوريق.

وقد جاء ذلك إبان ازدهار القطاع العقاري إثر الخسائر التي شهدها قطاع تكنولوجيا المعلومات

في عام 2000، والتخوف من تعرض الأنشطة DOT-com Bubble الانترنت بشكل خاص،

الاقتصادية الأخرى بما فيها التكنولوجيا الحديثة للخسائر، حيث شهدت قيم العقارات ارتفاعا وبصورة مستمرة خلال الفترة (2001- 2006) إبان تخفيض سعر الفائدة الأساسي ( الفائدة على الدولار ) من قبل مجلس الاحتياطي الفيدرالي كمحاولة لتشجيع المستثمرين على الاقتراض من الجهاز المصرفي لتمويل مشاريعهم، الأمر الذي انعكس

1 - أحمد طلفاح، التدفقات المالية العالمية و إشكالاتها، المعهد العربي للتخطيط، ص41 .

على ارتفاع أسهم العقارات المسجلة في البورصات، مما أدى إلى إقبال الأفراد والشركات على شراء العقارات سواء للسكن أو للاستثمار طويل الأجل أو للمضاربة<sup>1</sup> هذا الازدهار في قطاع العقارات أبان الخسائر في قطاع تكنولوجيا المعلومات، وفي غضون وجود فائض سيولة لدى المؤسسات المالية مطلع هذا القرن، وعدم وجود فرص استثمارية متاحة، شجع المصارف وشركات الاستثمار إلى اللجوء إلى الإقراض العقاري كملاذ آمن للاستثمار ، إلى درجة منح قروضا عقارية \* أي منح قروض ضخمة لمقترضين كثر لديهم سجل ائتماني ضعيف أو يفتقدونه أصلا \* فازداد بذلك حجم تلك الديون العقارية ( الرديئة بالذات) بشكل بدأت معه البنوك تشعر أنه لا بد من حل بدلا من إبقائها على دفاترها .

ولعبت مصارف الاستثمار ( التي كانت أول المنهاريين في الأزمة) دورا مهما في استفحال الأزمة من خلال تجميع تلك الديون وتوريقها عبر سندات دين بضمان القروض العقارية تلك ، وبمهارة كبار مسؤولي

الاستثمار ( حيل محاسبية) في تلك البنوك، وبغية تحقيق أرباح سريعة، تم إصدار سندات تصنف على هيئة الفئات التالية:

الفئة الأولى: تمثل القروض التي يكون ثمة أمل كبير في تحصيلها.

الفئة الثانية: تمثل القروض التي يكون ثمة أمل اقل في تحصيلها.

الفئة الثالثة: تمثل القروض المشكوك في تحصيلها ( الديون المعدومة).

حيث تعطى هذه السندات بعد أن يتم تصنيفها كما تبين أعلاه، أسماء جديدة كي يتم تسويقها من خلال الأسواق المالية، ولضمان تسويق تلك السندات للمستثمرين ( أفرادا كانوا أو شركات) الراغبين في عائد مريح وكبير تقوم المصارف الاستثمارية بشراء سندات خزانة مقابل سندات الفئة الأولى والثانية أو يتم التأمين عليها، وبعد تهيئة سندات الفئة الأولى والثانية على أنها جيدة، تقوم وكالات التصنيف الائتماني بإعطائها تصنيفا جيدا فيسهل بيعها..

وفي غضون الارتفاع المتوالي لسعر الفائدة من جانب مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي منذ عام 2004، ليصل إلى 4.2 % خلال عام 2007، وما ترتب عن ذلك من تزايد لأعباء القروض العقارية من حيث خدماتها وسداد أقساطها ، خاصة في ظل التضاخي عن السجل الائتماني للعملاء وقدرتهم عن السداد، أخذت أسعار العقارات في الانهيار، وتوقف عدد كبير من المقترضين عن سداد الأقساط المالية المستحقة عليهم، وكان من نتيجة ذلك تكبد أكبر مؤسستين للرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية بشكل خاص والعالم بشكل عام، وهما: Freddie Mac, and Fannie Mae خسائر بالغة أدت إلى التدخل الحكومي لإنقاذهما ماليا ، وتوالت بعد ذلك خسائر المؤسسات المالية الواحدة تلو الأخرى، فانكشفت بذلك كل الحيل الاستثمارية لإخفاء القروض

العقارية الرديئة ، الأمر الذي أدى إلى فقدان الثقة فيما بين المؤسسات المالية ولم يعد أي منها يثق فيما يعلنه الآخر عن وضعه المالي والمحاسبي، فأصبح الشك دائما في أن هناك ديون هائلة معدومة ومخفية ، فتوقفت البنوك عن منح القروض لبعضها البعض نتيجة انعدام الثقة فيما بينها ، كما أصبح الاقتراض من الأسواق الثانوية في غاية الصعوبة خشية الانكشاف على مخاطر غير متوقعة .  
ومما سبق يتبين أن الأزمة المالية العالمية هي أزمة سيولة كما أنها أزمة ثقة وذلك للأسباب التالية :

- 1- الانفصال بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي .
- 2- التوسع الكبير في منح القروض من جانب المؤسسات المالية ( المصارف الاستثمارية خاصة ) دون وجود الضمانات الكافية .
- 3- الفساد الإداري المتفشي في المصارف والشركات الاستثمارية .
- 4- انعدام الرقابة والإشراف الكافي على المؤسسات المالية المتخصصة وبالتحديد شركات الاستثمار في منح القروض وإصدار السندات ، ففي الوقت الذي تخضع فيه المصارف التجارية لرقابة البنوك المركزية من حيث الالتزام بشروط المحافظة على ملاءة رأس المال كما تشير اتفاقية بازل ، فإن شركات الاستثمار لاتخضع لهذه الرقابة .
- 5- ارتفاع معدلات الفائدة وما ترتب عنها من تزايد أعباء خدمة القروض ، من حيث خدمتها وسداد أقساطها .
- 6- عدم قدرة المقترضين على سداد أقساط القروض نتيجة سجلاتهم الائتمانية السيئة

### ثانياً: الإجراءات التي تم اتخاذها لمواجهة الأزمة

حيث أن الاقتصاد الأمريكي يعد الاقتصاد الأكبر عالمياً ، وأنه مركز الأزمة المالية الحالية التي انتقلت عبر العالم من خلال ترابط الأسواق المالية ، فإنه ولمواجهة هذه الأزمة أقرت السلطات المختصة في الاقتصاد الأمريكي بالتنسيق مع السلطات المختصة في الدول الأخرى لوضع خطط مماثلة ، مجموعة من الإجراءات<sup>1</sup>، التالية:

- 1- أن تستمر المصارف المركزية في المحافظة على معدل السيولة في الاقتصاد سواء من خلال تخفيض أسعار الفائدة الأساسية، أو من خلال ضخ الأموال في الأسواق ( عمليات السوق المفتوح )، وذلك لضمان تسهيل عملية اللجوء إلى القروض المصرفية للاستثمار بما يؤدي إلى دعم الاقتصاد الأمريكي والاقتصاد العالمي المتعثرين.
- 2- أن تقوم الحكومة الأمريكية ( وزارة الخزانة ) بشراء الديون الهالكة المتفشية في الأسواق المالية وتهدد بانهيارها، وذلك من خلال إتباع جملة من الإجراءات أطلق عليها

1- الموسوعة الحرة، الأزمة المالية العالمية 2008، متاح على العنوان الإلكتروني: [www.ar.wikipedia.org](http://www.ar.wikipedia.org) تم الإطلاع على الموقع في 10 / 7 / 2009

أسم خطة الإنقاذ، وقد صدر قانون بشأن إعطاء مهلة لهذه الخطة تنتهي في 31 / 12 / 2009، مع احتمال تمديدتها بطلب من الجهات المختصة لفترة أقصاها سنتين اعتبارا من تاريخ إقرار الخطة، ومن أهم ما جاء بهذه الخطة ما يلي:

- السماح للحكومة الأمريكية ( الخزانة ) بشراء أصول بقيمة 700 مليار دولار مرتبطة بالرهن العقاري .

- تطبيق الخطة على مراحل بإعطاء الخزانة إمكانية شراء أصول بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في مرحلة أولى ، مع احتمال رفع المبلغ إلى 350 مليار دولار ، بطلب من الجهات المختصة ، ويجوز المعارضة على عمليات الشراء التي تتعدى هذا المبلغ المحدد سقفه بمبلغ 700 مليار دولار.

- رفع سقف الضمانات للمودعين من 100 ألف دولار إلى 250 ألف دولار لمدة عام واحد

- منح حوافز مالية للطبقة الوسطى والشركات ، تتضمن إعفاءات ضريبية لمدة سنتين وبقيمة 150 مليار دولار منها 100 مليار دولار للأفراد (الطبقة الوسطى ) وذلك لتشجيع الإنفاق الاستهلاكي بما يضمن تنشيط الاقتصاد .

- تحديد التعويضات لرؤساء الشركات عند الاستغناء عنهم .

- منع دفع تعويضات تشجع على مجازفات لا فائدة منها ، وتحديد المكافئات لمسؤولي الشركات الذين يستفيدون من التخفيضات الضريبية بمبلغ 500 ألف دولار ، بالإضافة إلى استعادة العلاوات التي تم تقديمها على أرباح متوقعة لم تتحقق بعد .

- بالإضافة إلى إجراءات مستقبلية تتمثل أساسا في تعيين مفتش عام مستقل لمراقبة قرارات وزير الخزانة ، ودراسة القرارات التي تتخذها الخزانة ، وإجراءات وضع اليد على اليد على الشركات .

3- قيام العديد من المصارف الدولية بإنشاء صندوق للسيولة برأسمال قدره 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحا.

4- قيام المسؤولين عن الأسواق المالية في 20 / 9 / 2008 بوقف المضاربات قصيرة الأجل مؤقتا.

وعلى الرغم من هذه الإجراءات إلا أن عدم الاستقرار ما زال مسيطرا على الأسواق العالمية بسبب الشكوك حول مستقبل الاقتصاد الأمريكي، خاصة مع استمرار تدني المؤشرات الاقتصادية الكلية، ومع عدم وجود بوادر إيجابية تشير إلى حل مشكلة الائتمان الراهنة ، وقد تباينت حدة تأثير الأزمة العالمية على اقتصاديات الدول النامية حسب درجة انكشافه على الأسواق المالية العالمية ، والذي يمكن تناوله من خلال ما يلي :

## المطلب الثاني: تداعيات الأزمة العالمية على احتياطات الدول النامية المرتبطة بالأسواق العالمية.

تعرضت الاقتصاديات النامية إلي ويلات الأزمة الاقتصادية العالمية ، والتي تباينت شدتها بدرجة ارتباطها بالأسواق العالمية ، ومدى قدرتها احتياطاتها الأجنبية على الصمود في وجه المضاربات المالية على العملة ، والهروب المكثف لرؤوس الأموال الأجنبية وتوالي الأزمات الاقتصادية مع حدة الركود الاقتصادي . ولقد شكلت العوامل المالية المتعلقة بالانكشاف على أسواق المال العالمية ، أهم قنوات امتداد الأزمة

### 1- تداعيات الأزمة على احتياطات الصرف في دول مجلس التعاون الخليجي :

فرغم الطفرة المالية التي شهدتها دول مجلس التعاون الخليجي عقب ارتفاع أسعار البترول ، والسعي إلى تكديس هذه الإيرادات النفطية في البنوك والمصارف الدولية ، بالإضافة إلى التوسع في الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص ، ومع تفاقم حدة الأزمة المالية في الدول المتقدمة ، وانكماش الطلب العالمي والتراجع الحاد للأسعار في أسواق النفط العالمية خلال النصف الثاني من عام 2008 تقلصت الفوائض المالية لدول المجلس ، كما انعكس ذلك أيضا على السيولة النقدية لدي المصارف ، بالإضافة إلى هروب رؤوس الأموال الأجنبية ، وبداية تآكل الاحتياطات الأجنبية نتيجة المضاربات في الأسواق الداخلية وتراجع ثقة المستثمرين الأجانب في قدرتها السياسية النقدية على الحد من تبعات الأزمة ، ولقد تزامنت هذه الأوضاع مع شح السيولة في الأسواق العالمية ، فقد أدى انخفاض أسعار النفط من 150 دولار للبرميل في شهر جويلية إلى حوالي 77 دولار ، وهو ما سينعكس على صادراتها وعلى معدلات النمو الاقتصادي ، والتي انخفضت من 2.4% في عام 2009 مقابل 5.7% عام 2008 ، كما بينت التقارير الاقتصادية إلى تآكل قيم أصول الصناديق السيادية ، والتي تستثمرها دول الخليج في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا والتي قدرت بحوالي 1500 مليار دولار عرفت تراجعا في مداخيلها بنسبة 30% وخسرت ما يقارب 450 مليار دولار ، وهو ما يعادل مداخيل دول الخليج لمدة عام كامل ، كما أعلنت السعودية كأكبر اقتصاد خليجي عن عجز في الميزانية يضاهاى 45 مليار دولار سنة 2009 .

وقد أدت قلت الممارسات الحكيمة في إدارة النقد الأجنبي<sup>1</sup>، إلى تفاقم الأزمة المالية وتنامي حدتها ، جراء سوء تقدير المخاطر الناجمة عن العوامل الخارجية ، سواء تعلق الأمر بالتقلبات في أسعار صرف العملات الأجنبية ، أو التقلب في أسعار الفائدة ، أو مستوى السيولة كهدف اسمي في التصدي لأي أزمة اقتصادية.

1- زكريا الدوري، يسرى السامرائي، البنوك المركزية و السياسات النقدية، الطبعة العربية، دار اليازوري، 2006، ص55.

والتي تعد في مجملها المقومات الأساسية لتفعيل دور الاحتياطات الأجنبية في مواجهة سلبيات الأزمات المالية ، كما واجهت البورصات الخليجية تغيرات جذرية في محافظها المالية المستثمرة في البورصات العالمية التي انعكست على فوائدها المالية ، مما سيؤدي إلى التقليل من ثقة المستثمرين الأجانب في قدرة الاقتصاد المحلي على مجابهة تبعات الأزمة المالية ، ويمكن إيجاز نقاط تأثر الاقتصاد الخليجي بالأزمة المالية العالمية

دون استغلاله للاحتياطات الدولية من خلال ثلاثة مصادر أساسية<sup>1</sup>:

- تأثر المؤسسات المالية التي تملك حيازات في سندات الرهن العقاري أو تستثمر في عقود التزامات الدين المهيكلة sCDO المرتبطة بتلك السندات ، أو في عقود مبادلة الديون sCDs ، حيث قدرت خسارة بنك الخليج الدولي GIB بما يقارب من 750 مليون دولار ، جراء استثماراته في سندات الرهن العقاري ، ما استدعي رفع رأسماله بتمويل من مؤسسة النقد السعودي ، كما سجله المؤسسة المصرفية العربية خسائر تفوق 500 مليون دولار.

- خسارة إدارة الاستثمار عن طريق البنوك الاستثمارية الأمريكية المتأثرة بالأزمة العالمية ، لاسيما والارتباط الوثيق بين المصارف الخليجية والبنوك العالمية في الولايات المتحدة الأمريكية

والذي سيؤثر على العائدات الاستثمارية ، فقد أعلن بنك أبو ظبي التجاري عن سعيه للجوء إلى الجهات القضائية لاسترداد بعض خسائر استثماراته في الصناديق الأمريكية .

- تأثر الوضع الائتماني من خلال نقص السيولة وارتفاع تكلفة الاقتراض ، وقد ظهرت بوادر أزمة الائتمان في دبي مع تراجع مستوى السيولة في السوق لتمويل المشاريع الجديدة ، حيث أعلن البنك المركزي الإماراتي عن تمويل يقدر ب 50 مليار درهم إمارتي متاح للبنوك الإماراتية للاستفادة من امتيازات استثمارها<sup>2</sup>.

1- دي كوك, ترجمة عبد الواحد المخزومي,الصيرفة المركزية, دار الطليعة بيروت,1987, ص43.

2- مورد خاكيكرباني, ترجمة إبراهيم منصور, الاقتصاد الدولي مدخل للسياسات, دار المريخ السعودية,2007, ص22 .

## 2- إجراءات دول مجلس التعاون الخليجي في الحد من آثار الأزمة العالمية من خلال الاحتياطات:

لقد تسببت الأزمة المالية العالمية في خلق نوع من الذعر والخوف وسط المتعاملين الاقتصاديين ، جراء تنامي معدل التدفقات المالية خارج القطاع المالي الرسمي ، مما دفع الجهاز المصرفي إلى رفع معدل السيولة في احتياطات الصرف الأجنبي ، وضخ كميات من السيولة لتلبية احتياجات الطلب على النقد ، مما خلق نوع من الارتباك في الأسواق الداخلية للنقد<sup>1</sup> .

وقد أدت هذه الظواهر إلى دق ناقوس الخطر أمام تبعات الأزمة ، لاسيما باجتماع وزراء ومحافظي البنوك والمصارف المركزية لاتخاذ إجراءات كفيلة بالحد من تبعات الأزمة سواء فيما تعلق الأمر بضخ أموال بالجهاز المصرفي لمواجهة النقص الحاد في السيولة النقدية ، أو زيادة نسبة احتياطي الصرف الأجنبي لدي البنوك والمصارف المركزية ، مع تحديد نسبة التمويل الموجه إلى الرهن العقاري ، ووضع قيود على المؤسسات المالية المرتبطة بالمؤسسات المالية الدولية ، ويمكن تلخيص أهم الإجراءات المتخذة في النقاط التالية<sup>2</sup>:

- **الكويت** : عمدت الدولة من أجل التخفيف من حدة التوترات المالية التي شهدتها الأسواق المالية ، إلى ضخ مليار دينار كسيولة في الأسواق المالية ، كما شدد البنك المركزي على قيود تسيير وإدارة احتياطي الصرف الأجنبي ، من خلال تقليص معدل العائد على الاحتياطات ورفع نسبة الاحتياطات الأجنبية السائلة

- **الإمارات** : منح المصرف المركزي الإماراتي قروض قصيرة الأجل بقيمة 50 مليار درهم أي ما يعادل 13.61 مليار دولار ، وخصص المصرف تسهيلات للبنوك لاستخدامها كقروض مصرفية ، لتدعيم حجم السيولة النقدية مع شراء كل شهادات الإيداع التي تبقي على مدتها لمدة 14 يوم ، وللتقليل من حدة تآكل الاحتياطات الأجنبية فقد لجأ المصرف المركزي إلى إلغاء كافة عمليات السحب على المكشوف من العمليات الجارية ، والتي تدعمت أساسا بقيام بنك دبي بتقليل منح القروض الكبيرة وخطط السداد .

- **قطر** : وحتى يتسنى لها تعزيز الثقة بأسواقها المالية والحفاظ على الاحتياطات الأجنبية ، فقد قررت هيئة الاستثمار شراء ما بين 10-20 % من أسهم البنوك المدرج في تعزيز ثقة الجمهور في الملاءة المالية للبنوك وذلك من خلال شراء أسهم محلية لدعم أسعار البورصة ، خاصة بعد الانخفاضات المتتالية التي عرفتتها البورصة ، وعزوف جماعي للمستثمرين ، وللحد من المضاربات المالية على احتياطات الصرف الأجنبي واستنزافها ، فقد لجأت جل البنوك المركزية لدول مجلس التعاون الخليجي إلى تخفيض أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية

<sup>1</sup> : هشام حيدر ، السيولة النقدية الدولية و البلدان النامية، الأهلية للنشر و التوزيع لبنان 1977، ص52 .

<sup>2</sup> : وسام الملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، دار المنهل لبنان 2001، ص44 .

**- السعودية :** أعلن البنك المركزي السعودي عن توفير أي سيولة نقدية تحتاجها البنوك ، مع تقديم خيار اقتراض ما قيمته 75 % من الأوراق المالية الحكومية ، والتي تبلغ قيمتها مائتي مليار ريال ، أي ما يعادل 53.1 مليار دولار ، كما لجأ البنك المركزي إلى وضع قيود على المعاملات المالية للبنوك التجارية المتعاملة مع البنوك الدولية للحد من تحويل الاحتياطيات الأجنبية إلى الخارج .

**البحرين :** صرح محافظ البنك المركزي البحريني سلامة الأوضاع المالية المنتهجة داخل المملكة ، خاصة و أن كل بنوكها تستثمر أموالها في دول الخليج المنتعشة اقتصاديا ، وليس في الأدوات المالية المشتقة شأنها شأن البنوك الإسلامية ، و بذلك فهي لم تتأثر بالأزمة المالية العالمية حتى وان تأثرت فهي قادرة على اتخاذ الإجراءات المناسبة ، كما تم تعويم سعر صرف العملة المحلية عقب تصاعد هجمات المضاربة وزيادة القلق حول وضع الاحتياطيات الأجنبية ، و عموما يمكن تلخيص الإجراءات المالية المتخذة من طرف دول مجلس التعاون الخليجي ضمن الجدول التالي

**جدول رقم (7-4) إجراءات دول الخليج لمواجهة الأزمة المالية**

الدولة	الإجراءات المتخذة
الكويت	خفض نسبة الفائدة 1.5 خفض الأجل 1.5 ضخ مليار دينار كسيولة في الأسواق عرض أموال لليلة واحدة ولأسبوع ولشهر
الإمارات	قروض قصيرة الأجل بقيمة 13.6 مليار دولار إعادة شراء كل شهادات الإيداع المتبقي من أجلها 14 يوم
قطر	شراء ما بين 10-20 من رأسمال البنوك المدرجة شراء أسهم محلية لدعم الأسعار
السعودية	طرح خيار للبنوك باقتراض 75 من الأوراق الحكومية خفض نسبة الفائدة 5 و خفض معدل الاحتياطي الإلزامي
البحرين	عدم اتخاذ أي إجراءات لسلامة الأوضاع البنكية

المصدر: تامر عبد العزيز إجراءات دول الخليج في مواجهة أزمة المال يومية الجريدة العدد 462 الصادرة بتاريخ 16 نوفمبر 2008 ص 27 لمزيد من الاطلاع راجع الموقع [WW.ALJARIDA.COM](http://WW.ALJARIDA.COM)

و مع تداعيات الأزمة المالية على دول مجلس التعاون الخليجي و تضرر عملاتهم أدركت الدول الست أن ربط عملاتهم بالدولار لم يعد مناسباً في ضل انخفاض الحاد في أسعار البترول و أسعار الأسهم و هو ما دعي إلى عقد اجتماع مقرر يومي 30/29 ديسمبر الجاري للاتفاق على وحدة نقدية موحدة ووضع مقر إطار عمل البنك المركزي الخليجي على أن يجسد المشروع فعلياً مع نهاية عام 2010 و الذي يطمح إليه دول الخليج في إطار التكامل المالي و الاقتصادي العربي للبحث عن ميكانيزمات فعالة كفيلة بتغطية الهوامش المالية المحققة من الطفرة البترولية ، مع صياغة ميكانيزمات فعالة ، وعلى اثر هبوط النفط على اقتصاديات الدول القائمة على الصادرات النفطية والغاز سلبا ، مثل روسيا والمملكة العربية السعودية

ودول الخليج العربي ، فيما شكل ذلك ميزة لدى بعض الدول التي تستورد النفط ، إلا انه في المقابل واجهت بكين عاصفة أسفرت عن تراجع صادرات الصين بنسبة 3.1 في المئة ، وهو أول هبوط منذ يناير 2012 واتخذت الصين إجراءات جريئة حيال ما تعانيه من أزمة اقتصادية ألقت بظلالها على الاقتصاد العالمي ، كونها ذات وزن نسبي كبير ، حيث قامت بخفض سعر صرف عملتها المحلية اليوان بنحو ثلاثة مرات متتالية مقابل الدولار في محاولة لجذب السيولة وزيادة الصادرات لدعم اقتصادها<sup>1</sup>.

وقد قللت هذه الإجراءات من انخفاض النمو الصيني ، مؤكدين أن الصين ظهرت كقوة اقتصادية عالمية بمعدل نمو بلغ 7 في المئة ، والذي ينفي وجود أزمة اقتصادية وخسائر في البورصات العالمية بنحو 25 في المئة من قيمة الأسهم ، وقد أدت تبعات الأزمة إلى سحب الاستثمارات الأجنبية في الصين والمقدرة بـ 142 مليار دولار<sup>2</sup> في غضون ستة أشهر .

وقد عزز الاقتصاديون خلال الأزمة النفطية العالمية للوقت الراهن أن الحرب النفطية التي بدأتها السعودية<sup>3</sup> والتي أكدت أنها ليست موجهة لروسيا وإيران ، وأنها ليست ذات دوافع سياسية

### المطلب الثالث : تداعيات الأزمة العالمية على احتياجات الدول النامية الغير مرتبطة بالأسواق العالمية.

أدى الانكشاف المحدود على أسواق المال العالمية للقطاع المصرفي والمالي المحلي في الدول النامية الغير مرتبطة بالأسواق العالمية ، إلى تقليل تأثيرات الأزمة المالية العالمية المباشرة على هذه الدول ، غير أن ارتباط اقتصاديات دول المجموعة بصورة وثيقة بالنشاط الاقتصادي والطلب في الدول المتقدمة ، وذلك في جانب المعاملات السلعية والمتمثلة في تركيز اتجاهات صادرات عدد من دول المجموعة إلى أسواق الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة ، أو في جانب المعاملات الخدمية والرأس مالية ، والمتمثلة في تحويلات عمالتها بالخارج وإيرادات السياحة وتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر ، إلى

1 - مروان عوض، دراسة تطبيقية و عملية في التعامل بالعملات الأجنبية، و عمليات الاستثمار 1985.

2- صندوق النقد الدولي، نحو نمو متكافئ و متوازن التقرير السنوي، 2011

3- لقد أثرت تداعيات انخفاض أسعار النفط على السعودية بشكل كبير مما اثر سلبا على ميزانيتها خلال سنوات 2015-2016 .

تصدير جزء من تبعات الأزمة إلى هذه الدول ، كما انعكس الركود الاقتصادي العالمي على كلا من حركة رؤوس الأموال مع المنتجات الزراعية بين هذه الأقطار ، وللوقوف على حقيقة هذا التأثير على كلا من المعطيات الاقتصادية والتجارية ، لاسيما وارتباطها بمدى استنزاف الاحتياطات الأجنبية لدول المجموعة يمكن إيجاز تبعات الأزمة في العناصر التالية :

### 1- تداعيات الأزمة على احتياطات الصرف في الدول النامية الغير مرتبطة بالأسواق العالمية :

لم يتأثر القطاع المصرفي والمالي الداخلي في الدول النامية الغير مرتبطة بالأسواق العالمية<sup>1</sup> بتداعيات الأزمة المالية العالمية لكونها أكثر انغلاق ، وغير مرتبطة بالنظام المصرفي والمالي العالمي بصورة مباشرة ، حيث لم يتعرض سوق الأوراق المالية لدول المجموعة<sup>2</sup> للتقلبات في القيمة السوقية نظرا لصغر حجم التداول ، وقلة عدد الشركات المدرجة فيها ، بالإضافة إلى انغلاقها أمام الاستثمار الأجنبي .

وتقتضي أسس التحوط ضد المخاطر الاقتصادية المستهدفة لإدارة احتياطي الصرف الأجنبي ، وفقا للأولويات والاستراتيجيات الاقتصادية ، فسعر صرف النقد الأجنبي يتغير قيمته مقارنة بالعملة المحلية لاسيما في البلدان النامية ذات العملات العائمة ، كما أن مخاطر سعر الصرف الأجنبي تقتضي وضع حدود للأثر على ربحية صافي مركز النقد الأجنبي المفتوح ، أو فجوات النقد الأجنبي حسب الفترة الباقية من تاريخ الاستحقاق ، و إلا فإن اقتصاديات دول المجموعة تأثرت من جراء انخفاض الطلب على النفط ، نتيجة الركود الحاد في الاقتصاد العالمي ، جراء ويلات الأزمة العالمية ، كما قامت كلا من الجزائر

وليبيا العضويتين في منظمة أوبك بخفض حصصهما الإنتاجية خلال عامي 2008 و 2009 وذلك تطبيقا لقرار منظمة أوبك القاضي بتخفيض حصصهما الإنتاجية ، ونتيجة لذلك تراجعت الصادرات النفطية

لدول المجموعة بنسبة 28 % ، كما شهدت اقتصاديات دول المجموعة الثانية نموا ملحوظا في نشاط القطاع الغير نفطي ، خاصة في كلا من الجزائر وليبيا حيث عرفت الجزائر زيادات كبيرة في المحصول الفلاحي للحبوب ، والذي انعكس بشكل ايجابي على تقليص فاتورة الاستيراد ، كما واصلت الجزائر وتيرة الإنفاق من أجل تطوير البنية التحتية ودفع القطاعات الحيوية الغير مرتبطة بالنفط ، أما فيما يخص ليبيا فقد شهد أيضا القطاع الغير نفطي نموا سريعا في ظل زيادة الإنفاق العام على المشاريع التحتية والتشييد ، أما السودان واليمن فقد سجل القطاع الغير نفطي معدلات نموا مرتفعة ، حيث سجلت السودان تراجع النشاط الاقتصادي الغير نفطي من معدل نموا بلغ 8 % خلال الفترة 2006-2008 إلى نحو 3.8 % في عام 2009 ويعزي ذلك إلى تراجع الاستثمارات

1- صندوق النقد الدولي، نحو نمو متكافئ و متوازن التقرير السنوي، 2011 ، ص63 .

2- قدر صندوق النقد الدولي خسائر دول الخليج العربي من تراجع أسعار النفط ب 130مليار دولار في عام 2015 ، ص74.

الأجنبية في السودان<sup>1</sup>، إضافة إلى العوامل الداخلية المتعلقة بقيام الدولة بتطبيق إجراءات للحد من الطلب على الاستيراد في ضوء التراجع الحاد في الاحتياطات الأجنبية ، والناجمة عن تراجع أسعار النفط العالمية ، إن مصداقية السياسة النقدية شرط أساسي لتحقيق الأهداف الاقتصادية ، فالاقتصاد العالمي وإن كان يعاني من أزمة مالية تتعمق يوم بعد يوم ، وركود قد يتحول إلى كساد إلا أن اقتصاديات الدول النامية ذات الانكشاف المالي المتوسط وان كانت في منء عن تبعات الأزمة في الوقت الراهن والقصير ألمدي ، إلا أن ذلك لا يعني مناعتها المطلقة عن مخلفات الأزمة كون أن هاجس الدولار كفيل بتسويق هذه الآثار في ألمدي المتوسط والطويل ، كما أن التباين في مصداقية وأداء السياسات النقدية بين الدول النامية والمتقدمة من المحتمل أن يكون عائق في التخلص من الأزمة .

إن السياسات النقدية الحالية في الدول النامية هي نتاج توجيهات وتطبيقات لبرامج التصحيح الاقتصادي والتي تمت خلال العقدين الماضيين بإشراف من صندوق النقد الدولي ، غير أن خضوع المعاملات الخارجية للمصارف المحلية وللقيدود على حرية التدفقات الراسلمالية مكن القطاع المصرفي من تجنب الآثار السلبية الحادة ، كما أن عملية تسقيف الاستثمارات في الخارج سواء من طرف القطاع العام أو الخاص ، قلل من حدة انكشاف الأصول الأجنبية على المخاطر الاستثمارية العالية ، مع تأمين تآكل الاحتياطات الأجنبية ومن رفع نسبة سيولة الأصول المقومة بالعملات الأجنبية .أما من جانب التمويل الخارجي ، وفي ضوء شح السيولة العالمية وما ترتب من ارتفاع في تكلفة الإقراض في الأسواق العالمية ، فقد تمكن عدد من دول المجموعة من تمويل الموازنة من المصادر المالية في السوق المحلية ، حيث سجلت السيولة النقدية المحلية معدلات نموا عالية نسبيا ، هذا وقد تزامن اقتراض الحكومة من السوق المحلية مع تراجع نموا القروض المصرفية للقطاع الخاص ، والذي يعزي إلى عوامل الطلب والعرض الناجمة عن الأزمة العالمية ، وفي هذا الصدد تراجع الطلب على الائتمان المصرفي في ضوء انكماش الطلب الخارجي وانخفاض التجارة العالمية، كما أن أجواء عدم اليقين التي أحدثتها الأزمة العالمية في الأسواق المحلية أدت بالمصارف التجارية إلى إتباع سياسة احترازية تتمثل في عدم التفريط في الموارد المتاحة لها تفاديا لتزايد حالات التعثر وعدم السداد ، وذلك بالرغم من ما توفر لديها ، ففي الأردن أدي تعرض اقتصادها لضغوطات على السيولة النقدية دفع بالسلطات إلى انتهاج سياسات تثبيت الدينار مقابل الدولار ، مما انعكس سلبا على احتياطات الصرف الأجنبي ، وعجل بتآكل 20% من الاحتياطات الأجنبية في فترة 9 أشهر ، وقد انعكست الإصلاحات الهيكلية للقطاع المصرفي التي طبقتها دول المجموعة في وقت مبكر لازمة ، من خلال رفع كفاية رأس المال المرجح بالمخاطر ، وخفض متوسط نسبة القروض الغير منتظمة إلى إجمالي القروض ، وقيام القطاع المصرفي في هذه الدول بإلغاء العديد من القروض المعدومة ، والتي تمت تغطية

<sup>1</sup> : صندوق النقد الدولي، نحو نمو متكافئ و متوازن التقرير السنوي، 2014

قيمتها بالمخصصات بالكامل ، مما أدى إلى تحسين كفاءة وربحية القطاع المصرفي في عدد منها .

وقد تأثر النشاط الاقتصادي لدول المجموعة بتراجع الطلب الخارجي<sup>1</sup> ، حيث تراجعت صادراتها وتقلصت تحويلات العاملين بالخارج وانحسر تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر ، في الوقت الذي شهد فيه قطاع السياحة تحسنا طفيفا ، ولقد انعكس تدهور أوضاع القطاع التصديري على وتيرة النشاط الاقتصادي بحكم تشابك هذا القطاع مع بقية القطاعات الإنتاجية والخدمية ، ومنها القطاع المصرفي ، الأمر الذي تطلب تدخل السلطات في دول المجموعة باتخاذ إجراءات سريعة لتسيير إدارة السياسة النقدية ، وزيادة الإنفاق العام من خلال برامج التحفيز الاقتصادي ، وتنشيط النمو ، وتجنب الركود الاقتصادي ، والحد من تفاقم البطالة ، ومن بين الإجراءات المستهدفة من طرف الدول الأعضاء للحد من تبعات الأزمة ، والتقليل من تآكل احتياطياتها الأجنبية ، لجأت كلا من الأردن ، تونس ومصر والمغرب بتخفيض أسعار الفائدة التي تقرها السياسة النقدية ، وذلك لحث المصارف التجارية على زيادة الإقراض للقطاع الخاص ، وعلى سبيل المثال قامت السلطات المصرية بتخفيض سعر الإيداع لليلة واحدة ست مرات خلال فبراير - سبتمبر 2009 ، بحيث بلغ إجمالي التخفيضات التراكمية 325 نقطة أساس ، كما لجأت السلطات الأردنية بتخفيض سعر الفائدة للسياسة النقدية ثلاثة مرات خلال عام 2009 ، وبواقع 50 نقطة أساس في كل مرة ، ولجأت كل دول المجموعة بتخفيض نسبة الاحتياطي الإلزامي وفتح تسهيلات جديدة للاقتراض ، وتوفير المزيد من السيولة.

### خلاصة الفصل:

حاولنا في هذا الفصل من الدراسة، ضبط مفهوم إدارة الاحتياطيات، والتي تعني العملية التي تدار بها الأصول الأجنبية المملوكة للقطاع العام، على نحو يكفل إتاحة هذه الأصول للاستخدام في أي وقت، وإدارة المخاطر بحكمة، وتوليد عائد معقول على الأرصة المستثمرة، وبعد ذلك حاولنا الإحاطة بمتطلبات إدارة الاحتياطيات، التي تقتضي وجود جهة أو هيئة قائمه عليها، تقوم برصد المعلومات وتتبنى نماذج التنبؤ الحديثة الخاصة بتغيرات أسعار الصرف (العملات الأجنبية) وأسعار الأصول المالية (السندات الحكومية) وأسعار المواد الأولية (الذهب والمحروقات)، بالإضافة إلى رصد معدلات التضخم السائدة في كل فترة، نظرا لتأثيراتها الكبيرة على الحجم الحقيقي للاحتياطيات، كما ذكرنا أن إدارة احتياطي الصرف الأجنبي تقتضي المتابعة المستمرة (الدائمة) لاختيار أدوات الاستثمار، والمدة المقبولة لحافطة الاحتياطيات، والتي تعكس ترتيبات كل بلد وظروفه الخاصة لحماية أصول الاحتياطيات من التآكل وضمان توفرها

<sup>1</sup> O.N.S COLLECTIONS STAISTIQUES N°188/2014SERIE E ECONOMIE N°79 EVOLUTION DES ECHANGES DE MARCHANDISES DE 2003 A 2013-

في أي وقت، بالإضافة إلى كل هذه المتطلبات فإن إدارة احتياطي الصرف الأجنبي تقتضي أيضا تأسيس سياسات ملائمة تتعلق بإدارة مكونات احتياطي الصرف الأجنبي، من خلال البحث عن التوليفة الملائمة للأصول الاحتياطية، بما يتماشى والأوضاع الاقتصادية السائدة، وقد حاولنا ضبط كل هذه المتطلبات من خلال التعرض إلى محورين أساسيين هما، توفير السيولة الاحتياطية الملائمة؛ والسعي لتحقيق العوائد مصحوبا بالتسيير الحذر للمخاطر، وقد أكدنا في هذا الفصل من الدراسة، على التفرقة بين استخدامات احتياطي الصرف الأجنبي، وتوظيفاته التي تسعى إلى تحقيق العوائد مع مراعاة مستويات المخاطر، ويشمل هذا الجانب من التوظيفات على عملية إعادة تدوير الفوائض البترولية (البتر ودولار) وإنشاء الصناديق السيادية والتي هي عبارة عن صناديق مُكلفة بإدارة الاحتياطيات الدولية لحكومات الدول التي لديها مدخرات تفوق استثماراتها بشكل متواصل، أما جانب استخدامات احتياطي الصرف الأجنبي، فهو يشمل على استعماله في مجال تسيير سعر الصرف، بالإضافة إلى جعله (احتياطي الصرف الأجنبي) كأداة لتمويل برامج التنمية في إطار الطاقة الاستيعابية المحدودة للاقتصاد .

الفصل الخامس:

الاختلافات الهيكلية للبنك المركزي

الجزائري في إدارة احتياطات

الصرف الأجنبي

## تمهيد :

لقد أدت الطفرة المالية التي حققها الاقتصاد الجزائري خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى غاية 2009 إلى التأثير على كافة المؤشرات الاقتصادية ، جراء الارتباط الوثيق بين أسعار النفط ومستويات احتياطي الصرف الأجنبي في معظم الدول المصدرة للنفط، فبعد أن كان احتياطي الصرف في الجزائر قد بلغ نهاية سنة 2006 أكثر من 77 مليار دولار ليقفز بعدها بعام إلى حدود 110 مليارات دولار ، في الوقت الذي بلغ فيه متوسط سعر النفط أكثر من 110 دولار للبرميل سنة 2007 ، ليبلغ نهاية 2010 نحو 197.5 مليار دولار، أما في نهاية 2013، فقد وصل إلى 194.01 مليار ليسجل بعدها في عام 2015 ما لا يقل عن 159.91 مليار دولار، وأمام هذه التراكمات المسجلة تطرح بإلحاح مسألة إدارة هذه الاحتياطات ، فسلوك البنك المركزي يختلف تماما عن سلوك المؤسسات المالية الأخرى ، إذ أن هذه الأخير تسعى إلى تعظيم الربح من خلال ما تملكه من موارد مالية وأصول نقدية ، لكن السؤال الذي يطرح في هذا المجال، هو ما هي الاستراتيجيات الاقتصادية المستهدفة للاحتياطات الأجنبية الجزائرية ؟ وما هو المستوى الأمثل لحجم الاحتياطات الأجنبية الملزمة للسلطات النقدية الجزائرية الاحتفاظ بها ؟

وما هي البدائل الممكنة لاستخدام هذه الاحتياطات سواء تعلق الأمر ب(تسديد الدين الخارجي، أو تنويع الصادرات ورفع مستواها خارج المحروقات ،أو معالجة العجز في ميزان المدفوعات والتصدي للآزمات المالية،...) <sup>1</sup>، واستنادا للتحليل النظري السابق، سنحاول عرض بعض الجوانب المتعلقة بمصادر وقنوات تراكم الاحتياطات الأجنبية بينك الجزائر، وكذا تحديد المستوى الأمثل من الاحتياطات الأجنبية ، مع تقييم عمليات التوظيف وإدارة مخاطرها، واقتراح البدائل المرتبطة بتوظيف الفائض من احتياطي الصرف الأجنبي ، ومن هنا سيتم تناول موضوع هذا الفصل من خلال المباحث التالية :

المبحث الأول : الاستراتيجيات الاقتصادية الجزائرية المستهدفة لإدارة الاحتياطات الأجنبية .

المبحث الثاني : الجدوى الاقتصادية المثلى للاحتياطات الأجنبية الجزائرية .

المبحث الثالث : تقييم واقع إدارة احتياطات الصرف الأجنبي الجزائري .

المبحث الأول : الاستراتيجيات الاقتصادية الجزائرية المستهدفة لإدارة الاحتياطات الأجنبية .

1- CANDELON, B. et E. Cudeville, « Politique monétaire et canal du crédit : Une estimation empirique sur l'économie française », Revue d'économie politique, 1997 p,43.

لقد أدى تأكيد الدور الريادي للاحتياطيات الأجنبية في دفع عمليات التنمية الاقتصادية ، دون الوصول إلى اتفاق جوهري في مضمون فاعليته الأساسية أو الثانوية في عمليات التنمية الاقتصادية ، بدءا بدراسة (شومبتر) سنة 1911 في كتابه نظرية التطور والنمو الاقتصادي وذلك من خلال إبراز دور الاحتياطيات الأجنبية في عمليات تكوين الرأس المال من خلال الائتمان والتي يمكن حصرها في النقاط التالية :

### المطلب الأول: فائض ميزان المدفوعات

إن الإيرادات المالية المحققة خلال الفترة الممتدة من سنة 2005 – 2016 والتي تباينه حسب السنوات انعكست ايجابيا على احتياطيات الصرف الأجنبي الجزائري ، فبعد التعافي الاقتصادي الجزائري<sup>1</sup> منذ عام 1999، عقب الصدمة الاقتصادية لسنة 1986 أينما انهارت أسعار النفط إلى ما يقارب 46 % من الأسعار الحقيقية ، والذي انعكست سلبا على الميزانية المالية العامة للدولة مما يبين هشاشة التركيبة المالية للميزانية خلال الفترة الممتدة من سنة 2005 - 2016 والتي يمكن حصرها فيما يلي :

**أولا – تحليل الحساب الجاري 2005 – 2016 :** يعتبر المؤشر الاقتصادي لوضعية ميزان المدفوعات الجزائري ، والتي تعكس حركة التطور والنمو التي حصلت في الموارد الأجنبية خلال الفترة 2005 – 2016 لاسيما فيما يخص فائض النقد الأجنبي ، حيث سجل ارتفاعا من 21.18 مليار دولار سنة 2005 إلى 34 مليار دولار سنة 2008 ، و يظهر مدى التباين في الأهمية النسبية لكل نوع من الموارد ضمن المعطيات الاقتصادية من خلال القراءات الخاصة لبيانات الجدول رقم (5-1)<sup>2</sup>،

والذي يستعرض الأهمية النسبية للموارد الأجنبية ضمن هيكل الحساب الجاري، رغم الصدمة المالية لسنة 2009 والتي عرفت انكماشاً في النقد الأجنبي، جراء الانخفاض العالمي لأسعار النفط

الجدول (5-1) : فائض الحساب الجاري خلال الفترة (2005-2016) (الوحدة مليار دولار أمريكي)

السنوات | فائض الحساب الجاري | احتياطيات الصرف الأجنبي

1- المادة 36 مكرر من الامر رقم 10-04 المؤرخ في أوت 2010 المتعلق بالنقد والقروض: يعد بنك الجزائر ميزان المدفوعات ويعرض الوضعية المالية الخارجية للجزائر.

2- La Banque d'Algérie, EVOLUTION ECONOMIQUE ET MONITAIRE EN ALGERIE RAPPORT 2014, Juillet2015.p49

56.18	21.18	2005
77.78	17.73	2006
110.18	30.54	2007
143.10	34.45	2008
148.91	0.402	2009
162.22	12.14	2010
182.22	17.77	2011
190.66	12.42	2012
194.01	0.83	2013
178.93	-9.11	2014
159.91	-7.78	2015
144.10	6.00	2016

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر .

حيث نلاحظ مدي التباين في فائض الحساب الجاري مقارنة باحتياطات الصرف الأجنبي ، وذلك من خلال الارتفاع المسجل من 21.8 مليار دولار سنة 2005 إلى 30.54 سنة 2007 ثم 34.45 سنة 2008 ، وذلك جراء المؤشرات الايجابية التي سجلتها أسعار المحروقات على الصعيد العالمي ، لتعرف نموا طفيف خلال السنوات 2010 إلى غاية 2013 ، ثم نموا سلبيا خلال سنة 2014 وسنة 2015 جزاء الأسعار الدولية للمحروقات ، والتي أدت بعلق أو توقف بعض شركات النفط عن الإنتاج ، جراء ارتفاع تكاليف الإنتاج عن أسعار البيع في الأسواق العالمية ، مع تخمة المعروض من النفط خارج دول أوبيك والذي انعكس سلبا على الاستثمارات الأجنبية في مجال الصناعات البترولية ، والتي يمكن التطرق إليها من خلال نسبة صادرات المحروقات ضمن تشكيلة الحساب الجاري :

**1- الصادرات من المحروقات :** لا تزال صادرات الجزائر من المحروقات تشكل أهم المبيعات نحو الخارج وذلك بنسبة تصل إلى أكثر من 97 % من سنة 2005 إلى غاية سنة 2016<sup>1</sup>، ففي ظل الارتفاع المتذبذب لأسعار النفط والذي بلغت ذروته ب 145 دولار للبرميل في الأسبوع الثاني من شهر جويلية 2008 ، انتقلت صادرات المحروقات من 45.59 مليار دولار في سنة 2005 لتصل إلى حوالي 80 مليار دولار في سنة 2008 ، مساهمة في تراكم مخزون احتياطي الصرف وبقا لـ (الشكل 2-5).

1 - O.N.S, Collections Statistiques, N° 188/2014 Série E : Economie N° 79, Evolution des Echanges de Marchandises de 2003 à 2013, p93.

الجدول (5-2) صادرات الجزائر من المحروقات خلال الفترة (2005-2016) (الوحدة مليار دولار أمريكي)

السنوات	صادرات المحروقات	احتياطيات الصرف الأجنبي
2005	45.59	56.18
2006	53.61	77.78
2007	59.61	110.18
2008	77.19	143.10
2009	44.41	148.91
2010	56.12	162.22
2011	71.66	182.22
2012	70.58	190.66
2013	63.32	194.01
2014	58.38	178.93
2015	35.72	159.91
2016	27.5	144.10

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر .

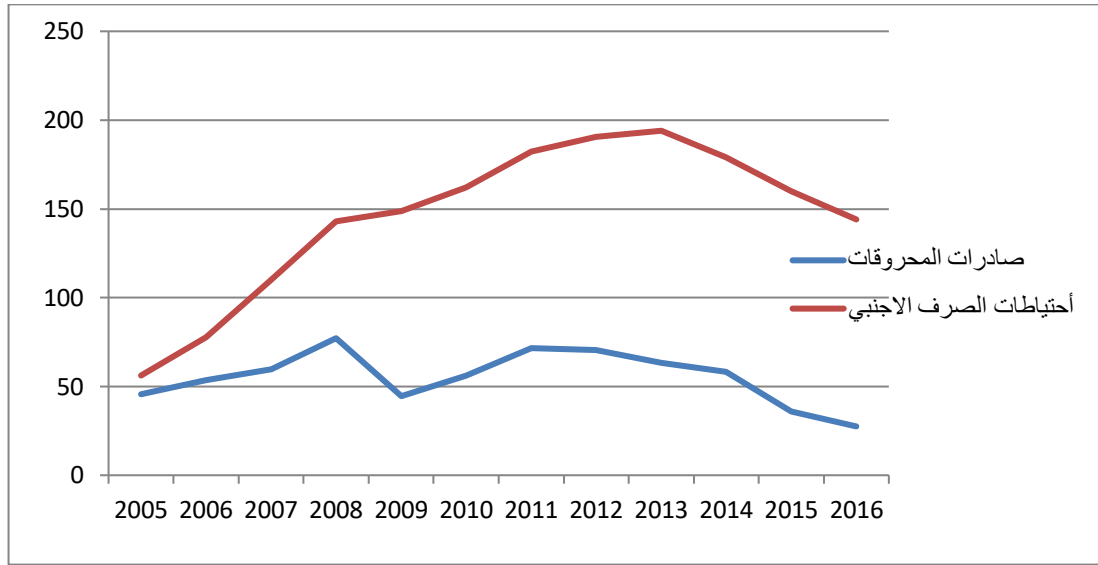
إن الاعتماد الكبير للجزائر على قطاع النفط والغاز غير قابل للاستمرار، والذي سوف يؤدي إلى تدهور رئيسي في الوضع المالي الخارجي للبلاد في ظل غياب إستراتيجية شاملة لتنويع الصادرات وهو ما أثبتته الصدمات المتتالية التي عصفت بالاقتصاد الجزائري والتي يمكن حصرها في النقاط التالية :

- أزمة 2009 : وانخفاض سعر النفط إلى 62.25 دولار للبرميل وارتبط هذا التذبذب في الأسعار بالأزمة الاقتصادية العالمية<sup>1</sup>، أي بعد بلوغه ذروة تاريخية في الأسبوع الثاني من شهر جويلية 2008.
- أزمة 2013 : وذلك من خلال التراجع الكبير في الكميات المصدرة من المحروقات ، حيث سجلت انخفاض يقدر بـ 17.2 % خلال الثلاثي الثاني من سنة 2013 أي انخفاض من مبلغ يقدر بـ 17.66 مليار دولار في الثلاثي الأول إلى 14.61 مليار دولار في الثلاثي الثاني<sup>2</sup>.

1 - بنك الجزائر، التقرير السنوي 2009، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، جويلية 2010، ص66.  
2 - بنك الجزائر، التقرير السنوي 2013، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، نوفمبر 2014، ص59.

- أزمة 2014: والتي عرفت تراجع أسعار النفط خلال النصف الثاني من سنة 2014 إلى أقل من 57.9 دولار للبرميل في ديسمبر<sup>1</sup> 2014 ، مما أدى إلي تقلص كبير في حجم الموارد الأجنبية .

الشكل(1-5): العلاقة بين أسعار النفط بالدولار الأمريكي للبرميل واحتياطيات الصرف الأجنبي الجزائري خلال الفترة 2005-2016 (الوحدة مليار دولار أمريكي)



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر<sup>2</sup>.

**2-الصادرات خارج المحروقات :** لا تزال مساهمات الصادرات خارج المحروقات تسجل أداء ضعيفا حيث عرفت استقرار خلال السنوات 2005-2008 بأقل من مليار دولار لترتفع إلى 1.6 مليار دولار في نهاية سنة 2014 وفقا للجدول(5-3)، مما يجعل من مساهمتها ضعيفة جدا في قابلية استمرارية ميزان المدفوعات ودعم احتياطيات الصرف الأجنبي، كما أن ضعف وتدني الصادرات الجزائرية خارج قطاع المحروقات يعتبر من المؤشرات السلبية في عدم نجاعة توظيف العوائد البترولية .

وتمثلت أهم الصادرات خارج قطاع المحروقات لسنة 2016 من حيث المبلغ في الأسمدة المعدنية والكيماوية بمبلغ يقدر ب 448 مليون دولار، أما الزيوت الأخرى فقد سجلت مبلغ يقدر ب 388.2 مليون دولار، كما سجلت الفوسفات والكالسيوم ما يقارب من 78 مليون دولار<sup>1</sup> .

وقد عززت السلطات النقدية الجزائرية العديد من الإجراءات قصد تحفيز الصادرات خارج قطاع المحروقات منها مراجعة أجال إجلاء مدا خيل العملة من 180 يوم إلى 360

1 - La Banque d'Algérie, TENDANCES FINANCIERES ET MONITAIRES AU PREMIER TRIMESTRE 2015, SOUS L'EFFET DU CHOC EXTERNE, Juin 2015, p01.

يوم ، مع التكفل بمصاريف وسم المنتجات الزراعية وتعميم الرواق الأخضر ، والذي يشير إلى حتمية الاهتمام بالقدرة التنافسية الخارجية.

الجدول (3-5) صادرات الجزائر خارج المحروقات للفترة (2005-2016) (الوحدة مليار دولار أمريكي)

السنوات	الصادرات خارج المحروقات	احتياطات الصرف الأجنبي
2005	0.74	56.18
2006	1.13	77.78
2007	0.98	110.18
2008	1.39	143.10
2009	0.77	148.91
2010	0.96	162.22
2011	1.22	182.22
2012	1.15	190.66
2013	1.05	194.01
2014	2.3	178.93
2015	1.97	159.91
2016	1.8	144.10

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر .

**3- الواردات :** عرفت الواردات منحي تصاعدي من 0.74 مليار دولار سنة 2005 لتبلغ أقصى حد لها 60 مليار دولار في نهاية سنة 2014 ، حيث شهدت سنوات 2008-2014 قفزة نوعية في الواردات بعد الارتفاع الكبير المسجل في سنة 2007 والبالغ 27 مليار دولار وفقا للجدول (4-5)<sup>2</sup>، ومن العوامل المساهمة في ذلك ارتفاع أسعار المنتجات الغذائية في الأسواق الدولية ، وكذلك ارتفاع واردات التجهيزات والمنتجات النصف مصنعة والتي كانت سبب زيادة طلب الأعوان الاقتصاديين، حيث أدى ارتفاع برامج الاستثمارات العمومية إلى تغذية الواردات والإضرار بميزان المدفوعات في المدى المتوسط، بالإضافة إلى ارتفاع نفقات الخدمات المرافقة كالنقل البحري والبري ، وخدمات البني التحتية والأشغال العمومية ، والخدمات الفنية والتي ارتفعت قيمتها من 4.8 مليار دولار ليصل إلى 11.7 مليار دولار نهاية سنة 2014 ، وقد سجلت واردات المواد الغذائية ارتفاعا طفيف ب1.51 مليار دولار مقابل 1.24 مليار دولار ، أما سلع التجهيز فقد ارتفعت من 3 مليار دولار مقابل 2.67 مليار دولار خلال نفس السنة ، كما عرفت التجهيزات الفلاحية ارتفاعا يقدر ب 106 مليون دولار مقابل 79

1 - بنك الجزائر، التقرير السنوي 2016، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، مارس 2017، ص70.  
2 - La Banque d'Algérie, EVOLUTION ECONOMIQUE ET MONITAIRE EN ALGERIE RAPPORT 2007, Juillet2008,p68

مليون دولار لتسجل المنتجات الخام ارتفاع من 290 مليون دولار مقابل 280 مليون دولار سنة 2013 .

**الجدول (4-5): واردات الجزائر خلال الفترة 2005-2016** (الوحدة مليار دولار أمريكي)

السنوات	الواردات	احتياطيات الصرف الأجنبي
2005	19.86	56.18
2006	20.68	77.78
2007	26.35	110.18
2008	37.99	143.10
2009	37.40	148.91
2010	38.88	162.22
2011	46.92	182.22
2012	51.56	190.66
2013	54.99	194.01
2014	58.58	178.93
2015	51.4	159.91
2016	35	144.10

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر

**ثانيا- تحليل حساب رأس المال 2005 – 2016 :** عرف حساب رأس المال فائضا في سنة 2008، حيث لم يتم تسجيل رصيد موجب في هذا الحساب منذ سنة 1990، مساهما بذلك في قابلية استمرار ميزان المدفوعات في تأمين الموارد الأجنبية ، جراء تقليص المديونية الخارجية في الفترة الممتدة من سنة 2004-2006 بفضل التسديد المسبق لها<sup>1</sup>، وتحت تأثير الارتفاع في الاستثمارات الأجنبية المباشرة في سنة 2008 إلى 2.33 مليار دولار، كما سجل حساب رأس المال في سنة 2010 فائض قدره 3.177 مليار دولار واقتصر فقط على بند الاستثمارات الأجنبية المباشرة ، أما في سنة 2011 فقد شهد تقلصا كبيرا ليبلغ 2.376 مليار دولار، و ذلك نتيجة للتسديد المعتبر للدين القصير الأجل في الثلاثي الأول من سنة 2011 بالإضافة إلى استثمارات المقيمين في الخارج، وتغير سلوك حساب رأس المال في 2012 ليتحول من فائض إلى عجز يقدر ب(-0.361) مليار دولار جراء انخفاض الاستثمارات الأجنبية المباشرة وفقا للجدول (5-5).

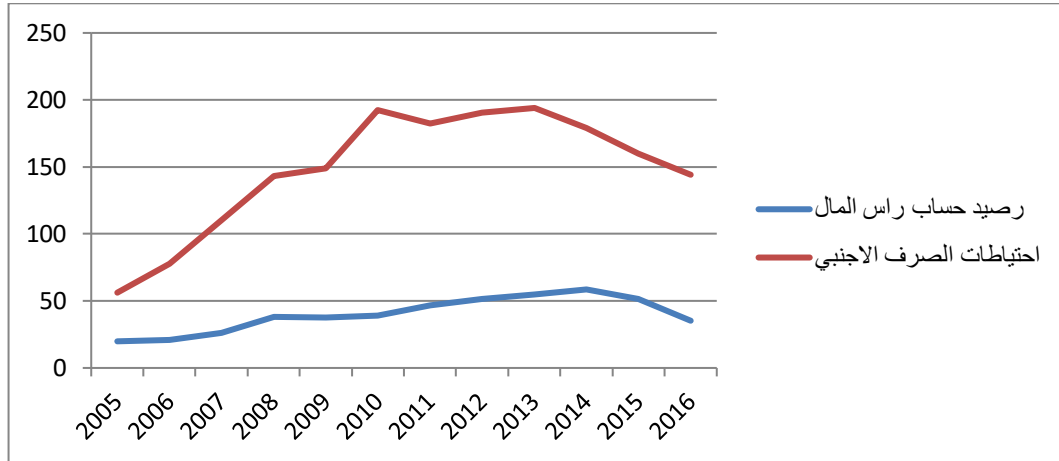
<sup>1</sup> - بنك الجزائر، التقرير السنوي 2008، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، سبتمبر 2009، ص84.

الجدول (5-5): رصيد حساب رأس المال خلال الفترة 2005-2016 (الوحدة مليار دولار أمريكي)

السنوات	رصيد حساب الرأس المال	احتياطات الصرف الأجنبي
2005	-4.24	56.18
2006	-11.22	77.78
2007	-0.99	110.18
2008	2.54	143.10
2009	3.45	148.91
2010	3.17	162.22
2011	2.37	182.22
2012	-0.36	190.66
2013	-0.96	194.01
2014	3.55	178.93
2015	3.02	159.91
2016	2.98	144.10

المصدر : من اعداد الطالب بناء على تقارير بنك الجزائر

الشكل (5-2): تطور رصيد رأس المال مقارنة مع احتياطي الصرف في الجزائر 2005-2016



1- رصيد حساب رأس المال 2005 – 2016 : إن تراكم احتياطات الصرف الأجنبي الناجمة عن الفائض في ميزان المدفوعات والذي أثر بشكل ايجابي على الوضع المالي الخارجي الصافي للجزائر<sup>1</sup>، خلال السنوات 2005-2008 ، حيث شهدت سنة 2007 تحسن كبير في الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات مقارنة بسنتي 2005 و 2006 ، إذ

1 - تمثل الوضعية المالية الخارجية الصافية: احتياطات الصرف الأجنبي مطروحا منها الديون الخارجية.

سجل الضعف تقريبا، كما تميزت سنتي 2006 و 2007 بروز ظاهرة تساوي الفائض في ميزان المدفوعات الإجمالي مع الفائض في الحساب الجاري<sup>1</sup>، مما أدى إلى تدعيم الاستقرار المالي الخارجي للجزائر في مقاومة الصدمات الخارجية السلبية كأزمة سنة 2009 المرتبطة أساسا بالأزمة الاقتصادية العالمية، حيث بلغ الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات 3.859 مليار دولار سنة 2013، كما بلغ فائض إجمالي رصيد ميزان المدفوعات مبلغ 0.134 مليار دولار والذي يعتبر اضعف أداء لميزان المدفوعات منذ سنة 2000<sup>2</sup>، كما أثرت الصدمة النفطية لسنة 2014 وبروز العجز في ميزان المدفوعات الحاد لأسعار النفط والذي انعكس سلبا على كافة المؤشرات الاقتصادية للجزائر، مع تأثر احتياطات الصرف والتي عرفت استقرار في السداسي الأول من عام 2014 بـ 193.269 مليار دولار مقابل 194.012 مليار دولار في نهاية عام 2013، حيث بلغ هذا الانخفاض الحاد في نهاية سبتمبر 2014 ما مقداره 8.739 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2014<sup>3</sup> وفقا للشكل (2-5)، ويكشف قانون المالية لسنة 2016 إلى التوجه الاضطراري للحكومة للجباية أمام التوقعات باستمرار تدني أسعار المحروقات، فقد انخفضت نفقات الميزانية والمقدرة بـ 7984.2 مليار دينار، وتقلصت تقديرات ميزانية التسيير بنحو 3.3 في المئة، وانخفضت ميزانية التجهيز بـ 16 في المئة وذلك من خلال الضغط على ميزانية التجهيز سواء بتعليق أو إلغاء بعض المشاريع المتعلقة بالبنية التحتية، مع العمل على تقليص الواردات من خلال فرض رخص الاستيراد على العديد من المنتجات كالسيارات، والاسمنت وغيرها كما عمدت السلطات النقدية إلى وقف عمليات التوظيف في القطاع العمومي، وتفعيل عملية الإحالة على التقاعد بعد سن 60 سنة، علما أن كتلة أجور الوظيفة العمومي تقدر بـ 35 مليار دولار، كما عمدت السلطات النقدية إلى سياسات التسقيف لاسيما في مجال الطاقة وذلك على غرار قطاع الكهرباء مع فرض رسوم على القيمة المضافة بـ 7 في المئة في حالة تجاوز معدل التسقيف، ناهيك عن رفع معدل القيمة المضافة على أسعار المازوت بـ 17 في المئة.

ومن هنا تبرز التحديات الحقيقية التي تواجه السلطات الجزائرية من أجل العمل على تكثيف جهود تنويع الاقتصاد الوطني، بغية الحد من الاعتماد على النفط، كما تحتاج إلى تحسين مناخ الأعمال عن طريق إزالة العوائق التي تحول دون تشجيع الاستثمارات الداخلية<sup>4</sup>، مع الحاجة لتشجيع الصادرات خارج قطاع المحروقات للحد من الأزمات الاقتصادية. مع تشجيع سياسات التنويع الاقتصادي للحفاظ على الاستقرار وتحسين القدرة

1 - بنك الجزائر، تطورات الوضعية المالية والنقدية في الجزائر، تدخل المحافظ أمام المجلس الشعبي الوطني، أكتوبر 2008، ص 03.

2 - تمثل سنة 2000 سنة إعادة تشكيل احتياطات الصرف لبنك الجزائر.

3 - La Banque d'Algérie, RAPPORT 2014 op-cit, p50.

4 - Arabic. doing business.org/data/explore economies/Algeria/.

3- بنك الجزائر، التقرير السنوي 2015، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، سبتمبر 2016، ص 45.

التنافسية، وزيادة الانفتاح على التجارة وتدفقات رأس المال، ولاسيما الاستثمارات الأجنبية ، وهناك حاجة إلى إصلاحات لزيادة صادرات النفط والغاز، وبما في ذلك الإصلاحات لزيادة الإنتاج .

### المطلب الثاني: إدارة حصيلة العملات الأجنبية في الجزائر:

تعتبر إدارة حصيلة العملات الأجنبية من أهم مصادر إشباع الحاجات التمويلية للقطاعات الاقتصادية وقد أعطى الفكر الاقتصادي للاحتياطات الأجنبية أهمية بالغة تبعا لتأثيره على النشاط الاقتصادي . فقد يؤدي استخدام حصيلة الاحتياطات الأجنبية في حالات إنكماش الاقتصاد الوطني إلى التقليل من حالات الكساد ، والعكس في حالات المبالغة في استخدامه يؤدي إلى زيادة الضغوط التضخمية الأمر الذي أدى بالكثير من الاقتصاديين إلى الربط بين عدم الاستقرار الاقتصادي بسياسات إدارة واستخدام الاحتياطات الأجنبية في الحفاظ على نمو المؤشرات الاقتصادية ، والذي ينعكس سلبا على عمليات التنمية الاقتصادية وفقدان التوازن والاستقرار الاقتصادي ، ويتفاوت إدارة واستخدام احتياطات الصرف الأجنبي من دولة إلى أخرى باختلاف درجات النمو والتخلف ، والذي يوجه عادة إلى مجالات وقطاعات تختلف وجهات النظر في تحديد أهميتها الوطنية ومكانتها على سلم التفضيلات الاجتماعية خصوصا إذا كان هناك تعارض بين الربحية المصرفية والرغبة الاجتماعية للدولة ، وللوقوف على صيغ إدارة واستخدام حصيلة الاقتصاد الوطني من العملات الأجنبية ، يتعين علينا فهم أسس المعاملات مع العالم الخارجي وذلك من خلال تحليل ناتج ومدفوعات الأعوان الاقتصاديين، وكذلك القيود المفروضة على المعاملات الجارية مع الخارج والحسابات بالعملة الصعبة.

#### أولا- تحليل حصيلة الأعوان الاقتصاديين بالعملة الأجنبية: والذي يشتمل أساسا على:

**1- شركة سونا طراك:** ويعتمد تأمين العملة المحلية لتغطية النفقات العادية للمؤسسة من خلال الحصول على العملات الأجنبية ، مع الالتزام بتسديد ضريبة المحروقات والإتاوات السنوية إلى الخزينة، مع التكفل بتسديد وارداتها من السلع والخدمات، وأصول ديونها نحو الخارج ، مع الالتزام بالفارق بين نفقاتها بالعملة الوطنية على المستوى المحلي والإيرادات في السوق الدولي، وإيداع جزء من إيراداتها المرحلة وإيراداتها الداخلية التي لم تنفق في حساباتها المفتوحة لدى البنوك والتي تشكل جزء من الكتلة النقدية .

**2- الدولة:** والتي تستلم حصيلة الجباية البترولية والإتاوات السنوية من شركة سونا طراك مع جزء من النتيجة السنوية التي يحققها بنك الجزائر، والضريبة العامة التي

يدفعها بقية الأعوان الاقتصاديين ، بالإضافة إلى نواتج أخرى غير ضريبية، والالتزام بمختلف المدفوعات سواء تعلق الأمر بتغطية نفقات الميزانية، أو تسديد قيمة الدين الداخلي مع خدمة الدين الخارجي بعد طرح القروض الخارجية المحتمل تعبئتها، كما انه في حالة عدم التزام الدولة بالجباية البترولية فإنها ستضعه في حساب الخزينة المفتوح لدى بنك الجزائر، وبذلك سيتم تعقيم الضرائب وتحيدها عن الكتل النقدية .

**3- بنك الجزائر :** يتم تحصيل العملة الأجنبية من شركة سونا طراك مع باقي الاقتصاد الوطني ( صادرات خارج المحروقات) والتي تمثل حقوقا على باقي العالم، كما يستلم العملات الصعبة المقابلة لتوظيف احتياطات الصرف الأجنبي والتي تمثل مصدر الناتج الرئيسي لغياب إعادة التمويل، والالتزام بمختلف المدفوعات سواء تعلق الأمر باستيراد السلع والخدمات، أو مصاريف الاستغلال بالعملة الوطنية والتي تعتبر إيرادات بقية الاقتصاد الوطني، مع التزام بنك الجزائر بدفع فوائد لحائزي الحسابات بالعملة الصعبة ، أو جزء من نتائجه للدولة، وتسيير ادخارات الدولة المسجلة في حسابات الخزينة المفتوح لديها .

**4- باقي الاقتصاد الوطني :** والذي يستند في موارده على كلا من مؤسسة سونا طراك والدولة مع بنك الجزائر، كما يستلم العملات الصعبة المقابلة للصادرات خارج المحروقات بالدينار ، على غرار باقي التحصيلات بالعملة الصعبة ، بالإضافة إلى تحويلات الأجور والمعاشات ونواتج أخرى من الخارج، في مقابل دفع الرصيد الصافي للخدمات المستوردة أي الفرق بين الخدمات المصدرة والمستوردة، مع قيمة وارداته من السلع وخدمات الدين الخارجي الخاص به .

### ثانيا – الاستعمالات والموارد بالعملة الصعبة لصالح بنك الجزائر:

يستند البنك المركزي في تسيير إيرادات ونفقات العملة الصعبة حسب ظروف ومعطيات الاقتصاد من خلال :

**1- الموارد بالعملات الصعبة:** فوفقا لأحكام المادة 9 من النظام المتعلق بالقواعد المطبقة على المعاملات الجارية مع الخارج والحسابات بالعملة الصعبة "يجب التنازل وبصفة إلزامية لصالح بنك الجزائر على جميع الموارد بالعملات الصعبة المرحلة والناجمة عن الصادرات من المحروقات والمنتجات المنجمية وكذلك الموارد الناجمة عن القروض الثنائية أو المتعددة الأطراف أو الحرة المخصصة لتمويل ميزان المدفوعات<sup>1</sup>، والتي تتمثل في :

1 - نظام رقم 01-07 المؤرخ في 3 فبراير 2007 المتعلق بالقواعد المطبقة على المعاملات الجارية مع الخارج والحسابات بالعملة الصعبة، ص3.

أ- في مجال تصدير السلع والخدمات : يتم ترحيل العائدات المستلمة عبر البنوك والتنازل عنها لصالح بنك الجزائر مقابل العملة الوطنية كما يلي :

-100% بالنسبة لصادرات المحروقات : تلتزم كل شركة مصدرة أو حائزة على امتياز في الأملاك الوطنية المنجمية منها أو الطاقوية باسترداد نواتج صادراتها إلى الوطن والتنازل عنها لبنك الجزائر<sup>1</sup>  
- 50% بالنسبة للصادرات السلعية خارج المحروقات.  
- 50% بالنسبة لصادرات الخدمات .

ب- العملات الصعبة المقابلة لتوظيف احتياط الصرف الأجنبي.

ج- القروض الثنائية أو المتعددة الأطراف أو الحرة المخصصة لتمويل ميزان المدفوعات .

## 2- الاستعمالات بالعملات الصعبة :

أ- في مجال واردات السلع والخدمات: تدرس البنوك الملفات وتقوم بالمدفوعات المرتبطة بها، بعد شرائها بناء على طلب زبائنها للعملة الصعبة الضرورية في سوق الصرف ما بين البنوك، الذي يمثل بنك الجزائر العارض الرئيسي فيه .  
ب- الفوائد على الودائع بالعملة الصعبة بالبنوك والمسيرة لصالحه .  
ج- التسديد المسبق للمديونية الخارجية .

## ثالثا- سوق الصرف ما بين البنوك: أصبح سعر الصرف مرنا منذ أكتوبر 1994، من خلال

عقد جلسات يومية لتحديد السعر تحت إدارة بنك الجزائر لجميع المعاملات ، بناء على العروض المقدمة من طرف البنوك التجارية والمؤسسات المالية، وأيضا على ضوء توفر العملات الأجنبية، ومن بين الخطوات المهمة التي اتخذت في جانفي 1996 استحداث سوق صرف أجنبي ما بين البنوك، والذي سمح للبنوك التجارية والمؤسسات المالية الاحتفاظ بمراكز بالعملات الأجنبية والتجارية فيما بينها وتم تخفيض القيود على تسليم النقد الأجنبي المتأتي من التصدير خارج المحروقات إلى 50%، ويمكن إعادة توظيف حصيللة الصادرات مباشرة من خلال سوق الصرف الأجنبي ما بين البنوك، وقد مثلت مجمل الموارد المتاحة للبنوك والمؤسسات المالية، ومع انتقال حصيللة الصادرات النفطية من سونا طراك إلى بنك الجزائر، أصبح بنك الجزائر اكبر مورد للنقد الأجنبي<sup>2</sup>.

أنشأ بنك الجزائر سوق الصرف الأجنبي ما بين البنوك، من خلال نظام رقم 95-08 المؤرخ 23 كانون الأول سنة 1995، وهو سوق بين البنوك والمؤسسات المالية والوسطاء المعتمدين ويتألف من جميع معاملات الصرف الأجنبي (مبيعات

1 - الأمر رقم 10-04 المؤرخ في 26 أوت 2010 المعدل والمتمم للأمر 03-11 المتعلق بالنقد والقروض، المادة 130، ص5.  
2 - كريم النشاشي وأخرون، الجزائر: تحقيق الاستقرار والتحول الى اقتصاد السوق، دراسة خاصة 165، صندوق النقد الدولي، واشنطن، 1998، ص116.

ومشتريات) الفورية والآجلة<sup>1</sup> بين العملة الوطنية والعملات الأجنبية القابلة للتحويل<sup>2</sup> ، وهو سوق غير محددة في إطار مكاني، حيث تتم معالجة المعاملات عن طريق الهاتف والتلكس والأنظمة الإلكترونية الأخرى، ويعمل السوق بشكل مستمر.

**رابعا - المتدخلون في سوق الصرف ما بين البنوك:** يشتمل سوق الصرف على العديد من المتدخلون :

**ا- بنك الجزائر:** من جانب العرض، يبقى بنك الجزائر المتدخل الرئيسي في سوق الصرف ما بين البنوك، باعتبار أن جزءا كبيرا من إيرادات صادرات المحروقات يغذي الاحتياطات الرسمية للصرف التي يسيرها بنك الجزائر في وضع يتميز بضعف هيكلية للصادرات خارج المحروقات، لذا يبقى بنك الجزائر عبر تدخلاته المورد الرئيسي للعملة الصعبة المعروضة في سوق الصرف ما بين البنوك<sup>3</sup> ، وكجزء من إدارة الاحتياطات، يشارك بنك الجزائر في سوق الصرف الأجنبي ما بين البنوك الفوري، وذلك باستخدام عائدات تصدير النفط .

**ب- البنوك والمؤسسات المالية العاملة في سوق الصرف ما بين البنوك:** تتمثل الموارد بالعملات الصعبة المتاحة للبنوك والمؤسسات المالية العاملة في السوق الصرف ما بين البنوك في:

- الإيرادات من الصادرات الغير النفطية ومنتجات التعدين، باستثناء الجزء الذي يعزى إلى المصدر.

- حصيلة أي اقتراض مالي أو اقتراض العملة من البنوك والمؤسسات المالية لاستخدامها الخاص أو لعملائها

- أي موارد أخرى والتي تحدد حسب الاقتضاء من طرف بنك الجزائر<sup>4</sup>

1 - من 3 أيام إلى 1 سنة.

2 - instruction N° 79/95 du 27 Décembre 1995 Portant Organisation et Fonctionnement du Marché Interbancaire des changes.

3 - بنك الجزائر، التقرير السنوي، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، 2011، ص 81، 82.

4 - اقترح IMF في تقرير 2014 على بنك الجزائر تنويع العرض للعملات الأجنبية في سوق الصرف الأجنبي عن طريق تخفيف القيود على عائدات التصدير.

### المطلب الثالث : أدوات تعقيم احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر:

شكلت عمليات تعقيم احتياطات الصرف الأجنبي تحديا بالنسبة لإدارة السياسة النقدية في الجزائر، وقد لجأ بنك الجزائر إلى عمليات تعقيم هذه التراكمات من الأصول الأجنبية من خلال أدوات السياسة المالية المتمثلة أساسا في ودائع الحكومة لدى بنك الجزائر، حيث لجأ من خلال مؤشرات فائض السيولة في السوق النقدي ما بين البنوك لسنة 2001، إلى وضع وسائل لامتناس فائض السيولة في السوق النقدي باستعمال أدوات السياسة النقدية والتي يمكن إيجازها في النقاط الآتية :

**أولا- صندوق ضبط الإيرادات كأداة لتعقيم الموارد الأجنبية :** ويمثل الشكل الأهم لودائع الخزينة لدى البنك المركزي<sup>1</sup>، وتكمن هذه الأداة في نقل ودائع الحكومة من البنوك التجارية إلى حساب الخزينة لدى بنك الجزائر لغرض السيطرة عليها، حيث إذا لم تنفق الحكومة إيراداتها من الجباية البترولية فان الفائض يحول إلى حسابها المفتوح في بنك الجزائر باعتبارها المؤسسة المالية لجميع عمليات الصندوق والعمليات المصرفية ، مع تولى مسك حساباتها الجارية ، كما ينتج الرصيد الدائن للحساب الجاري فوائد بنسبة تقل ب 1% عن نسبة الرصيد المدين وتحدد هذه النسبة طرف مجلس النقد والقرض<sup>2</sup> ، ومن ثم تتم عمليات التعقيم ، والتي لا تظهر ضمن الكتلة النقدية بمجرد إيداعها لدى بنك الجزائر وفقا للجدول (5-6) وقد سجلت الجزائر لفوائض مالية متتالية كبيرة خلال السنوات 1998 إلى غاية 2008<sup>3</sup>، وقد أسس صندوق ضبط الإيرادات والذي يعتبر حساب خاص لدى بنك الجزائر بالدينار، وينتمي لفئة الحسابات الخاصة للخزينة وبالضبط لحساب التخصيص الخاص رقم 10 /302<sup>4</sup>، ولقد ساهمت التراكمات المتواصلة لموارد صندوق ضبط الإيرادات في تخفيف توسع السيولة في الاقتصاد الوطني .

### الجدول (5-6): ودائع الخزينة لدى بنك الجزائر للفترة 2005-2016 (الوحدة ملايين الدينارات)

- 1 - تشمل الحساب الجاري وصندوق ضبط الإيرادات.
- 2 - المادة 49، الأمر رقم 04-10 المؤرخ في 26 أوت 2010 المعدل والمتمم للأمر 11-03 المؤرخ في 26 أوت 2003، المتعلق بالنقد والقرض، ص15.
- 3 - في الفترة 1977-1990 والفترة 1992-1996 كان مبلغ ودائع الخزينة لدى بنك الجزائر مساويا للصفر.
- 4 - المادة 10 من القانون رقم 02-2000 المؤرخ في 27/07/2000 المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2000.

السنوات	ودائع الخزينة لدى بنك الجزائر	السنوات	ودائع الخزينة لدى بنك الجزائر
2005	2028.24	2012	5713.5
2006	3222.6	2013	5643.2
2007	3295.24	2014	5122.9
2008	4359.78	2015	4918.5
2009	4396.17	2016	4856.7
2010	4922.5		
2011	5461.4		

المصدر: من إعداد طالب بالاعتماد على الإحصائية لبنك الجزائر، رقم 6 مارس 2009، ورقم 28 ديسمبر 2016.

**ثانيا - أدوات السياسة النقدية:** ترتبط السيولة البنكية بتطور الأصول الأجنبية الصافية ببنك الجزائر والتي بدورها تغذي التوسع النقدي ، ورغم أن جزءا من احتياطات الصرف الأجنبي تغذي صندوق ضبط الإيرادات ، إذ عمد بنك الجزائر إلى صيغ امتصاص السيولة الفائضة اعتبارا من سنة 2000 والتي تتمثل في :

**1- تسهيله الودائع المغلة للفائدة:** هي تسبيقة دائمة يتم تخصيصها من طرف بنك الجزائر حصريا للبنوك ، إذ يمكن اللجوء إليها عن طريق تشكيل ودائع لمدة 24 ساعة لدى بنك الجزائر في كل يوم بناء على طلبها لدى بنك الجزائر، وتكافئ هذه الودائع بنسبة فائدة ثابتة يحددها بنك الجزائر ، ويمكن تغييرها حسب تقلبات السوق وتطور هيكل المعدلات<sup>1</sup>، فهي أداة نشطة في إدارة السيولة الفائضة حيث شهدت نسبة امتصاصها للسيولة ارتفاعا إلى غاية 2013 والتي شهدت ظهور أداة استرجاع السيولة لمدة 6 أشهر وفقا للجدول أدناه

**الجدول (5-7): تسهيله الودائع المغلة للفائدة (المعدل % )**  
(الوحدة ملايين الدينارات/)

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
---------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

1 - Instruction Banque d'Algérie, N° 04-05 du 14 juin 2005, RELATIVE A LA FACILITE DE DEPOT REMUNERE.

الأرصدة	456.7	483.11	1400.4	1022.1	1016.6	1258.0	8.838	479.90	468.6
نسب الاستدراك	40.94	24.14	49.21	41.8	39.9	44.2	53.3	26.23	25.77
معدل الفائدة	0.30	0.75	0.75	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على: تقارير بنك الجزائر 2008-2016 المنشرات الإحصائية الثلاثية لبنك الجزائر رقم: 29-مارس/رقم 5ديسمبر 2016 .

2- تسهيله استرجاع السيولة: تم اللجوء إليها في أبريل 2002 وفقا للتعليمية الصادرة عن بنك الجزائر تحت رقم 2 في 11 أبريل 2002 بشأن استرجاع السيولة في السوق النقدية حيث يتم تنفيذ نداءات العرض في غضون ساعتين من إعلان المناقصة ويدعوا بنك الجزائر البنوك بعرض السيولة في شكل ودائع لمدة 24 ساعة وتعديل معدلات الاحتياطات الإلجبارية في 2007 ليرتفع إلى معدل ساعة لكل معدل فائدة ثابت ، وتشمل استرجاع السيولة لمدة سبعة أيام واسترجاع السيولة لمدة ثلاثة أشهر واسترجاع السيولة لمدة ستة أشهر، والتي ادخلها بنك الجزائر ابتداء من منتصف جانفي 2013 كأداة جديدة لامتناس فائض السيولة لدى المصارف، كونها تسمح بامتصاص الأموال القابلة للإقراض في السوق النقدية ما بين البنوك بمعدل فائدة 1.5% وبعتبة استرجاع قدرت ب 175 مليار دينار<sup>2</sup> .

3- الاحتياطات الإلجبارية: وتعد الاحتياطات الإلجبارية أداة مؤسسية للسياسة النقدية لعدم تدخل بنك الجزائر، ولكن بإلزام البنوك بتشكيل ودائع لدى بنك الجزائر على أساس معدل شهري ، ويتمثل وعاؤها في الودائع بالدينار<sup>3</sup>، ولقد قامت البنوك برفع موجوداتها في حساباتها لدى بنك الجزائر الخاصة ب 8% ثم في سنة 2010 ب 9% ، ليبلغ في سنة 2013 معدل 12% بعد تعديله بنقطتين مؤويتين في سنة 2012 ، حيث ارتفعت من 26.2% إلى 33.5% من إجمالي السيولة المصرفية لدى بنك الجزائر ، مساهمة بصفة فعلية في امتصاص السيولة الفائضة وفقا للجدول (5-8)

الجدول رقم (5-8): الاحتياطات الإلجبارية 2007 - 2016 الوحدة(المبالغ بمليار دينار /المعدل %).

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
المبلغ	171.5	186.1	272.13	394.7	394.75	494.13	569.8	754.10	891.39	1023.96
المعدل	6.5	6.5	6.5	8	8	9	9	11	12	12

1 - Instruction Banque d'Algérie N° 01-2013 du 15 janvier 2013, RELATIVE AUX REPRISES DE LIQUIDITE.

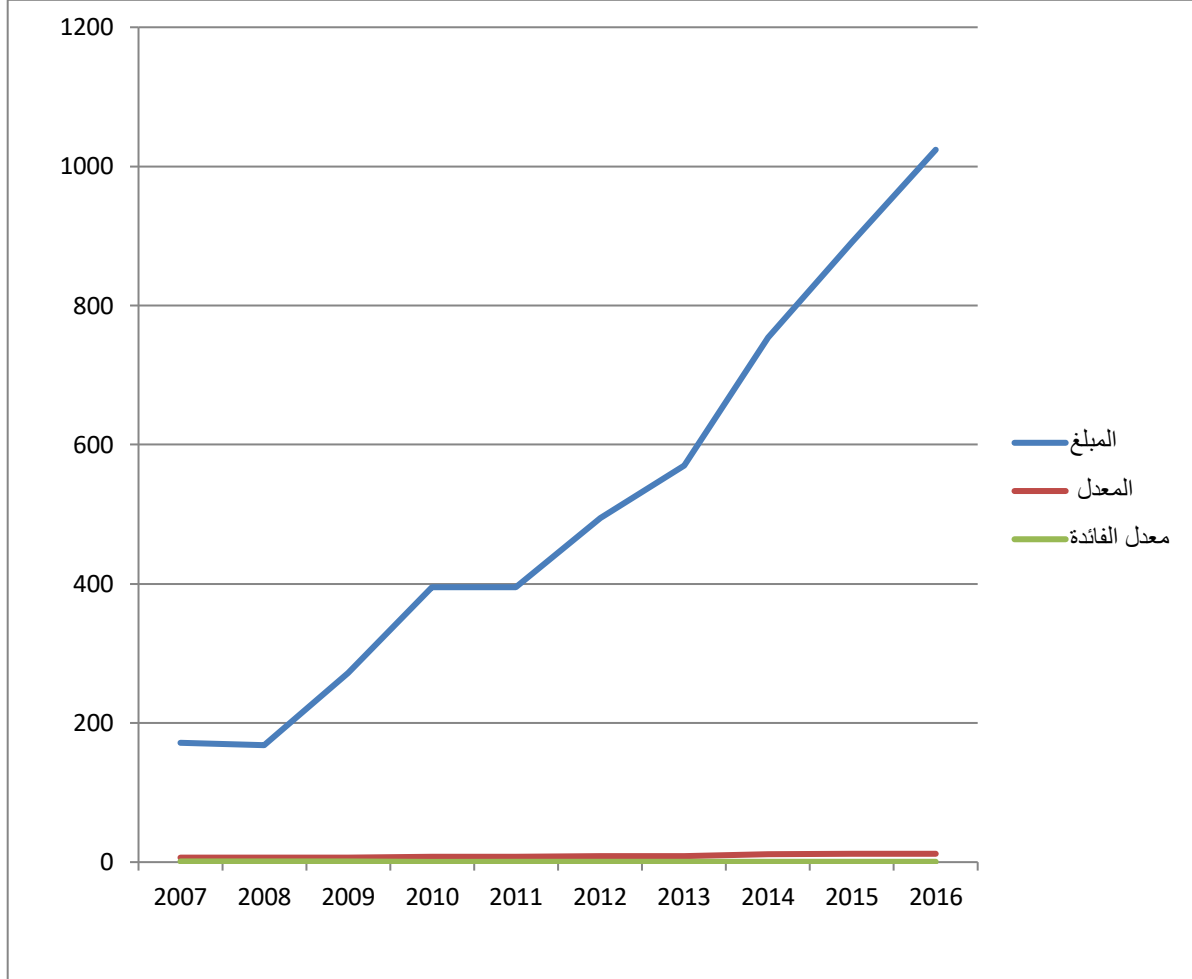
2 - اقترح صندوق النقد الدولي في تقرير 2014 المتعلق بالجزائر استحداث سندات لبنك الجزائر لتعقيم السيولة الفائضة.

3 - 15 من الشهر الجاري إلى 14 من الشهر الموالي.

م الفائدة 1 1 1 0.75 0.5 0.5 0.5 0.5 0.5

المصدر من إعداد الطالب بالاعتماد على: تقارير بنك الجزائر 2007-2016 النشرات الإحصائية الثلاثية لبنك الجزائر: رقم 29-مارس 2008/رقم 5-ديسمبر 2016.

الشكل رقم (5- 3) تطور الاحتياطات الإجبارية في الجزائر 2007- 2016



### المبحث الثاني: الجدوى الاقتصادية المثلى للاحتياطات الأجنبية الجزائرية :

تعتبر إدارة الاحتياطات الاقتصادية من الأسس الإستراتيجية للحفاظ على الموارد المالية الأجنبية ، غير أن إدارة هذه الموارد الأجنبية لابد وأن تستند على أسس علمية نابعة من الموازنة بين العائد والسيولة ، مع اعتبار المخاطرة ، وعليه وجب على المؤسسات المالية صياغة السبل الكفيلة بتأمين النجاعة الاقتصادية المثلى لهذه الموارد ، والتي سيتم التطرق إليها من خلال النقاط التالية :

### المطلب الأول: الإطار القانوني لإدارة الاحتياطات الأجنبية ببنك الجزائر:

أولاً- تنظيم بنك الجزائر ووظيفة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي<sup>1</sup>: أسس بنك الجزائر بموجب القانون رقم 62-144 المعتمد من طرف الجمعية التأسيسية في 13 ديسمبر 1962 ، ثم جاء القانون رقم 86-12 في 19 أوت 1986 والذي تم بموجبه استعادة البنك المركزي وظيفته كبنك البنوك ، وأصبح يتكفل بالمهام التقليدية للبنوك المركزية ، ليدعم مهامه بموجب القانون رقم 90-10 المؤرخ في 14 أبريل 1990 ، ليمنح الاستقلالية العضوية والوظيفية لبنك الجزائر، وقد دعم مهامه بالأمر رقم 03-11 بتاريخ 26 أوت 2003 والمتعلق بالنقد والقرض ، وقد جاء الأمر رقم 10-04 بتاريخ 26 أوت 2010 المعدل والمتمم للمرسوم رقم 03-11 بتاريخ 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض ، والذي تتم من خلاله إدارة وتنظيم بنك الجزائر من قبل المحافظ، ومجلس الإدارة، برئاسة المحافظين واثنين من المراقبين، ويضم المجلس ثلاثة نواب للمحافظين وثلاثة من كبار المسؤولين يشهد لهم بالكفاءة في المسائل الاقتصادية والمالية<sup>2</sup>، وبتفحص قوانين النقد والقرض السابقة نجد أن وظيفة إدارة الاحتياطات تعتبر من الوظائف الأساسية لبنك الجزائر وذلك وفقا للمواد التالية :

- يسلم المحافظ دوريا لرئيس الجمهورية مع الإبلاغ لرئيس الحكومة ومجلس النقد والقرض تقريرا حول إدارة احتياطات الصرف الأجنبي<sup>3</sup>.

- يدير بنك الجزائر احتياطات الصرف الأجنبي ويوظفها<sup>4</sup>.

- يحدد مجلس النقد والقرض كليات تسيير احتياطات الصرف الأجنبي<sup>5</sup>. وللقيام بالمهام الموكلة إليه يتم تنظيم بنك الجزائر على المستوى المركزي إلى<sup>6</sup>وفقا للملحق ( رقم 1):

1- سبعة (7) مديريات عامة والمعنية بالدراسات والتفتيش والنشاطات البنكية وتشمل ما يلي :

- المديرية العامة للدراسات .
- المديرية العامة للمفتشية العامة .
- المديرية العامة للقرض وتنظيم العمل المصرفي .
- المديرية العامة للصرف .

1 - أنظر الملحق 1.

2 - بنك الجزائر، أمر رقم 03-11 مؤرخ 27 جمادى الثاني عام 1424 الموافق 26 غشت سنة 2003، المتعلق بالنقد والقرض، المادة 18، ص3.

3 - بنك الجزائر، المرجع السابق، المادة 29، ص4.

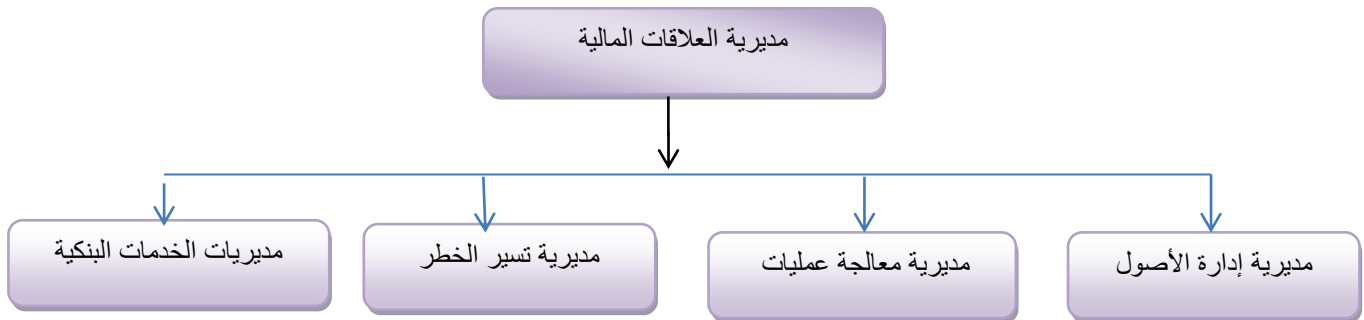
4 - بنك الجزائر، المرجع السابق، المادة 40، ص6.

5 - بنك الجزائر، أمر رقم 10-04 مؤرخ 16 رمضان 1431 الموافق 26 غشت سنة 2010، يعدل ويتم الأمر رقم 03-11 مؤرخ 27 جمادى الثاني عام 1424 الموافق 26 غشت سنة 2003، المتعلق بالنقد والقرض، المادة 62، ص3..

6 - Pr3sentation de la Banque d'Algérie, <http://www.bank-of-algeria.dz/html/present.html>.

- المديرية العامة للصندوق العام .
- المديرية العامة للعلاقات المالية الخارجية .
- المديرية العامة للشبكة ونظم المدفوعات .
- 2- اثنين من المديريات العامة تتعلق بمسألة الإصدار الورقي والتدريب المصرفي : المديرية العامة لفندق النقود (الطباعة والسك) ، المديرية العامة للمدرسة العليا للبنوك : التي تدعم وظيفة التدريب وإعادة التدريب لموظفي القطاع المصرفي بأكمله .
- 3- اثنان من المديريات العامة والمسؤولة عن الشؤون الإدارية ووسائل البنك : المديرية العامة للموارد البشرية ، المديرية العامة لإدارة الوسائل .
- **ثانيا - تنظيم المديرية العامة للعلاقات المالية الخارجية DGRFE<sup>1</sup> : تعتبر من أهم المديريات المتكفلة بإدارة وتسيير النقد الأجنبي والتي يمكن عرضها فيما يلي :**
  - 1- مهامها:** تتمثل المهام الموكلة إليها أساسا في :
    - تنفيذ إطار السياسة والإطار العملي لإدارة احتياطات الصرف الأجنبي :
    - التدخل في سوق الذهب ورأس المال لحساب بنك الجزائر .
    - اقتراح استراتيجيات لإدارة الديون الخارجية .
    - تنظيم وضمان السيولة في سوق الصرف الأجنبي ما بين البنوك .

### المخطط رقم (5-1): الهيكل التنظيمي للمديرية العامة للعلاقات المالية الخارجية ببنك الجزائر



المصدر: التنظيم الداخلي لبنك الجزائر.

2- مديرية إدارة الأصول الخارجية DGAE<sup>1</sup>: وتتكفل أساسا بإدارة احتياطات الصرف الأجنبي بما في ذلك الذهب، وإدارتها عن طريق ضمان احترام سياسة الاستثمار والمبادئ التوجيهية التشغيلية.

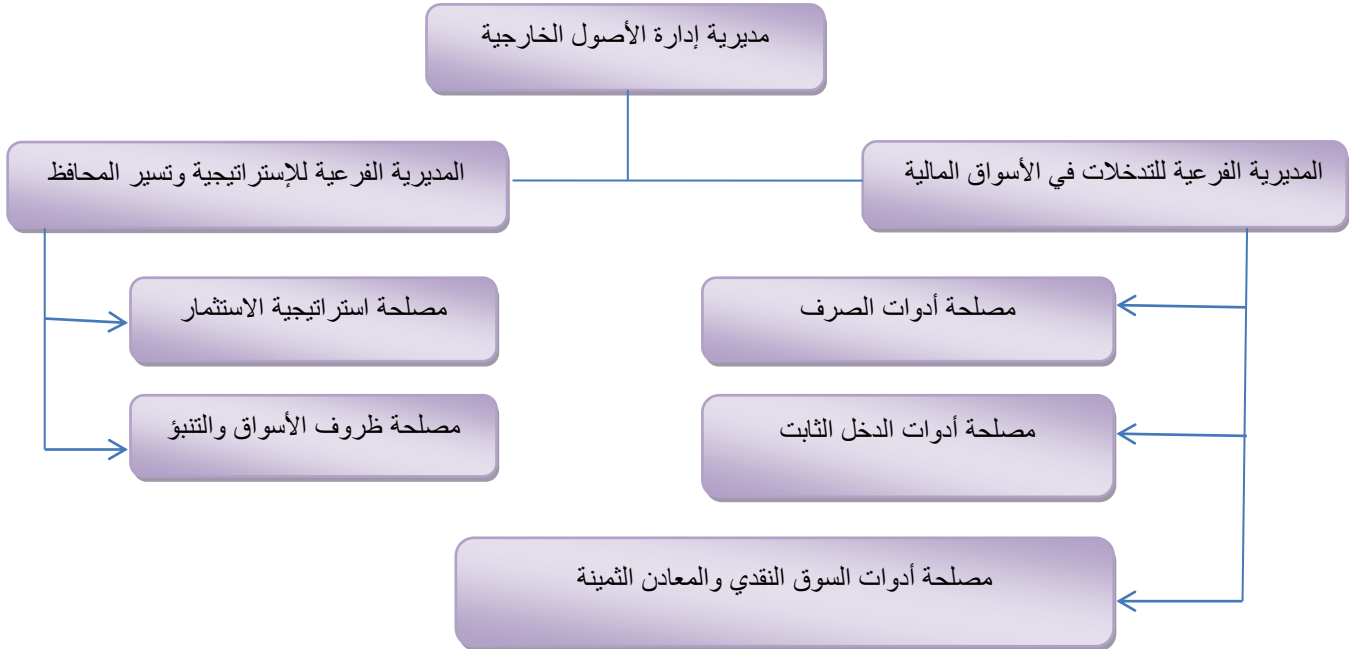
- معالجة جميع المنتجات المالية المعتمدة .

- تنظيم وضمان السيولة في سوق الصرف الأجنبي ما بين البنوك، تنفيذ سياسة سعر الصرف .

- ضمان الامتثال الصارم للمعايير التي وضعها مجلس النقد والقرض ولجنة الاستثمار لإدارة المخاطر المختلفة الكامنة في إدارة احتياطات الصرف الأجنبي، اقتراح استراتيجيات الاستثمار، اختيار الأدوات والأطراف المقابلة ، وفقا للإطار الذي وضعته لجنة الاستثمار .

- إعداد تقارير دورية عن تنفيذ إدارة احتياطات النقد الأجنبي .

### المخطط رقم 5-2 : الهيكل التنظيمي لمديرية إدارة الأصول الخارجية ببنك الجزائر



المصدر: التنظيم الداخلي لبنك الجزائر.

1 - Direction de la Gestion des Avoirs Extérieurs.

وتشتمل مديرية إدارة الأصول الخارجية على العديد من المديريات الفرعية والتي يمكن إيجازها فيما يلي<sup>1</sup> :

أ- المديرية الفرعية للتدخلات في الأسواق المالية: وتمثل المكتب الأمامي وتوكل إليها مسؤولية :

- إجراء معاملات صرف العملات الأجنبية في السوق المحلية والسوق الدولية .

- تنفيذ عمليات الإيداع في السوق النقدية .

- شراء وبيع الأدوات المالية في السوق الدولية.

- إجراء مبادلة الذهب والعملات الأجنبية

وتعمل المديرية الفرعية للتدخلات في الأسواق المالية على التحقق من توقعات وضعية الخزينة في الفترة القصيرة أو الطويلة وتتفرع إلى ثلاثة مصالح :

أ-1 مصلحة أدوات الصرف: وتشرف على كافة معاملات الصرف في سوق الصرف مابين البنوك وتتخصص في عمليات الشراء والبيع للعملات الأجنبية مقابل الدينار وكذلك في السوق الدولية من خلال عمليات الشراء بعملة مختلفة ، إما لتلبية احتياجات البنوك التجارية أو للتحوط ضد مخاطر الصرف .

أ-2 مصلحة أدوات سوق النقدي والمعادن الثمينة : وتناط بها القيام بالعمليات التالية :

-الإشراف على تسيير الودائع بأسعار فائدة ثابتة وذلك لا تتجاوز 21 يوما .

- الاستثمارات ثنائية العملة أو خيارات الإيداع بالعملة المزدوجة .

- معاملات الذهب (مبادلة الذهب).

أ-3 مصلحة أدوات الدخل الثابت: وتوكل إليها مسؤولية التدخل في سوق السندات الدولي ،من خلال الحصول على الوضعيات القصيرة أو الطويلة الأجل.

أ-4 المديرية الفرعية للاستراتيجيات وتسيير المحافظ: وتوكل إليها مهام تحديد حجم الأموال الموظفة ، والمواعيد النهائية للعملية، مع ضبط معاملات الشراء والبيع في أسواق الصرف الأجنبي ، وذلك وفقا لتقرير المديرية الفرعية للتدخلات في الأسواق

1 - DJANE-AHMED Narimane, Gestion des réserves de change, DSEB, Banque d'Algérie, Ecole Supérieure de Banque, Décembre 2014, p62, 63, 64.

المالية ، كما تعمل في إطار التحكم الأمثل في المعطيات المالية الدولية من خلال التنسيق مع العديد من المديریات والتي يمكن ضبطها في<sup>1</sup> :

- مديريةية إدارة المخاطر والأداء: وتمثل المكتب الأوسط وهي المسؤولة عن: إدارة مخاطر الاحتياطات وقياس أداء إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بانتظام .

- مديريةية معالجة عمليات الأسواق: وتمثل المكتب الخلفي وهي والمسؤولة عن:

- المساعدة في تطوير سياسات الاستثمار والمبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات الصرف والذهب .

- التحقق من الاتساق بين معاملات السوق وضبطها من قبل DGAE.

- إنشاء أوامر الدفع المتعلقة بعمليات الأسواق .

### المطلب الثاني: سياسات إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بنك الجزائر

تستند عمليات إدارة الاحتياطات الأجنبية على العديد من الأسس الاقتصادية يمكن حصرها فيما يلي:

أولاً: تحديد المستوى الأمثل من الاحتياطات الأجنبية ببنك الجزائر: حققت الجزائر نموا كبيرا في احتياطات الصرف الأجنبي خلال الفترة 2005-2016 ، وبلغت ذروتها في سنة 2013 بنحو 194.012 مليار دولار، وقد تراكم هذا الكم الهائل من الاحتياطات الأجنبية ، جراء الارتفاع الكبير لأسعار النفط في الأسواق العالمية ، ورغم أن الأزمة الاقتصادية العالمية لسنة 2008 أظهرت أهمية امتلاك مستوى كاف من الاحتياطات الأجنبية ، فقد أثرت أيضا تساؤلات حول مدى كفاية مستوى الاحتياطي لبنك الجزائر. ومع ذلك، هناك إجماع بين واضعي السياسات أن احتياطات بنك الجزائر تشكل مستوى كاف من منظور وقائي .

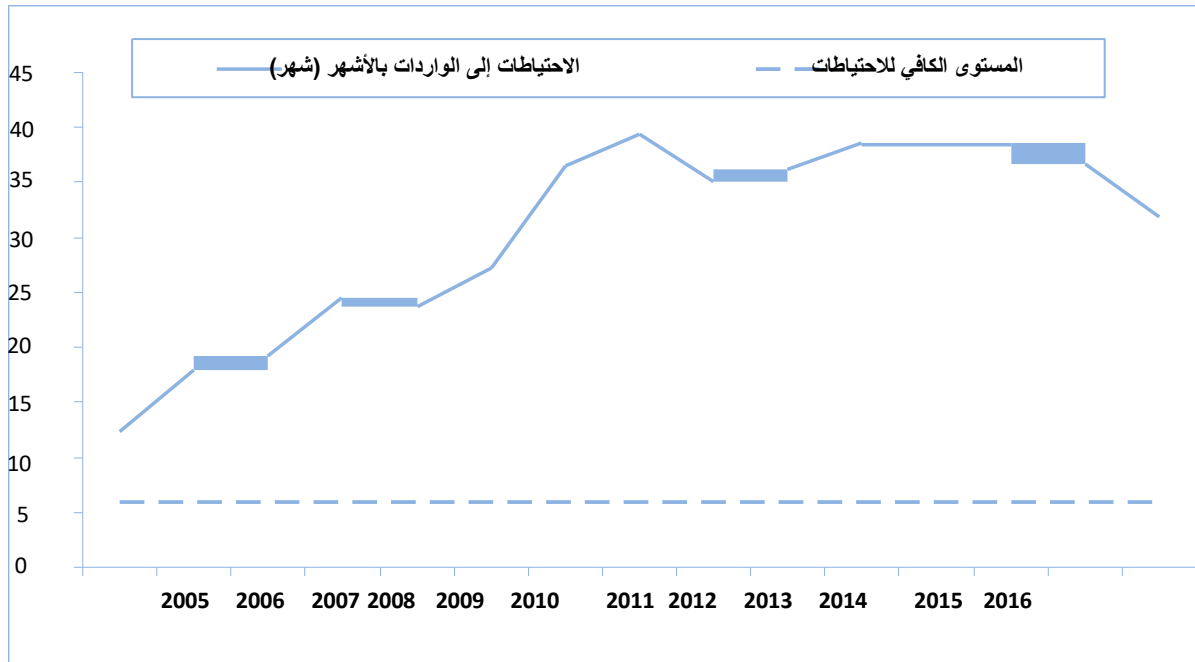
#### 1-المقاييس التقليدية :

أ- نسبة الاحتياطات إلى الواردات بالأشهر من واردات السلع والخدمات: وتقيس هذه النسبة عدد الأشهر التي يمكن فيها لبنك الجزائر أن يؤمن دفع ثمن واردات السلع والخدمات في حالة توقف تدفقات الصرف الأجنبي، ويوفر هذا المعيار قياس الوقت الذي يمكن فيه لأي بلد أن يواجه صدمة سلبية مثل التغير المفاجئ في معدلات التبادل التجاري أو حوادث

1 - Bandoui, mohamed Mehdi Gestion des réserves de change, DSEB, Banque d'Algérie, Ecole Supérieure de Banque, 2013, p68.

غير متوقع مثل الكوارث الطبيعية، وقد اجمع المحللين الاقتصاديين ، على تقدير معدل ثلاثة أشهر إلى ستة أشهر كحد أدنى مقبول للاحتياطيات الأجنبية ، وقد عرفت الجزائر تحسن ملحوظ في هذه النسبة ، حيث كانت النسبة أقل بكثير من المستويات المقبولة خلال سنة 1990 بمعدل 2 شهر من الواردات، ثم وصلت إلى أكثر من 12 شهر في 2000 ، وبدأت في التحسن لتبلغ ذروتها في سنة 2007 بحوالي 40 شهرا، ثم تعرف سقوط جلاء الأزمة وصلت إلى غاية 30 شهرا<sup>1</sup> كما هو مبين في الشكل رقم (3-5) والذي يبين مدي تطور نسبة الاحتياطيات الدولية إلى الواردات من سنة 2005-2016 حيث يجعل الجزائر من بين الدول الرائدة في نسب التغطية ، مما يعكس تحسن كبير في الحساب الجاري خلال الجزء الثاني من هذا العقد بسبب أسعار النفط المرتفعة ، وقد عرف هذا المستوى تراجعاً بداية من سنة 2013 جراء الانخفاض المستمر في الحساب الجاري وتحوله إلى عجز مالي .

الشكل (4-5) نسبة الاحتياطيات إلى الواردات (أشهر من واردات السلع والخدمات). 2005-2016



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات البنك الدولي .

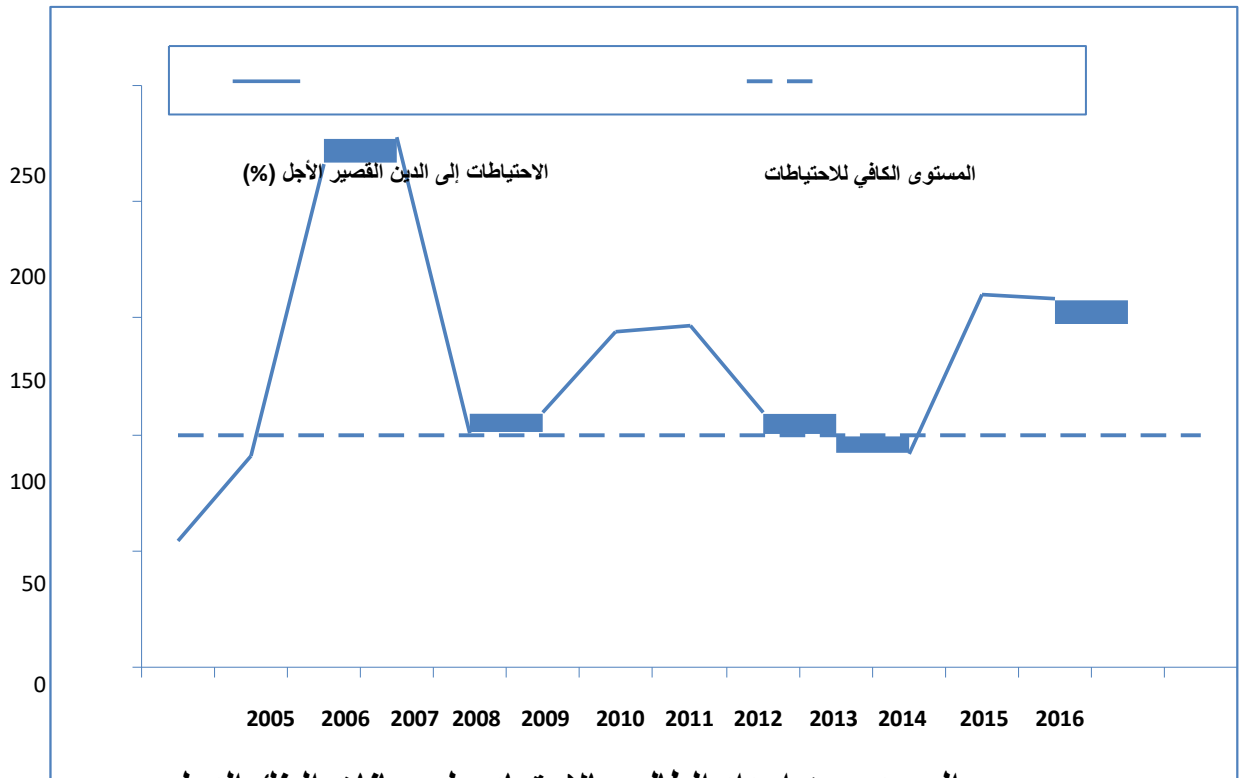
ب - الاحتياطيات الأجنبية إلى الديون القصير الأجل : وتعتبر من النسب التقليدية لتقييم كفاية الاحتياطيات الأجنبية إلى الدين الخارجي على المدى القصير (على أساس الاستحقاق المتبقية)<sup>2</sup>، والتي تقيس قدرة بنك الجزائر على مواجهة المدفوعات الدولية على

1 - I ALGERIA, MF COUNTRY Report No. 14/32, February 2014, p18.

2 - الدين المستحق في أقل من سنة.

المدى القصير في حال حدوث انقطاع مفاجئ للتمويل الدولي FUNDING CUTS، وتعتبر هذه النسبة الأكثر ملائمة لقياس كفاية الاحتياطات الأجنبية في الأسواق الناشئة، وقد قدر المستوي المقبول بحوالي 1، مما يعني أنه يجب أن يكون بنك الجزائر قادر على تغطية سداد الدين الخارجي لمدة سنة على الأقل، وقد حققت الجزائر خلال الفترة 2005-2016 أعلى النسب مقارنة بالدول المصدرة للنفط والغاز في العالم حسب الشكل (4-5) بسبب التسديد المسبق لديونها الخارجية مع القرارات المتخذ بشأن تجميد عمليات التمويل الخارجي.

الشكل (5-5) نسبة الاحتياطات إلى الدين القصير الأجل ( % من الديون قصيرة الأجل). 2005 - 2016

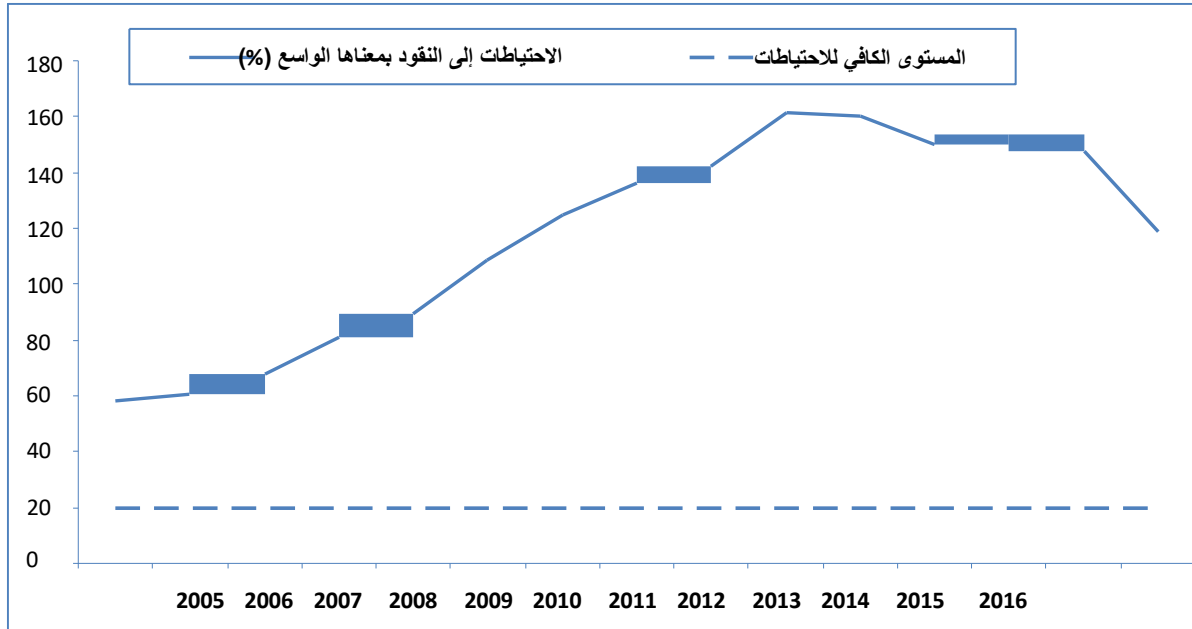


المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

ج- الاحتياطات الأجنبية إلى النقود بمعناها الواسع: ويركز المعيار التقليدي الثالث على الربط بين الاحتياطات الدولية والقطاع المالي، والمؤشر الأكثر شيوعا هو مقارنة الاحتياطات إلى المجاميع النقدية مثل النقود بمعناها الواسع، هذه النسبة هي تقييم لقدرة بنك الجزائر لدعم خصومه ومصداقية دفاعه عن سعر الصرف، وخاصة إذا كان سعر

الصرف مربوطا أو مدارا، فالافتراض الأساسي هو أنه في حال وقوع الأزمة المالية وفقدان الثقة في النظام المالي المحلي، يقوم المقيمون بتحويل العملة المحلية إلى العملات الأجنبية وتهريب رؤوس الأموال إلى الخارج، وفقا للشكل رقم (5-5) ، فإن نسبة الاحتياطيات إلى عرض النقود بمعناها الواسع<sup>1</sup> ( M2 ) ، والذي يدل على أن الجزائر لديها نسبة تغطية كبيرة .

الشكل 5-6 نسبة الاحتياطيات إلى النقد بمعناه الواسع (% إلى M2) 2005-2016



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات البنك الدولي .

2- المقياس المركب لصندوق النقد الدولي لسنة 2011: اقترح هذا المنهج من قبل صندوق النقد الدولي سنة 2011 لتقييم كفاية الاحتياطيات الأجنبية، ويتكون من مرحلتين ، المرحلة الأولى تقدير الخطر النسبي الذي تشكله أربعة مؤشرات رئيسية تتمثل في الصادرات، النقود بمعناها الواسع ،والديون قصيرة الأجل، مع محفظة الالتزامات الأخرى ) على مستوى الاحتياطيات ويستند هذا الخطر على توزيعات ملاحظة من التدفقات الخارجية من كل مصدر أثناء فترات ضغوط سوق الصرف ،وانطلاقا من هذه المعلومات، يتم إنشاء المخاطر المرجحة للالتزامات على أساس الالتزامات التاريخية

المشاهدة في كل من التوزيعات واعتمادا على نظام سعر الصرف المركب وذلك من خلال 1 :

Fixed : 0.3 STD + 0.15 OPL + 0.1 of M2 + 0.1 X

Floating: 0.3 STD + 0.1 OPL + 0.05 M2 + 0.05 X

حيث:

STD = الدين القصير الأجل .

OPL = استثمارات المحفظة ، بالنسبة للجزائر قيمتها صفر نظرا لانعدام استثمارات غير المقيمين في الأسهم والسندات<sup>2</sup> .

M2 = النقود بمعناها الواسع.

X = صادرات السلع والخدمات.

ويتم في المرحلة الثانية من خلال القراءات الملاحظة عبر الأزمات المختلفة ، إلى صياغة مقاييس مرجعية للتقييم

تقوم بالدرجة الأولى على تقليل احتمال الأزمة، وتجنب الانخفاض المفاجئ في الاستهلاك خلال الأزمة، والعلاقة مع خسائر الاحتياطي خلال الأزمة، ويظهر هذا التحليل أن المقياس المقترح يفوق المقاييس الأخرى في جميع المعلمات الثلاث، وقد تم اقتراح مستوى التغطية بين 100 و 150 في المئة من القياس المقترح ، وينبغي أن تكون كافية بالنسبة لبلد النموذجي .

ومن خلال الجدول رقم (9-5) يبين أن لبنك الجزائر مستوى احتياطات صرف أضعاف المستوى الذي تم اقتراحه كمقياس، من خلال الاعتماد على أي نظام سعر صرف، كون أن الجزائر تعتمد على السعر مدار<sup>3</sup> .

1 - Alegria ; Selected issues Paper , Optimal international reserves In Algeria . IMF Country report No.12/22 January 2014 , P30.

2 - بالنسبة للجزائر قيمتها الصفر نظرا لانعدام استثمارات غير المقيمين في الأسهم والسندات.

3 - Alegria ; IMF Country report No.47 13/february 2013 , P18.

الجدول (5-9) كفاية احتياطيات بنك الجزائر 2006-2016

السنة	في ظل نظام الصرف الثابت	في ظل نظام الصرف الموعوم
2006	36.56	18.55
2007	27.89	14.11
2008	23.54	11.84
2009	20.33	10.23
2010	19.39	9.84
2011	18.12	9.20
2012	15.55	7.88
2013	13.31	6.76
2014	13.02	6.65
2014	9.76	5.03
2016	10.38	5.35

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

وفي الأخير واستنادا إلى المقاييس التقليدية المستخدمة، والمستوى الحالي من الاحتياطيات لدى بنك الجزائر فإن هذا المعيار يعتبر مرتفع، وتراكم الاحتياطيات الأجنبية في الجزائر كان نتيجة ارتفاع أسعار النفط، كما أن المستوى الحالي من فائض الاحتياطيات الأجنبية يدعو لإجراء تقييم حول كيفية إدارته لضمان الحفاظ على قيمته عبر الزمن، كما أن بنك الجزائر مطالب بوضع سياسات اقتصادية كفيلة بالحفاظ على الموارد الأجنبية من التآكل في قيمتها عبر الزمن.

**ثانيا - توظيف احتياطات بنك الجزائر** تعتبر الصيغ المنتهجة من قبل السلطات النقدية الجزائرية في إدارة احتياطات الصرف الأجنبي ، من الصيغ المتحفظ عليها من طرف المؤسسات المالية الدولية ، جراء بعدها عن معايير الشفافية الدولية ، والتي يمكن استعراضها من خلال النقاط التالية :

**1- أهداف تسيير احتياطات الصرف الأجنبي :** يندرج التسيير الحذر للاحتياطات الرسمية للصرف المتبع من طرف بنك الجزائر في الهدف الإستراتيجي المتمثل في تعزيز الوضعية المالية الخارجية للجزائر، ويعتبر مستوى احتياطات الصرف الرسمية ذا أهمية خاصة إذ يمثل صمام أمان ضد صدمات خارجية محتملة، وعليه يرتكز الاستقرار المالي الخارجي على المدى المتوسط والطويل وفي مواصلة التسيير الحذر للاحتياطات الصرف الرسمية من طرف بنك الجزائر، وتتمثل الأهداف المتبعة في هذا المجال في<sup>1</sup>:

أ- الحفاظ على قيمة رأس المال: التقليل من خطر خسارة القيمة السوقية للأصول، بالاحتفاظ على محفظة متنوعة للأصول ذات النوعية الرفيعة (فيما يخص تنقيط القرض ونوع المصدر ) وبتطبيق ممارسات ملائمة لتخفيف المخاطر.

ب- الاحتفاظ بمستوى عال من السيولة: توظيف الاحتياطات في أصول بتاريخ استحقاق قريب أو التي يمكن إعادة بيعها بسرعة دون فقدان القيمة.

ج- الحصول على المردود الأمثل: الحصول على أفضل مردود ممكن مع احترام الأهداف المتعلقة بالأمن والسيولة .

**2- شرائح احتياطات الصرف لبنك الجزائر:** لتحقيق الأهداف السابقة الذكر قامت مديرية تسيير الأصول الخارجية لبنك الجزائر DGAE بتجزئة محفظة احتياطات الصرف الأجنبي إلى ثلاثة شرائح وفقا لمعيار العوائد / المخاطر<sup>2</sup> وذلك من خلال :

أ- شريحة رأس المال العامل: بهدف التعامل اليومي مع احتياجات البنوك التجارية من العملات الصعبة،

وتتألف هذه الشريحة بشكل أساسي من الأوراق المالية السيادية والودائع العادية والودائع المهيكلة<sup>1</sup> .

1 - محمد لكصاسي، عرض التقرير السنوي التطورات الاقتصادية والنقدية في 2010 من طرف محافظ بنك الجزائر، في 25 أوت 2010، ص2.

2 - DJANE-AHMED Narimane, op-cit, p70.

ب - شريحة السيولة: وتمثل حوالي 10 % من إجمالي محفظة الاحتياطيات لبنك الجزائر، ومشكلة أساسا من الأدوات النقدية وأدوات الدخل الثابت لدافع وقائي احترازي على المدى القصير يتمثل في تغطية الواردات والدين الخارجي .

ج - شريحة الاستثمار: وتمثل الجزء الأكبر في محفظة الاحتياطيات وتستثمر أساسا في أدوات دخل الثابت وبمعدلات متغيرة ،والقصيرة بأقل من 52 أسبوع، والطويلة بأكثر من سنتين، وفقا لإستراتيجية الشراء والاحتفاظ والفائدة من هذه الإستراتيجية هو أنها تقلل من التعرض لمخاطر السوق، وبالتالي تقلل بشكل كبير من مخاطر الخسائر الناجمة عن التقلبات في أسعار الفائدة، وتهدف هذه الشريحة إلى تلبية احتياجات السيولة في المدى المتوسط وتعظيم العائد وفقا لأهداف وقيود الإدارة .

3- أدوات توظيف الاحتياطيات الأجنبية: إن قرار تحديد الأصول القابلة للاستثمار هو إستراتيجية أساسية مهمة ولذلك يتخذ هذا القرار عادة من قبل مجلس النقد والقرض وأهم الأدوات المرخص بها :

1- الأوراق المالية: وتشتمل على كلا من السندات السيادية وأوراق الوكالات الحكومية والجهات الرسمية الأخرى والمنظمات المتعددة الأطراف، والتي تحضي بأفضل تنقيط لدى الوكالات الدولية AAA

- السندات السيادية: لبنك الجزائر إمكانية الاستثمار في الأوراق المالية السائلة والتي تصدرها دولة أخرى.

- أوراق الوكالات الحكومية والجهات الرسمية الأخرى والمنظمات المتعددة الأطراف:لمديرية العلاقات المالية الخارجية DGRFE خيار الاستثمار في سندات مضمونة من قبل الدولة أو المنظمات المتعددة الأطراف.

ولقد تزايدت حصة الأوراق المالية منذ 2007 لتصل 98 % من إجمالي الاحتياطيات، وتشكل من أدوات تستفيد من أفضل تنقيط وبالتالي تتعرض لأقل مخاطر، تتمثل أساسا في السندات السيادية<sup>2</sup>، وبعد بروز أزمة الدين السيادي في 2010 شهدت محفظة الأوراق المالية تراجعا لتصل إلى 94 % في ديسمبر 2012 ، تتوزع حصة الأوراق المالية إلى 65 %سندات سيادية، 12.9 % مؤسسات حكومية، 14.2 % وكالات غير حكومية 6 % ، الأدوات المالية لبنك التسويات الدولية، وتتوزع هذه المحفظة على سلة من المعاملات: 52 % دولار أمريكي، 37 %للاورو، 9.6 % جنيه الإسترليني، وتتوزع على كل من

1 - الودائع المهيكلية هي ودايع تسمح بالحصول على عائد أعلى من الودائع العادية وفقا لأداء السوق الأساسي.  
2 - لكصاسي، التطورات الاقتصادية والنقدية في 2010، عرض التقرير السنوي 2010، بنك الجزائر، 25 أوت 2010، ص2.

20.7 % للولايات م ا، 15.2 % ألمانيا ، 12.4 % فرنسا ، 9.6 وهولندا، 8.2 % بريطانيا.

**ب- الودائع :** لبنك الجزائر إمكانية أن وضع احتياطياته في شكل ودائع عادية أو الودائع المهيكلة وفي أي مؤسسة بشرط أنه لا يقل تصنيفها عن A بواسطة P S & ، موديز ، فيتش أو وكالات التصنيف المؤهلة من طرف اللجنة المؤهلة في الاستثمارات ، وتوضع الودائع خصوصا لدى البنوك المركزية والمؤسسات المالية الدولية كبنك التسويات الدولية وبنوك تجارية تتمتع بأعلى تنقيط في مجال القرض، فبعد الأزمة المالية العالمية وأزمة الدين السيادي الأوروبي تم توجيه الاستثمارات على شكل ودائع من البنوك التجارية نحو البنوك المركزية، حيث انخفضت نسبة الأموال المودعة في البنوك التجارية الدولية إلى إجمالي الاحتياطيات من 2 % إلى 1.75 % في سنة 2010 أي تم توجيه 0.25 % من الاحتياطيات في البنوك التجارية إلى البنوك المركزية لتصل في نهاية ديسمبر 2012 إلى 6 % من إجمالي الاحتياطيات الأجنبية ، وتمثل الشكل الوحيد للودائع المستثمر فيها وتتوزع حصة الأموال المودعة لدى البنوك المركزية عبر سلة من العملات 61 % دولار الأمريكي 28 % اورو في حين تستحوذ مجموعة من العملات الأخرى وفي مقدمتها الدولار الكندي و الاسترالي على النسبة المتبقية

**4- مردودية احتياطيات الصرف الأجنبي:** إن توظيف احتياطيات الصرف أدر لبنك الجزائر عائدا اقيمته 3.17 مليار دولار في سنة 2014 وهي قيمة منخفضة بعض الشيء مقارنة بالمردودية المسجلة في سنة 2013، وعليه فقد أدت هذه الاحتياطيات المقدر ب 178.938 مليار دولار عند نهاية ديسمبر 2014 لبنك الجزائر 3.54 مليار دولار في سنة 2013 عندما كانت تبلغ هذه الاحتياطيات 194.012 مليار دولار مقابل مردودية قدرت نسبتها ب 4.74 مليار دولار في 2009 و 5.13 مليار دولار في سنة 2008 و 3.81 مليار دولار في سنة 2007 و 2.42 مليار دولار في سنة 2006 وفقا للجدول رقم (10-5).

إن مردودية الاستثمارات المحققة من طرف بنك الجزائر في محافظ الأوراق المالية خلال السنوات التي كان معدل الفائدة فيها عاليا بقيت مرتفعة نسبيا، أي تقريبا 3 % في 2008 و 2009، ويعد هذا الأداء مهم ، خاصة وأنه تحقق في ظروف عرف الساحة الدولية معدلات منخفضة، أو قريبة من الصفر بالخصوص في الولايات المتحدة - وقد ساهم في هذا التنوع الذي ادخل منذ سنة 2004 إلى اختيار العملات التي تدخل في تكوين تشكيلة الاحتياطيات وتوزيعها على مستوى المحافظ ، أو من زاوية الأوراق المالية، وحسب صنف الخطر.

وقد واصل بنك الجزائر في تحقيق مستويات مقبولة من الأداء جراء استمرار انخفاض أسعار الفائدة العالمية، ففي ديسمبر عام 2013، انخفض عائد السندات الحكومية في الولايات المتحدة من 3.03 % مقابل 1.9 % لسندات الحكومة الألمانية لفترة استحقاق مماثلة<sup>1</sup>، وفي نهاية ديسمبر 2014 بلغ العائد على الأوراق المالية الأمريكية باستحقاق 10 سنوات 2.17 % وسندات الحكومة الألمانية لنفس فترة الاستحقاق 0.54 %<sup>2</sup>

#### الجدول رقم (5-10): مردودية احتياطات الصرف الأجنبي خلال الفترة (2001 – 2016)

الوحدة (مليار دولار)

السنوات	2001	2003	2004	2005	2006	2007	2008
العائد	0.85	0.68	0.82	0.99	1.43	2.42	3.81
احتياطات الصرف	17.96	23.11	32.92	43.11	56.18	77.78	110.18
السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
العائد	4.74	4.60	4.45	3.73	3.54	3.17	2.95
احتياطات الصرف	148.910	162.221	182.224	190.661	194.012	178.938	144.10

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر .

5- هيكل العملات المكونة لاحتياطي الصرف لبنك الجزائر: إن تكوين عملات احتياطات الصرف الأجنبي لبنك الجزائر<sup>3</sup> يتوافق مع العملة المستخدمة في المعاملات المالية وبالخصوص تركيبة عملات الدين الخارجي التي توزعت في سنة 2013 إلى 38 % دولار، 53 % اورو، 0.61 % الين ، 8.39 % عملات أخرى وفقا للجدول (5-11) وبالخصوص الواردات التي توزعت على 41 % اورو و 59 % دولار في سنة 2013، وحاليا توزع محفظة الأوراق المالية المستثمر فيها احتياطات الصرف الأجنبي على ثلاث عملات والمتمثلة في 52 % دولار أمريكي، 37 % للارو، 9.6 % جنيه الإسترليني، أما محفظة الودائع فتتوزع عبر سلة من العملات 61 % دولار أمريكي 28 % اورو، 11 % عملات أخرى<sup>4</sup>، وفقا للجدول (5-11)

#### الجدول (5-11) هيكل العملات المكونة للدين الخارجي خلال الفترة 2005 – 2016 (%)

1- التقرير السنوي لبنك الجزائر، 2013، ص66.

2-Rapport annuel de la banque d'Algérie 2014 , p50.

3 - يتم السماح فقط بتغيير زائد أو ناقص 5 3 %  
4 - في مقدماتها الدولار الكندي والدولار الأسترالي.

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الدولار	42	39	39	43	40	43	40	44	46	46	42	38
اليورو	30	35	40	47	49	49	51	47	47	47	50	53
الين	12	12	8	5	4	4	3	3	3	0.6	0.66	0.61
ع أخرى	16	14	8	5	7	4	6	6	6	6.4	7.34	8.39

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر .

6- تقييم التوظيف في سندات صندوق النقد الدولي: تعتبر سندات صندوق النقد الدولي التي تم توظيف بها نحو 5 مليار دولار من احتياطات الصرف لبنك الجزائر أداة تمويلية<sup>1</sup> (أداة مديونية) جديدة تهدف إلى تأمين الموارد المالية لكي يظل الصندوق فعالا في تلبية الاحتياجات التمويلية للبلدان الأعضاء في الفترات التي تسودها التحديات وعدم اليقين وفي نفس الوقت تشجيع الاستثمار الأمن للبلدان الأعضاء<sup>2</sup>.

أ- الخصائص المميزة لهذه الأداة<sup>3</sup> :

- أن تكون عنصرا مكملا لقدرة الصندوق على مساعدة البلدان الأعضاء في الوقت المناسب

- يمكن البدء بإصدار هذه السندات مع أي بلد عضو وسوف يصدر الصندوق هذه السندات عند صرف القروض للبلدان التي تتلقى المساعدات المالية من الصندوق على أن يرسل الصندوق إخطارا للبلد العضو قبل موعد الإصدار بخمسة أيام على الأقل.

- يمكن للدول الأعضاء في الصندوق شراء السندات مباشرة من الصندوق متى أبرمت اتفاقية الشراء وتنص الاتفاقية على الحد الأقصى لمجموع عمليات الشراء المتفق عليها مع البلدان الأعضاء خلال فترة لا تقل عن سنة واحدة قابلة للتمديد من طرف الصندوق لسنة ثانية ، ويمكن الاتفاق مع البلد العضو على التمديد لفترات أخرى كحد أقصى لمدة خمسة سنوات .

- تقتصر عمليات الشراء فقط على البلدان الأعضاء في الصندوق ذات مراكز خارجية قوية، ويمكن أن يدخل في هذه الاتفاقيات أيضا البنوك المركزية أو الوكيل المالي لحكومة البلد العضو.

1 - البيان المشترك بين بنك الجزائر ووزارة المالية.

2 - تم إبرام ثلاث اتفاقيات شراء لسندات الصندوق في سنة 2010 فعليا مع كل من البنك المركزي الصيني 49.9 مليار دولار والبرازيل 10 مليار دولار والبنك الهندي 10 مليار دولار، للمزيد انظر التقرير السنوي للصندوق لسنة 2010 ص 45.

3 - sean hagan and andrew tweedie , A Framework four the fund's issuance of notes to the official sector ,imf ,june 17,2009,p7.

- إن أقصى اجل استحقاق لسندات الصندوق هي خمسة سنوات مع أجال استحقاق أخرى مدتها ثلاثة أشهر قابلة للتمديد لفترات إضافية مدة كل منها ثلاثة أشهر.

- يتم إصدار هذه السندات ب 100 % من القيمة الاسمية وتحسب القيمة الاسمية بحقوق السحب الخاصة.

- تستحق عوائد السندات على أساس ربع سنوي كل (ثلاثة أشهر) حسب متوسط سعر الفائدة على حقوق السحب الخاصة في ربع السنة السابق .

- قابلة للتداول أي النقل بحرية إلى ملكية حائزين مؤهلين آخرين في القطاع الرسمي ولا تنتقل ملكيتها للقطاع الخاص، ولا يمكن استخدامها في معاملات المشتقات المالية .

- يمكن للصندوق أن يسدد مبكرا قيمة السندات القائمة بالكامل أو أن يسدد جزءا منها .

- يمكن للأعضاء المشترين الحصول على مدفوعات سداد مبكرة لجزء من المبلغ المستحق أو الكامل إما على الفور سندات السلسلة A أو في غضون 12 شهرا سندات السلسلة B.

ب- تقييم عملية التوظيف: إن التسيير السليم لاحتياطات الصرف يركز على ثلاثة معايير، وهي الحفاظ على قيمة الاحتياطات والتغطية ضد مخاطر الصرف من خلال الحفاظ لاسيما على محفظة مالية متنوعة وسائله، بمعنى أنه يمكن سحبها في أي وقت، ولغرض التقييم نحاول المقارنة بين سندات الصندوق المسعرة بوحدات حقوق السحب الخاصة وأذونات الخزنة الأمريكية لمدة 3 أشهر.

وتعتبر سندات صندوق النقد الدولي أداة لتنويع توظيف احتياطات الصرف لبنك الجزائر، وهي أداة ليست الأولى التي تصدر من هيئة مالية دولية بل سبقها البنك الدولي في إصدار السندات، مع استحقاق يصل إلى سنة واحدة، يمكن تداولها بين الجهات الرسمية وكذلك المستثمرين من القطاع الخاص وتحمل نسبة فائدة التي تحددها السوق ومقومة بعملات قابلة للتحويل.

\* من حيث العائد: المقارنة بين أسعار الفائدة على حقوق السحب الخاصة واذونات الخزنة الأمريكية لمدة 3 أشهر، كون أن أسعار الفائدة لحقوق السحب الخاصة في أجال استحقاق قصيرة تعدت أسعار الفائدة على أذونات الخزنة الأمريكية لمدة 3 أشهر ابتداء

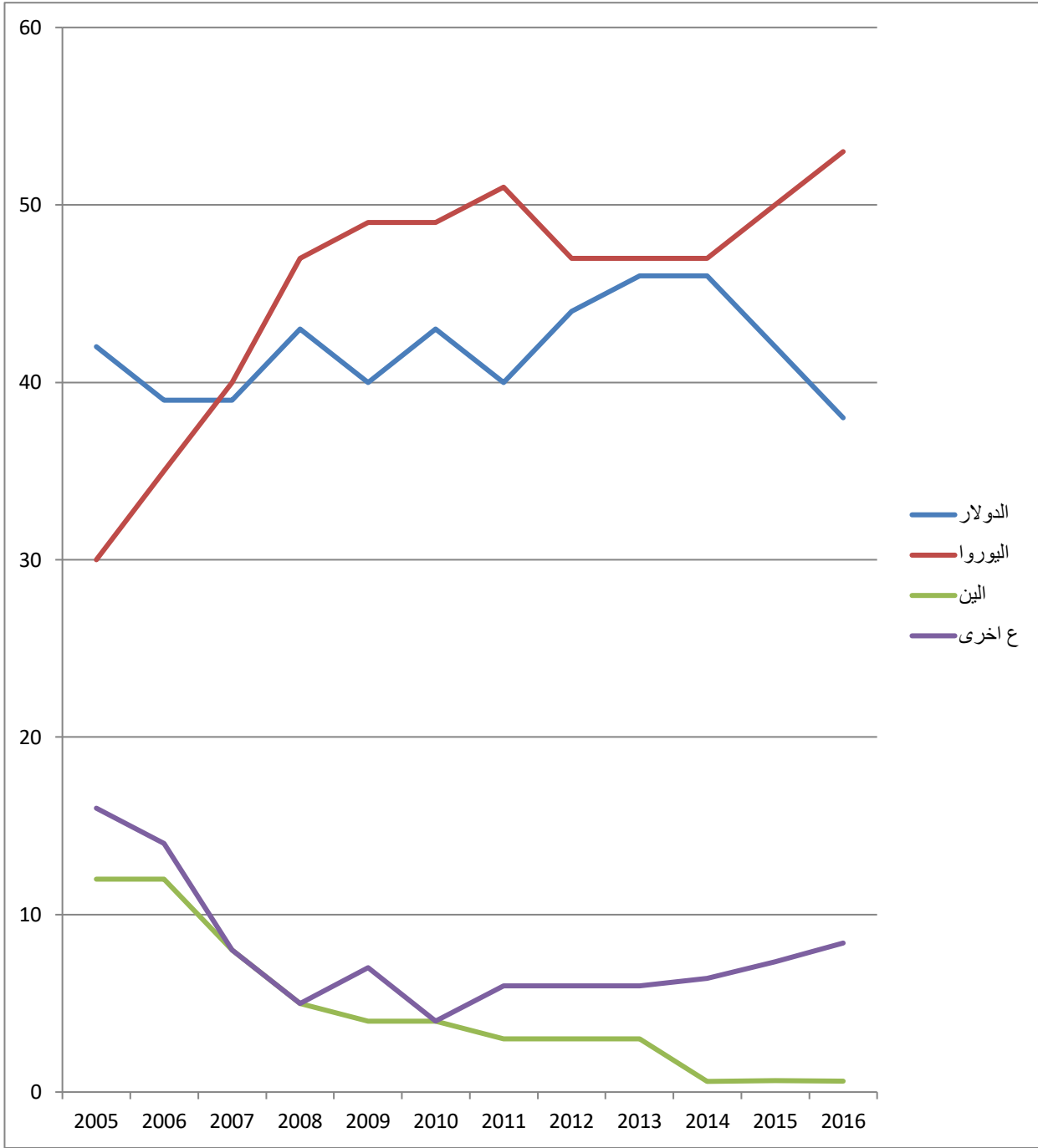
من سنة 2008 و 2014 ، كما أن سعر الفائدة SDR حقق أعلى نسبة من أدونات الخزينة الأمريكية لمدة 3 أشهر بنحو 30 نقطة (0.42 % مقابل 0.15%)<sup>1</sup>.

\* من حيث مخاطر الصرف: إن سعر الصرف بين حقوق السحب الخاصة والدولار الأمريكي تقلب كثيرا على مدى العقدين الماضيين، والتي تعكس تقلبات الدولار الأمريكي أمام العملات الرئيسية الأخرى، ومن الواضح أن السندات المقومة بحقوق السحب تسمح للبنك الجزائر بتنويع تركيبة عملة احتياطيات الصرف الأجنبي، كما أن عملة توظيف الاحتياطي هي وحدة حساب لصندوق النقد الدولي ومحددة على أساس سلة من العملات الصعبة تستعمل على مستوى الأسواق المالية مما يوسع تشكيلة احتياطيات الصرف للجزائر بالعملات الصعبة ويقلص بالتالي أخطار الصرف .

ونظرا لانخفاض الخطر السيادي وخطر الصرف والسيولة العالية ومردودية تفوق تلك التي تضمنها قيم الدولة (سندات الخزينة) فإن توظيف بنك الجزائر لاحتياطي الصرف في سندات صندوق الدولي تميزت بالكفاءة .

## الشكل (5-7) نسبة الاحتياطيات إلى الاحتياطيات الأجنبية 2005-2016

1 - IMF ,Financial opérations.2014 p85.



المطلب الثالث: إدارة مخاطر احتياطات الصرف الأجنبي ببنك الجزائر.

إن عملية إدارة مخاطر احتياطات الصرف الأجنبي من بين أعقد وأصعب المهام الموكلة لجهاز إدارة المخاطر ، جراء التداخل في المعطيات المالية والنقدية على المستوى الداخلي والخارجي والتي يمكن تناولها من خلال :

**أولاً: جهاز إدارة مخاطر احتياطات الصرف ببنك الجزائر:** والذي يتمثل أساسا في المديرية الفرعية لتسيير الخطر والأداء وفقا للمخطط (3-5) باعتبارها الجهة المكلفة ب<sup>1</sup> :

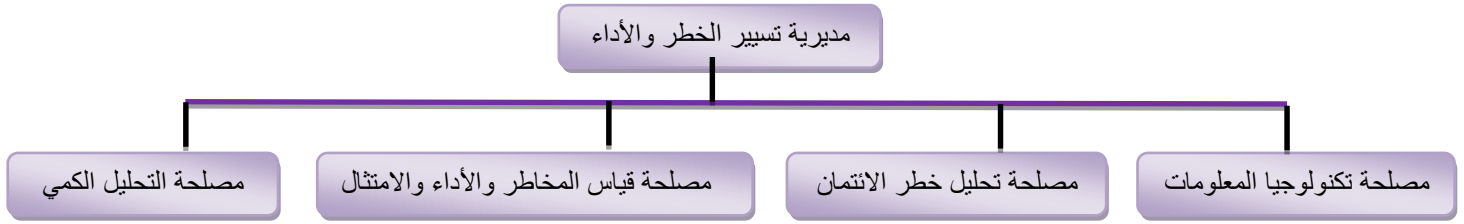
- التحليل الكمي المرتبط بتنفيذ المعايير وسياسة الاستثمار والتوجيهات التشغيلية .

- صياغة المقترحات الخاصة بتطوير سياسات الاستثمار والمبادئ التشغيلية .

- تقييم المخاطر المختلفة التي اتخذتها DGAE، ومدى امتثالها لسياسات الاستثمار، مع المعايير والقواعد والإجراءات المتعلقة بالمهام الموكلة إليها .

- قياس أداء إدارة احتياطات الصرف الأجنبي .

### المخطط رقم (3-5): هيكل مديرية تسيير الخطر والأداء ببنك الجزائر



المصدر: النظام الداخلي لبنك الجزائر .

وتتفرع المديرية الفرعية لتسيير الخطر والأداء إلى أربعة مصالح على النحو التالي :

- مديرية التحليلات الكمية: تهدف إلى استحداث نشرة يومية عن طريق رفع أهم المعلومات في الأسواق من خلال رويترز.
- مصلحة قياس المخاطر والأداء والمطابقة: مكلفة بتحليل مخاطر السوق (أسعار الفائدة و أسعار الصرف) لتدنيه من تأثير تغيرات هذه المعادلات على قيمة الأدوات المالية المختارة وإيجاد أفضل محفظة.
- مصلحة تحليل خطر القرض.
- مصلحة تكنولوجيا المعلومات .

**ثانيا : صيغ إدارة مخاطر احتياطات الصرف ببنك الجزائر:**

تتولى مديرية تسيير الخطر والأداء تسيير المخاطر التي ترتبط بإدارة احتياطات الصرف الأجنبي، وقد عمل بنك الجزائر على إعداد إطار تنظيمي مناسب يضمن الامتثال ومطابقة صيغ توظيف الاحتياطات ، مع أهم أهداف إدارة هذه الاحتياطات والمتمثلة في السلامة ، ولهذا الغرض يقوم مجلس النقد والقرض بإصدار التوجيهات الخاصة باستثمار وتسيير وتخصيص الأصول قبل تقديمها لمجلس إدارة بنك الجزائر ، وتسهر مديرية تسيير الخطر والأداء على احترام هذه التوجيهات كما تدرس تطور المخاطر والأداء ، فبنك الجزائر من خلال تسيير احتياطات الصرف الأجنبي يسعى إلى الحفاظ على قيمة رأس مال المستثمر سواء كان في شكل ودائع أو أوراق مالية وكذا الحصول على معدل عائد أمثل ، وقد حدد الأمر 11-03 المتعلق بالنقد والقرض بعض الصيغ المرتبطة بمخاطر إدارة وتسيير احتياطات الصرف الأجنبي وذلك من خلال المواد التالية :

- المادة 40: اكتتاب بنك الجزائر في السندات المالية المحررة بالعملات الأجنبية يكون في الأدوات المالية المسعرة بانتظام في الأسواق المالية الدولية ومن الفئة الأولى (AAA)<sup>1</sup> .

- المادة 62: يخول لمجلس النقد والقرض تحديد مقاييس وشروط العمليات الخاصة بالعملات الأجنبية لغرض تسيير احتياطات بنك الجزائر<sup>2</sup> .

ومن جملة الأمور التي تتعلق بالمحافظة المرجعية كمنهجية لإدارة الخطر يلح مجلس النقد والقرض على<sup>3</sup>:

الاستثمار فقط في قائمة الأطراف المقابلة أو الأوراق المصدرة التي وافقت عليها هيئة الاستثمار.

الاستثمار فقط في ودائع البنوك الدولية والتي لها تصنيف على الأقل ضمن التصنيف A .

احترام حدود المبلغ المسموح به و الذي من المرجح أن يعقد لكل طرف أو إصدار .

احترام تكوين العملة أي وزن كل عملة في المحفظة .

ولضمان السيولة وتقليل مخاطر التركيز، يجب ألا يجاوز المبلغ المستثمر حدود 30 % من المبلغ الإجمالي للإصدار، و من أجل تقليل أي مخاطر الصرف يجب الالتزام بقاعدة صفر النقدية في نهاية اليوم فإن جميع المراكز يجب أن تكون مغلقة في فترة ما بعد الظهر.

1 - الأمر 11-03 المتعلق بالنقد والقرض مرجع سابق ص6.

2 - الأمر 11-03 المتعلق بالنقد والقرض مرجع سابق ص8

### ثالثا – إدارة احتياطات الصرف الأجنبي الجزائري خلال الأزمة العالمية .

لقد ساهمت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 في زيادة وعي بنك الجزائر بإدارة مخاطر احتياطات الصرف الأجنبي، كما كان للانعكاسات السلبية التي توالى عقب الأزمة المالية العالمية وما خلفته من تأثيرات على كافة المستويات سواء تعلق الأمر بالجانب الكمي والذي نعه به أساسا المجال الإنتاجي، أو ما خلفته في المجال المالي والذي اثر سلبا على المشتقات المالية، ولقد ساهم التنويع الذي ادخل في سنة 2004 سواء في مجال اختيار العملات التي تدخل ضمن تشكيلة الاحتياطات وتوزيعها على مستوى المحافظ أو تنويع الأوراق المالية حسب صنف المخاطر، وفي سنة 2006 اعتمد بنك الجزائر بنية تحتية وتنظيم يفي بالمعايير الدولية فيما يتعلق بالإطار التشغيلي لتسيير الاحتياطات الأجنبية، كما اكتسب خبرة في التعامل مع الأسواق المالية الدولية أو باقي المؤسسات المالية العالمية.

واتخذ بنك الجزائر سياسة حذرة خلال الأزمة العالمية والتي بدأت سنة 2007 من خلال الحفاظ على رأس مال الاستثمارات من الخسارة، كون أن مشكل المخاطر فرض على بنك الجزائر مايلي:

- تقليص نسبة الأموال المودعة في المصارف التجارية الدولية (والتي كانت لمدة لا تتجاوز ثلاثة أشهر) إلى 1.75 % بعدما كانت في حدود 20 % من إجمالي احتياطات بنك الجزائر بسبب الوضعية التي تعيشها بعض البنوك التجارية الدولية.

- وللتحكم الأفضل في خطر الصرف عمد بك الجزائر إلى تنويع عملات الاحتياطي.

- زيادة الأصول الخالية من المخاطر حتى في حالات العائد الدوري المنخفض.

-رفع مستوي الحيطة في مجال استخدام مؤشرات التنبؤ بالأزمات عبر البنوك والمؤسسات المالية الولية.

- وفي سنة 2010 كانت جل الإيداعات تتم في البنوك المركزية مع المؤسسات المالية الدولية.

- ومع استمرار مخاطر الدين السيادي الأوروبي والمخاطر المصرفية المرتبطة بها اتخذ بنك الجزائر في سنة 2012 تدابير احترازية ملائمة لحماية الرأس مال المستثمر من الخسائر، من خلال الاستثمار في السندات الأقل خطورة، في حين وقصد تقليل من خطر الجهة المقابلة يتم توجيه الودائع أكثر فأكثر نحو البنوك المركزية.

- تنوع هيكل العملات المكونة للاحتياطيات المستثمرة في البنوك المركزية إلى العملات الاحتياطية الغير التقليدية كالدولار الكندي والدولار الاسترالي .

-البحث عن سبل التوظيفات العينية القائمة على المردود العالي والخالية من المخاطر الاستثمارية .

وتبقي عمليات التسيير الحذر لاحتياطيات الصرف الأجنبي من طرف السلطات المالية الجزائرية ، والذي يضع كأولوية أمن الاستثمارات. أمام تبعات الأزمات المالية العالمية والتي انعكست سلبا على الأصول المالية الأجنبية ، كما أن المخاطر المصرفية المرتبطة بها والتي عمد بنك الجزائر إلى صياغة تدابير احترازية ملائمة لحماية رأس المال المستثمر من أي خسارة ، مع استهداف عائد معقول .

### المبحث الثالث: تقييم واقع إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائري .

لقد أدت السياسات المختلفة التي انتهجتها السلطات النقدية الجزائرية في إدارة وتسيير احتياطيات الصرف الأجنبي ، إلى طرح العديد من التساؤلات حول مدي نجا عتها في الحفاظ على هذه الموارد الأجنبية ، ومدى استغلالها أثناء الأزمات المختلفة ، كما أن القرارات المتعلقة بالتسديد المسبق للمديونية الخارجية وإن عاب عليها بعض المحللين الاقتصاديين الجزائريين ، إلا أنها مكنت من الحفاظ على جزء من هذه الموارد من التبدد ومن هنا سيتم محاولة تقييم واقع إدارة هذه الاحتياطيات الأجنبية وذلك من خلال :

#### المطلب الأول: التسديد المسبق للمديونية الخارجية

يعتبر قرار التسديد المسبق للمديونية الأجنبية، من اعقد القرارات المتخذة من قبل السلطات النقدية الجزائرية ، جراء الجدل القائم حول المفاضلة بين العائد ، مع فائدة خدمة الديون ومن هنا سيتم تناول هذا الموضوع من خلال:

أولا - هيكل الدين الخارجي الجزائري قبل عمليات السداد المسبق: عرف رصيد الدين الخارجي المتوسط والطويل الأجل منذ سنة 1997، تناقضا كبيرا حيث بلغت قيمته في سنة 1996 مبلغ 33.2 مليار دولار، إلى أن وصلت في نهاية سنة 2004 مبلغ 21.4 مليار دولار، أما الديون القصيرة الأجل فقد سجلت 0.41 مليار دولار، وساهم في هذا الانخفاض التسديد المسبق بقيمة 1.2 مليار دولار سنة 2004 وفقا للجدول رقم (5-12)، ويتمثل هيكل المديونية الخارجية للجزائر على المديين المتوسط والطويل إلى غاية 2004 في<sup>1</sup> :

- ديون (نادي باريس و نادي لندن). وتمثل ما قيمته 53.1 % من إجمالي الديون .

- كما بلغت القروض المتعددة الأطراف ما قيمته 19.7 % من إجمالي الديون . مقسمة بين كلا من صندوق النقد الدولي (15.4 % ) ، والبنك الدولي (24.7 %) وبنك الاستثمار الأوروبي (29.5 %) والبنك والتنمية الأفريقي (10.7 %). والتي مثلت الأساس التمويلي لميزان المدفوعات بين عامي 1994 و 1998 .

- قروض ثنائية وتمثل ما يقارب من 24.3 % ، جزء منها خاص بالقروض التجارية المضمونة بنسبة (64.8 %) والباقي عبارة عن ائتمان حكومي بنسبة (35.2 %).

الجدول رقم (5-12) الدين الخارجي الجزائري خلال الفترة 1997-2004 الوحدة مليار دولار أمريكي .

السنوات	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
الدين م ط الأجل	31.060	30.261	28.140	25.088	23.311	22.540	23.203	21.415
الدين ق الأجل	0.162	0.162	0.175	0.173	0.260	0.102	0.150	0.410
إجمالي الديون	31.222	31.222	28.315	25.261	22.642	22.353	23.353	21.812

- Source La Banque d'Algérie, Situation de la Dette Extérieure de l' de l'Algérie 1994-2004, p1.

ثانيا- اتخاذ قرار الدفع المسبق للدين الخارجي: إن تحسن المركز المالي الخارجي للجزائر في السنوات الماضية (2000-2006) قلل من مؤشرات الديون الخارجية إلى مستويات جد مهمة ، وخاصة منذ سنة 2004 ، في ظل انتهاء بنك الجزائر لممارسات الدفع المسبق للدين الخارجي تجاه كل من نادي باريس و نادي لندن وروسيا ومؤسسات مالية متعددة الأطراف مع كلا من الهند والسعودية واستمر التسديد المسبق خلال سنة 2005 وتسارع في 2006 ليتحقق انخفاض قوي في الدين الخارجية وفقا لبيانات الجدول رقم (5-13)، مما سمح بتخفيض نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي بحوالي

1 - Rapport annuel de la banque d'Algérie 2004,p56-57.

3.6 % سنة 2007 ،مقارنة بنحو 58 % في سنة 1999 ،في حين أن نسبة خدمة الدين الخارجي إلى الصادرات من السلع والخدمات قدرت بنسبة 2.26 % خلال سنة 2007 ، غير أن سياسة التسديد المسبق للمديونية الخارجية عززت من مستوى الأمن المالي الخارجي<sup>1</sup> للجزائر لدي المؤسسات والهيئات المالية الدولية .

**الجدول (5-13) الدفع المسبق للدين الخارجي للفترة 2004 - 2006** الوحدة مليار دولار

سنوات الدفع المسبق	2004	2005	2006
المبالغ المدفوعة	1.2	1.94	10.930
الديون الخارجية بعد الدفع المسبق	21.821	17.192	5.612

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر 2004،2005،2006 .

**ثالثا: كفاءة قرار الدفع المسبق للدين الخارجي:** لقد حذت الجزائر حذو كلا من روسيا والأرجنتين والبرازيل في استخدام جزء من احتياطياتها من الصرف الأجنبي في عملية السداد المسبق لمديونيتها الخارجية، وقد اعتبر هذا القرار استراتيجيا في الفترة الحالية ، كونه اتخذ قبل الأزمة المالية الدولية التي تميزت بصعوبة الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية، ويظهر هذا التقليل في المديونية الخارجية كخيار ايجابي لاستخدام احتياطياتها من الصرف الأجنبي في ظل بيئة تميزت بانخفاض العائد على الاحتياطيات الأجنبية ، ولتقييم فاعلية هذا القرار تم قياس تكلفة الفرصة البديلة لاحتياطيات الصرف الأجنبي من منظور التسديد المسبق للدين الخارجي عوض الاستمرار في استثمار هذه الاحتياطيات في الخارج وفقا للجدول (5-14) ، فمن خلال مقارنة الفارق بين معدلات العائد على احتياطيات الصرف ومعدلات الفائدة على الدين الخارجي الجزائري، وجدنا أنه من الفاعلية عدم المواصلة في توظيف هذه الموارد بالعملة الصعبة المستعملة في تسديد الدين الخارجي (بمتوسط معدل فائدة 5.38 %).

**الجدول (5-14)تكلفة الفرصة البديلة لاحتياطيات خلال الفترة 2000 – 2003 .**

السنوات	2000	2001	2002	2003
العوائد على الاحتياطيات بالمليار دولار أمريكي	0.38	0.85	0.68	0.82
معدل العائد على الاحتياطيات %	3.19	4.73	2.94	2.49
العوائد على الدين الخارجي بالمليار دولار أمريكي	1.678	1.471	1.228	1.118
معدل الفائدة على الدين الخارجي %	6.64	6.51	5.42	4.78

تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطيات -3.45 -1.78 -2.48 -1.84

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر.

حيث أن :

- معدل العائد على احتياطيات بنك الجزائر = العوائد على الاحتياطيات /إجمالي الاحتياطيات .
- معدل الفائدة على الدين الخارجي الجزائري = الفوائد على الدين الخارجي /إجمالي الدين الخارجي.
- تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطيات = معدل العائد على احتياطيات بنك الجزائر - معدل – الفائدة على الدين الخارجي

### المطلب الثاني: تنوع الإطار المؤسسي لإدارة احتياطيات الصرف الأجنبي الجزائري

لقد أدت المقترحات المتتالية من طرف العديد من المحللين الاقتصاديين في إنشاء صندوق سيادي بهدف تنوع الإطار المؤسسي لتسيير احتياطيات الصرف الأجنبي وبمحاكاة التجارب الأجنبية<sup>1</sup> لا يمكن لبنك الجزائر من خفض تكلفة الفرص البديلة للاحتياطيات وجعلها كأداة لتنوع الاقتصاد<sup>2</sup> إلا من خلال توفر العديد من الشروط ،وقد مر إنشاء صندوق سيادي في الجزائر بالعديد من المراحل يمكن تلخيصها فيما يلي :

#### 1-التنوع الاستثماري الخارجي للصندوق الوطني للاستثمار كصندوق سيادي :

لقد عمدت السلطات النقدية الجزائرية من اجل تأمين صندوق سيادي إلى العمل على ثلاثة محاور أساسية :

أ-إن إنشاء صندوق سيادي جزائري يتمشي و الطبيعة الريعية للاقتصاد الوطني ، مع وضع أدوات رقابية صارمة للإشراف على عمليات الإيداع والسحب وفقا لأهداف السياسة العامة للصندوق السيادي ، وقد نتج عن هذا الصندوق إعادة هيكلة البنك الجزائري للتنمية بهدف جعله أداة لتدخل الدولة في تمويل التنمية، وقد تم تغيير اسمه من البنك الجزائري للتنمية إلى الصندوق الوطني للاستثمار ، مع الحفاظ مؤقتا على القانون الأساسي الخاص ببنك الجزائر للتنمية لعام 1963 ، مع تزويد الصندوق السيادي برأسمال

1 - كي لا نجعل من بنك الجزائر شركة استثمارية وبالتالي الابتعاد عن تحقيق أهداف السياسة النقدية.  
2 - من أهم تحديات إنشاء صندوق سيادي جزائري مواجهة ثلاث عقبات رئيسية على المستوى الوطني والدولي والمتمثلة في :- غياب سياسة صناعية ، - فقدان الموارد البشرية ، - عدم كفاية ثقافة الشركات وإجراءات الإدارة والإنتاج.

قدره 150 مليار دينار<sup>1</sup> وتنصيب مجلس إدارة جديد ، وقد تم تغيير اسمه لاحقا إلى اسم الصندوق الوطني للاستثمار<sup>2</sup> .

ب-تكييف أهدافه من خلال تمويل الاستثمارات والمساهمة في تحقيق أهداف التنمية الوطنية .

وذلك من خلال الإبقاء على المهام الرئيسية للصندوق واقتراح تحيين مهامه من خلال<sup>3</sup> :

المساهمة في تمويل عمليات القطاع الاقتصادي لاسيما تمويل المشاريع ذات الطابع الاقتصادي بالشراكة مع الشركات العامة أو من خلال مشاركة المستثمرين الأجانب لتحقيق مشاريع التنمية، مع تقديم الضمانات ويأخذ هذا التدخل شكل قروض طويلة الأجل بشروط مناسبة لنوع المشاريع الممولة أو التمويل المشترك من خلال الاستحواذ على حصص .

كما أن التمويل العام لمشاريع التجهيز عن طريق تعبئة موارد الميزانية في إطار عمليات يتم تمويلها من مساعدات نهائية (غير قابلة للتسديد) للدولة، إضافة إلى حقوق المساهمين ويجوز للصندوق تعبئة موارد إضافية من خلال القروض وتسبيقات الخزينة العامة الأخرى ، أو اللجوء إلى سوق السندات مع أو بدون ضمانات حكومية ، فرغم كون أن الاستثمارات في الخارج هي عبارة عن تركيز الصندوق على الاستثمار داخليا فقط باستثناء مساهمة وحيدة في رأسمال البنك الجزائري للتجارة الخارجية في سويسرا سنة 1981 بنسبة 50 % وبمبلغ عشرون مليون فرنك سويسري<sup>4</sup> ، فمن المهم البدء في إنشاء محفظة استثمارية خارجية كصندوق سيادي تحت مظلته لاسيما عمليات شراء الأسهم والاستحواذ ، حيث يجب الذهاب إلى قطاعات تخدم السياسة الصناعية<sup>5</sup>، والقيام بذلك بذكاء من خلال تعديل القانون الأساسي للصندوق للمساهمة في توطين الصناعات وتنويع الجزائر لمواردها الأجنبية .

فتكييف الإستراتيجية الاقتصادية وفقا للتطورات المالية العالمية من خلال انطلاق الصندوق في الاستثمار خارجيا هو خطوة مهمة لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الجزائر، مع إتاحة فرص استثمارية تقدمها الدول المستقبلية، مما يساهم في نقل التكنولوجيا وتبادل الخبرات بشكل محترف .

1 - الجريدة الرسمية الجزائرية قانون المالية 2009، العدد 44، 26 جويلية 2009، ص13.

2 - الجريدة الرسمية الجزائرية قانون المالية التكميلي 2011، العدد 40، 20 جويلية 2011، ص12

3 - نتج هذا الصندوق عن إعادة هيكلة البنك الجزائري للتنمية .

4 - Fonds national d'investissement ,rapport annuel 2011, p12.

5 - ministère de l'industrie et de la promotion d'investissements –STRATIGIE ET POLITIQUES DE RELANCE ET DE DEVELOPPEMENT ANDESTRIELS ,2007,p15.

ج- كما أن مديرية الاستثمارات الخارجية مطالبة بالشفافية باعتبار أن تصميم هذه المحفظة السيادية يقوم في أساسه على الشفافية ، بحيث تكون منسجمة مع الاستراتيجيات الاستثمارية المعتمدة، فسوء التسيير الحكومي وضعف المؤسسات، يجعل من موضوع الشفافية والمساءلة في صلب تصميم المحفظة السيادية الخارجية، وبإمكان الرقابة الجيدة وتقارير الأداء والتدقيق الخارجي من مجلس المحاسبة ومعايير الإفصاح أن تشجع الأداء الأفضل وتزيد ثقة الجمهور في إدارة العوائد المالية الأجنبية المرتبطة بالمحروقات .

- **الهيكل التنظيمي المقترح للصندوق:** ووفقا لأهداف الصندوق مع التجارب العديدة للدول الرائدة في هذا المجال ، فقد تم اقتراح الهيكل الوظيفي للصندوق وفقا للمخطط التالي

- **مديرية الاستثمارات الداخلية:** والتي تهدف أساسا للاستثمار في المشاريع المحلية التي تحقق العوائد المستهدفة مع المساهمة في تطوير القطاعات الإستراتيجية من أجل تحفيز النمو ، وتنويع الاقتصاد الجزائري مع العمل على جذب الاستثمارات الأجنبية وخلق فرص عمل للجزائريين ، وتشمل المجالات المحتملة للاستثمارات سواء كانت في المجال الصناعي، أو الفلاحة والصناعات الغذائية، البناء والأشغال العمومية، النقل والإمداد، السياحة، الإعلام والاتصال والإبداع التكنولوجي، الخدمات المالية، الطاقات المتجددة<sup>1</sup> .

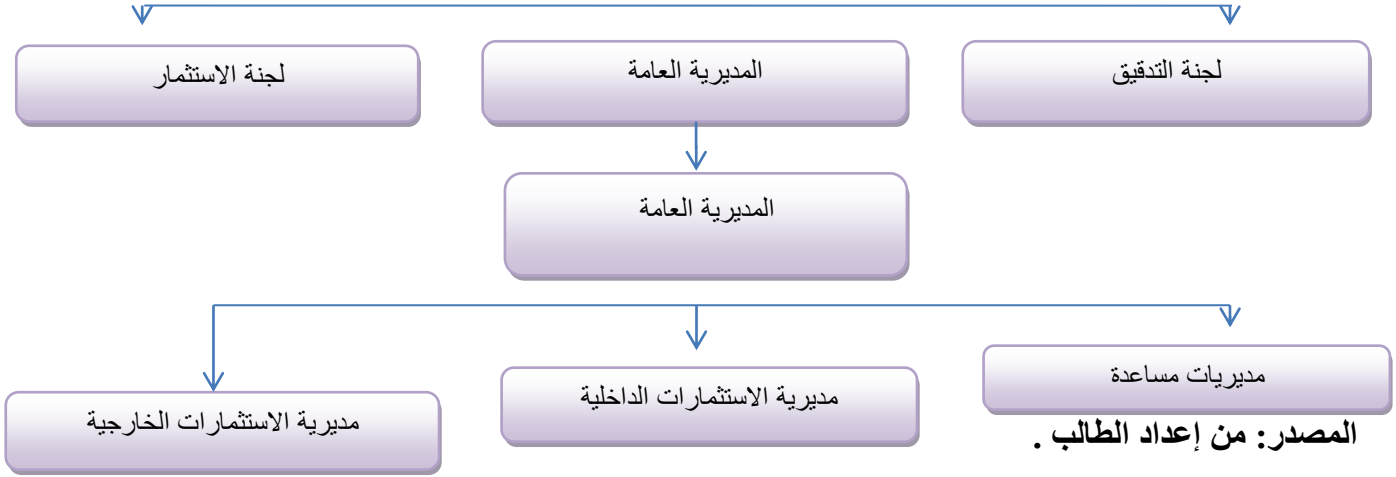
- **مديرية الاستثمارات الخارجية:** وتوكل إليها مهمة استثمار جزء من احتياطات الصرف الأجنبي نيابة عن وزارة المالية باعتبارها محفظة سيادية مملوك للدولة تحت مظلة الصندوق الوطني للاستثمار، وتسعى إلى تحقيق عائدات مستدامة طويلة الأجل على فائض الإيرادات الناتجة عن المحروقات التي تزيد عن السعر المرجعي للميزانية، بحيث يقوم الصندوق بصياغة الاختيارات الاستثمارية المختلفة لتحقيق أفضل العوائد الممكنة على المدى الطويل وضمن نطاق مقبول للمخاطرة، وذلك من خلال تنويع محفظته الاستثمارية في عدة أنواع من الأصول والقطاعات الاقتصادية .

- **المديريات الفرعية:** وتتمثل في مديرية إدارة المخاطر والامتثال، ومديرية المحاسبة والمالية، مديرية الدراسات والتنمية، مديرية المستخدمين والوسائل، ومديرية التنظيم والإعلام الآلي .

**المخطط رقم (4-5) الهيكل التنظيمي المقترح للصندوق الوطني للاستثمار كصندوق سيادي**

مجلس الإدارة

<sup>1</sup> - لمزيد من المعلومات حول الاستثمارات الصندوق الداخلية انظر: <http://www.fni.dz>



## 2- إعادة هيكلة صندوق ضبط الإيرادات<sup>1</sup> ( NSF ) :

لقد أدت القرارات المتتالية لعملية هيكلة صندوق ضبط الإيرادات ، بما يتماشى والصناديق السيادية لإدارة الاحتياطات الأجنبية بشكل يتماشى والخيارات الاقتصادية العالمية، من خلال رفع عائدات التوظيف، فوفقا للمعايير الدولية للعوائد الاسمية على الاستثمارات السيادية فقد سجلت الجزائر متوسط عائد سنوي لتوزيع الأرباح الحكومية<sup>2</sup> خلال الفترة 2005-2009 أقل من 2 % وهو معدل أقل بكثير من المعدل المسجل في البلدان الغنية بالموارد (كالنرويج 4 %، أذربيجان 3.03 %، الشيلي 3.63 % ، تيمور الشرقية 3.76 %، الإمارات العربية 4.66 %، وسنغافورة 6.33 %)، وجعل الصندوق أداة تعمل على المساهمة في المدى المتوسط أو الطويل على تنويع الاقتصاد الوطني وتقليل الارتباط بالمحروقات من خلال الاستثمار في الشركات الأجنبية، وحتى يتسنى للموارد الأجنبية الجزائرية مضاهاة مثيلاتها في السوق الدولية وجب على الحكومة :

أ- تكييف الهيكل التنظيمي للصندوق: وذلك من خلال فصل صندوق ضبط الإيرادات عن ميزانية بنك الجزائر والموجود في جانب الخصوم كصندوق تعقيم للجباية البترولية الفائضة ، مع تحويل أرصده الأجنبي إلى صندوق الادخار الوطني كحساب مستقل عن بنك الجزائر، وذلك بعد تعديل المادة 14 من نظام الرقابة على الصرف رقم 92/04 المؤرخ في 2004/06/25 والمتضمنة إلزاما التنازل لبنك الجزائر عن كل الموارد بالعملات الصعبة الناجمة عن الصادرات من المحروقات والمواد المنجمية ، مما يترتب عنه انخفاض احتياطات الصرف التي يمتلكها بنك الجزائر بنفس المبالغ المكونة لصندوق الادخار الوطني، ففي نهاية شهر ديسمبر 2014 قدرت مبالغ صندوق ضبط الإيرادات

1 - national savings fund .

2 - حسب المادة 28 من الأمر رقم 10 / 04 المؤرخ في 26 / 08 / 2010 والمتعلق بالنقد والقرض: تقفل حسابات بنك الجزائر في 31 ديسمبر من كل سنة وتعد أرباح سنوية، النتائج الصافية من الاستهلاكات والأعباء والمؤنات، وتقتطع من هذه الأرباح 10 % لصالح الاحتياطي القانوني، وتتوقف إلزامية هذا الاقتطاع بمجرد بلوغ الاحتياطي قيمة الرأسمال، يدفع الرصيد إلى الخزينة بعد تخصيص المبالغ التي يرى مجلس الإدارة أنها ضرورية لتكوين احتياطات عامة وخاصة، ويمكن تخصيص الأموال الاحتياطية لزيادات الرأسمال

بمبلغ 4408.465 مليار دينار أي ما يعادل 55 مليار دولار<sup>1</sup> . كما أن عملية إنشاء صندوق سيادي جزائري ، وجب على بنك الجزائر العمل على تخفيض مبلغ المساهمات من 178.938 مليار دولار إلى 123.938 مليار دولار.

ب- إعادة هيكلة أهداف الصندوق: ناهيك عن الأهداف التأسيسية للصندوق والمتمثلة في تحقيق الاستقرار وضبط الموازنة (عجز/فائض) مع الالتزام بتسديد المديونية العامة، فقد تم إدراج مهام تتماشى وخيارات الصناديق السيادية سواء تعلق الأمر بالحفاظ على الموارد الأجنبية أو تحقيق الاستدامة المالية على المدى المتوسط والطويل أو العمل على تأمين الثروة للأجيال القادمة عند نفاذ المحروقات، من خلال استثمار موارد الصندوق في الخارج تعظيما للعوائد وبما يخدم الإستراتيجيات الاقتصادية للجزائر على المدى الطويل<sup>2</sup> وتنويع الاقتصاد الوطني، بحيث تصبح الجزائر مساهما في الشركات الأجنبية والتي من خلالها تعمل استثمارات الصندوق على تحويل التكنولوجيا وتنفيذ الإستراتيجية الصناعية المخططة رغم الخطورة المرافقة لهذه الاستثمارات<sup>3</sup>، كون أن الهدف الأساسي من الاستثمار ليس تعظيم العائد على احتياطات الصرف، وإنما المساهمة في تنويع الاقتصاد الوطني من خلال الاتجاه إلى الأسواق العالمية ، والأجدر أن تكون مصادر تمويل الصندوق مباشرة من صادرات المحروقات بالعملة الصعبة دون المرور على بنك الجزائر وذلك لتفادي تكاليف تعقيم السيولة .

ج- إدارة الصندوق : تسند مهمة إدارة الصندوق من طرف مديرية إدارة الأصول الخارجية<sup>4</sup> ببنك الجزائر بفضل خبرتها في إدارة احتياطات الصرف الأجنبي أو بنك الجزائر الخارجي بفضل خبرته في إدارة للأصول الأجنبية والتعاملات الخارجية<sup>5</sup>، حيث ترسم وزارة المالية<sup>6</sup> الإستراتيجية الاستثمارية للصندوق من خلال الدراسات المتكررة مع الهيئات التشريعية مع بنك الجزائر قصد ضبط الأفق الاستثمارية للموارد الأجنبية

د-ضبط مهام المسؤولين عن الصندوق: وذلك من خلال تحديد اطر عمل المسؤولين، مع ضبط نظام الرقابة والإشراف الفعال ويمكن إقامة هذا الإطار من خلال سن قانون للصندوق تضعه كلا من الهيئة التشريعية بمعية وزارة المالية ويتم إدارته من طرف مديرية إدارة الأصول الخارجية .

1 - 1 دولار = 80.5606 دينار .

2 - وهي إستراتيجية الاستثمار في القطاع الحقيقي من منظور صناعي الأجل مع الأخذ بعين الاعتبار الاحتياجات الحقيقية للاقتصاد وتحقيق الاستثمار المسؤول بيئيا واجتماعيا.

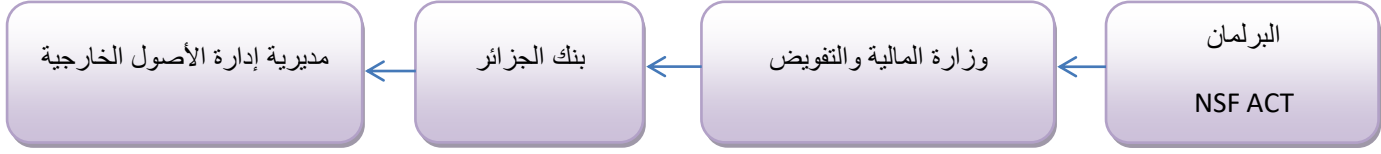
3 - يقاطع هذا المقترح مع ما ذهب إليه عبد الرحمن حاج ناصر محافظ بنك الجزائر السابق، ومبادرة بنبي.

4 - وهي المسؤولة عن إدارة احتياطات الصرف الأجنبي الجزائري .

5 - نقص الخبرة في الأسواق المالية الدولية ابقى السلطات مترددة في تحويل صندوق الإيرادات إلى صندوق سيادي مفضلة الحفاظ على هذا الإطار كصندوق تعقيم مدمج في الميزانية العمومية لبنك الجزائر.

6 - الهيئة المالكة للصندوق.

المخطط (5-5) - مراحل إنشاء NSF



المصدر: من إعداد الطالب.

وقد تم اقتراح صيغ إدارة الصندوق من خلال التوصيات التالية :

-المجلس التوجيهي للصندوق: ويشمل كلا من الرئيس بالإضافة إلى ممثلين عن وزارة المالية وبنك الجزائر ووزارة الصناعة والمناجم، الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار، الصندوق الوطني للاستثمار، وممثلين عن القطاع الخاص الجزائري يعينهم رئيس الجمهورية لخبرتهم في قطاع الاستثمار وإدارة الأصول في الخارج، ومن مهامهم وضع سياسات الاستثمار، وتعيين وإقالة المسؤولين التنفيذيين، والمصادقة على الميزانية الختامية للصندوق، مع تقييم أداء الصندوق، ومراقبة السلوك الأخلاقي للإدارة والمديرين التنفيذيين وكذلك فعالية الإجراءات الرقابية داخل الصندوق، ويعتبر رئيس المجلس التوجيهي بصفته مراقب في اجتماعات مجلس الإدارة .

- مجلس الإدارة: ويضم كلا من المدير التنفيذي والمدراء الفرعيين، مع المكلف بإدارة الصندوق عن طريق التفويض من وزارة المالية للقيام بمختلف الدراسات الكفيلة برفع إدارة الأصول والموارد الأجنبية .

- المدير التنفيذي: يعين من طرف رئيس الجمهورية بناء على اقتراح من وزير المالية مع المجلس التوجيهي ويمثل الوزارة ويشرف على ترأس اجتماعات مجلس الإدارة .

- المدقق: وظيفته التدقيق في أنشطة الصندوق ويكون مستقلا عن الإدارة ويعين من قبل وزارة المالية ويمكن أن يكون ممثلا عن مجلس المحاسبة .

-المديرين: يتم تعيينهم من قبل المدير التنفيذي من خلال مداوات المجلس التوجيهي للصندوق ويشمل ثلاث أقسام مهمة: قسم إدارة الاستثمار، قسم إدارة المخاطر، وقسم إدارة الصندوق.

3- إنشاء صندوق سيادي مشترك بين الجزائر وبلد آخر: وقد تم وضع هذا المقترح لمجابهة الإختلالات الهيكلية سواء تمثلت في المعطيات الاقتصادية ، أو الفنية ، أو حتى

البشرية<sup>1</sup>، ويمكن العمل على إنشاء صندوق سيادي مشترك<sup>2</sup> بين الجزائر وبلد آخر للاستثمار في الفرص المتاحة في الأسواق العالمية، من خلال محاولة إقناع بعض الجهات الخليجية أو الغربية، والتي تملك خبرة عالمية في إدارة الأصول الأجنبية في الخارج، فضلا عن العلاقات الجيدة مع مؤسسات الخبرة العالمية في إدارة الأصول وتوظيفها وإدارة الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الداخل والخارج، وهو صندوق سيادي مشترك بين الصندوق الوطني للاستثمار وصندوق سيادي أجنبي بحصص متساوية يبدأ من 2 مليار دولار، ويهدف بشكل أولى إلى تحقيق عوائد تنافسية من خلال الاستثمار في المشاريع التي تدفع التعاون الاقتصادي الثنائي بين الجزائر وبلد الصندوق الأجنبي وتخدم الاقتصاد الجزائري، ويتكون فريق إدارة الصندوق من خبراء الاستثمار و المعرفة بالأسواق المالية الجزائرية مع الأسواق الأجنبية .

وقد تم تسجيل بعض التحفظات في إدارة الصندوق سواء تعلق الأمر بكلا من :

أ- بالنسبة لفوائد الصندوق المشترك للجزائر: يمكن أن تؤدي الفوائد المحققة للصندوق إلى المساهمة في

- تطوير العلاقات فضلا عن الصفقات .

- اقتسام الهوامش مع الاختلالات المسجلة في الأسواق لاسيما فيما يخص المخاطر / توقعات العائد<sup>3</sup>.

- الاستثمارات المشتركة تعمل على تنويع الفرص المختلفة بسبب "التعرض للأصول ذات جودة عالية مع انخفاض الرسوم والقدرة على تقييم المخاطر والعوائد".

- فرصة لتوسيع القدرات الداخلية واكتساب خبرات فنية عالية في مجال الاستثمارات المباشرة .

- التحكم الأفضل في الفرص الاستثمارية والمساعدة على تعزيز العلاقات المالية .

- تعميق المجالات الاستثمارية وتأمين العوائد لمختلف الأصول الأجنبية .

- زيادة تنويع محافظها، وتأمين الشفافية المطلقة .

ب- بالنسبة للتحفظات المحتملة :

1 - ABDERRAHMANE HADJ-NACER- THE CHALLENGES OF SETTING-UP A SOVEREIGN WEALTH FUND IN ALGERIA ,Revue d'économie financière (English ed), 2009,volume 9,N° H-S PP 115

2 - يعتبر هذا النموذج الأكثر استعمالا من طرف الجهات السيادية في عمليات الاستثمار .

3 - كالصناديق السيادية المشتركة بين الدول النفطية.

- وقد تم تسجيل مجموعة من التحفظات بناء على تجارب الدول السابقة وتكييفها وفقا للمعطيات الاقتصادية الجزائرية والتي يمكن تلخيصها في النقاط التالية :
- عدم وجود الضمانات الكافية المتعلقة بالاستثمار مع الأجانب.
  - محدودية صلاحيات محافظ بنك الجزائر ( عدم استقلالية المحافظ)
  - نقص الشفافية المالية لبنك الجزائر الصندوق الوطني للاستثمارات و المرتبطة بالتقارير والمساءلة ووضوح المسؤوليات لاسيما في بعض القرارات الانفرادية من طرف المكلف بإدارة الأصول الأجنبية .
  - الأمن الاستثماري لمختلف الأصول في الأسواق المالية العالمية .
  - تحديد دقة الفرص الاستثمارية مع البلد المشترك في الصندوق السيادي .
  - غياب الإمكانيات الاستثمارية المختلفة القائمة على دراسات محكمة وفقا لمختلف الأسواق العالمية .

### المطلب الثالث : إدارة احتياطات الذهب ببنك الجزائر.

لقد أدت حتمية العلاقة الارتباطية بين نمو احتياطات الذهب وتطورها مقارنة بحجم الأصول المالية الأجنبية إلى ظهور ما يعرف بالأمن الاقتصادي وارتباطه بفاعلية إدارة الاحتياطات الأجنبية ، مع قدرته على جذب الودائع الادخارية مقارنة بباقي الأصول الأجنبية ، جراء ميزته الاقتصادية ولقد وجهت السلطات النقدية الجزائرية عبر الزمن جزء من الموارد الأجنبية المتأتية من الريع البترولي إلى

اقتناء حصص من الذهب الدولي لتعزيز احتياطياتها الدولية والذي سيتم تناوله من خلال :

**أولا-احتياطيات الذهب الجزائري:** وجهت السلطات النقدية الجزائرية عقب الاستقلال جزء من الموارد الأجنبية لاقتناء حصص من الذهب الدولي والمقدرة بأكثر من 50 طن<sup>1</sup> , والذي استعمل أساسا خلال الثمانينات لضمان تغطية الديون الخارجية والوصول إلى الأسواق المالية الدولية ، ولقد عرف الاحتياطي الذهبي الجزائري استقرار منذ سنة 2000 ، حيث تمتلك الجزائر وفقا لإحصائيات مجلس الذهب العالمي حوالي 173.65 طن من الذهب<sup>2</sup> وفقا للشكل البياني رقم (3-5) أي ما يعادل 1.5 مليار دولار في سنة 2000 ، ليرتفع إلى 6.7 مليار دولار أواخر سنة 2014 بفضل الأسعار العالمية للذهب في البورصات الدولية ، حيث فاق المتوسط السنوي 1.266.4 دولار للأونصة، أواخر سنة 2014 ، على غرار التقارير الرسمية للسلطات النقدية الجزائرية والتي تبين ثبات قيمته منذ سنة 2000 .

جراء اعتبار السعر التاريخي أساس التقييم لدي بنك الجزائر باعتبار أن الذهب في نظر السلطات النقدية الجزائرية صمام أمان ضد الصدمات والأزمات الاقتصادية ، وقد قدرت السلطات النقدية قيمة الذهب سنة 2014 في حدود 1.14311248.06 دج<sup>3</sup> بسبب تذبذب أسعار هذا المعدن الثمين في الأسواق العالمية<sup>4</sup> ، كما أن التقارير الدورية التي يصدرها بنك الجزائر في التصريح بمكتسباته من الاحتياطيات الأجنبية لا تتضمن على التقديرات من الذهب ، والذي يجعله بعيد عن المعايير الدولية للشفافية في تسيير الاحتياطيات الأجنبية .

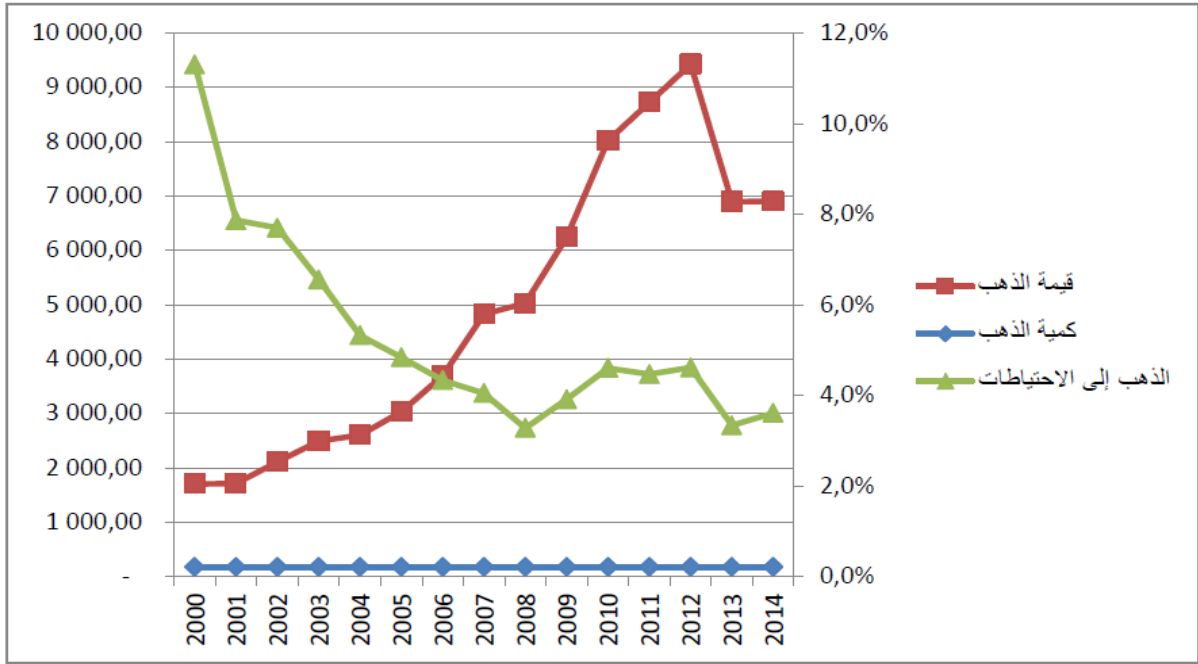
**الشكل رقم (5-8) بيانات احتياطيات الذهب لبنك الجزائر**  
الوحدة ( طن ) المبلغ مليون دولار

1 - محمد الصغير مصطفي 1962-1984.

2-GRAMMES= 0.032151 troy ounces; tones= 32.150.7466 troy ounces.

3 - بنك الجزائر , النشرة الإحصائية الثلاثية , ديسمبر 2014 ص7.

4 - في تصريح لمحافظ بنك الجزائر لكصاسي على هامش اجتماع محافظي البنوك المركزية الإفريقية سنة 2010 "ان احتياطي الجزائر من الذهب ليس معيارا لتقدير مقاومة الاقتصاد أمام الصدمات الخارجية بسبب تذبذب أسعار هذا المعدن الثمين في الأسواق العالمية " .



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على THE WORLD GOLD COUNCIL GLOBAL OFFICIAL GOLD RESERVE DATA [http ; // W WW .GOLD.ORG/ RESERVE – ASSET-MANAGEMENT/STATISTICS](http://WWW.GOLD.ORG/RESERVE-ASSET-MANAGEMENT/STATISTICS)

ووفقا لإحكام المادة رقم 38 من الأمر 11-03 المتعلق بالنقد والقرض<sup>1</sup> والتي تنص "على ضرورة مقابلة النقد المتداول لدى بنك الجزائر من ودائع تحت الطلب غطاء مكون بصفة دائمة من مجموعة من الموجودات من بينها السبائك الذهبية والنقود الذهبية"، كما أن احتياطات الذهب التي يتوفر عليها بنك الجزائر تعتبر ملك للدولة، ويمكن لبنك الجزائر القيام بكافة العمليات على الذهب لاسيما بالشراء والبيع أو الإقراض أو الرهن وذلك نقدا ولأجل<sup>2</sup>، ويعمل مجلس النقد على تحديد مقاييس وشروط عمليات البنك لمركزي الخاصة بالمعادن الثمينة<sup>3</sup>، والتي وجب على بنك الجزائر من خلالها إدارة الموجودات من الذهب وضمان توافر السيولة اللازمة لمواجهة التزامات البنك مع المحافظة على القيمة الرأسمالية لتلك الموجودات وتحقيق العائد المناسب .

### ثانيا - صيغ استثمار احتياطات الذهب الجزائري :

تعتبر صيغ استثمار احتياطات الذهب لدى السلطات النقدية الجزائرية من بين المجالات المهمة في الحفاظ على المكاسب الاقتصادية للجزائر ، جراء عدم خضوعها للمعايير الاقتصادية الدولية سواء من حيث إدارتها أو استخدامها زعم الخسائر المالية المعتبرة التي تكبدها الاقتصاد الجزائري من حيث إهمال تسيير ومتابعة دورها كجزء من

1- الأمر 11-03 المتعلق بالنقد و القرض ,مرجع سابق ص6.  
2 - الأمر 11-03 المتعلق بالنقد و القرض ,مرجع سابق ص7.  
3 - الأمر 11-03 المتعلق بالنقد و القرض ,مرجع سابق ص8.

الاحتياطات الأجنبية ، كما أن توظيفها في الساحة الدولية لا بد وان يقوم على مجموعة من الشروط والاعتبارات الاستثمارية الدولية والتي يمكن إيجازها في النقاط التالية :

أ- تقوم عمليات توظيف موجودات بنك الجزائر من الذهب من خلال العمل على تقليل مخاطر الاستثمار ، والمتمثلة أساسا في عدم قدرة البنوك الأجنبية على الوفاء بالالتزامات عند الاستحقاق<sup>1</sup> بغرض توظيف الموجودات الذهبية والتي قد تكون من بينها ودائع الذهب ، ولهذا يتطلب من بنك الجزائر إيجاد إطار سليم يتم الاستناد إليه عند تحديد مستوى الجدارة الائتمانية لبنوك السبائك<sup>2</sup> أو المتعامل معها وفقا لإستراتيجية اقتصادية قائمة على الحيطة والحذر ، حيث يتم دراسة المركز المالي للبنوك المؤهلة ودرجات التقييم الممنوحة لها من طرف وكالات التصنيف العالمية، و في هذا الإطار وجب على بنك الجزائر العمل على تصنيف البنوك الأجنبية المؤهلة للتعامل معها إلى فئات وفقا للجدارة الائتمانية المتحصل عليها مختلف البنوك الأجنبية مع الحدود القصوى للموجودات الممكن توظيفها معها، ووفقا لشرط التعامل إلا مع البنوك المصنفة في AAA

ب- كما يتم الاستناد إلى العائد من استثمار الذهب ، وتجدر الإشارة فإن ودائع الذهب ترتبط معها في بعض الحالات عملية نقل فعلي للسبائك الذهبية من موضعها الحالي إلى موقع البنوك المستثمر فيها ، وعليه يتم تحميل مصاريف وأخطار الشحن للسبائك الذهبية المنقولة وهو ينعكس على مستوى صافي العائد العائد الصافي = معدل إيجار الذهب – تكاليف الشحن و التأمين .

ج- كما تفرض العمليات التجارية الخاصة باستثمار الذهب إلى تأمين موارد سائلة كفيلة باستخدامها أثناء العمليات المالية المختلفة .

## خلاصة الفصل:

لقد ساهمة مستويات احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر إلى الحد من آثار الأزمة الاقتصادية العالمية لسنة 2009 جراء الانخفاض المفرط لأسعار المحروقات لاسيما خلال السنوات 2009, 2010 ، ولقد واصل بنك الجزائر في توظيف هذه المستويات الضخمة من الاحتياطات الأجنبية في أصول عديمة المخاطرة و المنخفضة العائد وفي بعض الأحيان منعدمة العائد، مما يحمل بنك الجزائر تكاليف ضخمة ترتبط بتكلفة التعقيم

1 - تسمى بنوك السبائك ومن أهمها نجد HSBC BANK USA NA ;Goldman Sachs international ;Barclays Bank Plc

وتكلفة الفرصة البديلة ، ومن أجل تخفيف حدة الانعكاسات السلبية للتكاليف الاستثمارية ، فقد لجأت السلطات النقدية إلى انتهاج صيغ التسديد المسبق للديون الأجنبية للسنوات 2004.2005.2006 مما سمح بتسيير كفاء للاحتياطات الأجنبية ، وكذلك توظيف جزء من هذه الموارد الأجنبية في شكل سندات خاصة بصندوق النقد الدولي المتميزة بالأمان و السيولة والعائد المقبول مقارنة بالأدوات الأخرى ، كما أن قرار رفض بنك الجزائر لإنشاء صندوق سيادي والقائمة أساسا على النظرات السلبية مع الحسابات السياسية الضيقة كان لها الأثر المباشر على تحمل الاقتصاد الجزائري تبعات تآكل قيم الموارد الأجنبية الجزائرية في الأسواق الدولية ، مع تضييع مختلف الإمكانيات الاستثمارية الدولية .

الخاتمة العامة

## خاتمة عامة :

تعتبر احتياطات الصرف الأجنبي من أهم مؤشرات الأمان الاقتصادي الدولي ، كونها تلعب دورا جوهريا في حماية الاقتصاد الوطني من الأزمات والصدمات الاقتصادية الغير متوقعة لاسيما أثناء العجز الطارئ في ميزان المدفوعات أو حدوث الانكشاف المالي العالمي ، وقد سجلت العديد من الاقتصاديات العالمية لاسيما البترولية منها طفرة في رصيد مواردها الأجنبية جراء تحسن أسعاره في الأسواق العالمية ، رغم التناقضات الكبير التي تضمنتها كلا من النظرية الوقائية والنظرية التجارية في منافع حيازة الاحتياطات الأجنبية مع التكاليف الناجمة عن تعطيل هذه الموارد الأجنبية .

كما أن السلبيات التي عرفتها عمليات تسيير احتياطات الذهب من طرف السلطات النقدية الجزائرية وما انجر عنها من انعكاسات مالية على أسعار الذهب الغير محين أسعاره وفقا للأسواق العالمية

ولقد بينت التجارب الاقتصادية أن تكوين احتياطات الصرف الأجنبي وفقا للمعطيات الاقتصادية لكل بلد أساس الأمن الاقتصادي ، غير أن المبالغة فيه كفيل بتضييع امتيازات اقتصادية ومالية يمكن استغلالها في تطوير البني التحتية للدول ، ولقد تجلّى من خلال الدراسة بعض الجوانب السلبية للنظام المالي الجزائري من جانبه التشريعي أو التنظيمي ضمن مسيرة الإصلاحات التي عرفها والتي لازمت تطوره ونموه ، فمن ناحية دوره في إغفال الاستفادة من استثمار الاحتياطات الأجنبية المتأتية من الربيع البترولي ، ناهيك عن تكديس موارد مالية بالذهب دون الاستفادة من أسعارها على الساحة الدولية و انطلاقا من اتساع النشاط الاقتصادي اتساعا ملحوظا ، كما أن تسخير الاحتياطات الأجنبية في تمويل التنمية الاقتصادية جاء على العموم محدثا لضغوط تضخمية صاحبة الاقتصاد الجزائري ، و اتسم بالمحدودية والتي ترجع إلى عدد من العوامل التي ترتبط بنوع السياسات الائتمانية المنتهجة ، وقد أدى نقص الخبرة الجزائرية في مجال تكوين الصناديق السيادية مع عدم القدرة على مواكبة المتغيرات البيئية والاقتصادية بما يتماشى والإستراتيجيات العامة للدولة .

وقد جاءت دراسة اثر احتياطي الصرف الأجنبي على الاقتصاديات النامية - دراسة حالة الجزائر - وذلك من خلال الإجابة على العديد من الإشكالات والوقوف على حقيقة الفرضيات .

**اختبار الفرضيات:** قادتنا هذه الدراسة إلى استخلاص النتائج التالية بخصوص الفرضيات المطروحة

**فبالنسبة للفرضية الأولى:** والتي مفادها أن احتياطات الصرف الأجنبي صمام أمان ضد الصدمات الخارجية ، وعاملا مهما للتحكم في أسعار الصرف . وانطلاقا من خصوصية الاحتياطات الأجنبية مع طبيعتها الاقتصادية فإننا نؤكد على صحة هذه الفرضية من خلال ما تم إثباته من خلال الفصل الرابع، حيث تبرز احتياطات الصرف الأجنبي على أنها أصول مالية سائلة وبعملات قابلة للتحويل يمتلكها ويسيرها البنك المركزي ، وهي بمثابة تأمين وضمنان للدولة من الصدمات الخارجية ووسيلة التحكم في أسعار الصرف .

### الفرضية الثانية:

– تقاس فاعلية إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بمدى قدرت الاقتصاد المحلي على استخدامها في الظروف الطارئة ومدى قدرته على تخصيصها وفق أفضل الصيغ الممكنة .

إن هذه الفرضية صحيحة إلى حد بعيد و هذا بالنظر إلى أن فاعلية إدارة واستخدام الاحتياطات الأجنبية تقوم على مستوي التنظيم الاقتصادي الملائم ، الذي يضبط الاداءات وفق قانون السوق ، وعلى المحيط البيئي المناسب ، وهذا ما يعزز حرية واستقلالية الصناديق السيادية ، ويكفل أداء مهنيًا عاليًا ، من خلال استغلال أفضل الطرق والأساليب المتاحة مع فعالية الأدوات المسخرة لإدارة الاحتياطات الأجنبية و توظيفها للتقنيات الكفيلة بتخصيص أفضل للاحتياطات الأجنبية المتاحة وفق أفضل الصيغ الممكنة .

### الفرضية الثالثة:

- يتحدد المستوي الأمثل من الاحتياطات الأجنبية حسب خصوصيات الاقتصاد لكل بلد

إن هذه الفرضية صحيحة وذلك بالنظر إلى واقع الاحتياجات الاقتصادية الجزائرية من خلال تحليل نتائج مؤشرات كلا من هيكل عملات المدفوعات الخارجية وكذا مؤشرات الدين الخارجي، والتي بينت أن الإصلاحات النقدية التي مست قانون النقد والقرض ، والتي ركزت أساسا على الأطر والعلاقات الوظيفية التي تحكم مكونات الهيكل المالي الجزائري وطرق وآليات الرقابة عليه، دون تفعيل سياسات تحقيق العائد أو تكييف إستراتيجيات السيولة مع العائد ، بما يتوافق والمعطيات الاقتصادية الجزائرية والتي انعكست سلبا على الاحتياطات الأجنبية الجزائرية المبالغ فيها .

### الفرضية الرابعة:

- تستند جل الاقتصاديات على توظيف احتياطياتها الأجنبية لتفادي تقلبات سعر الصرف.

هذه الفرضية صحيحة من خلال المعطيات التي أوردناها في الفصل الخامس، والخاص بتحليل الاستراتيجيات الاقتصادية الجزائرية المستهدفة، وإبراز دورها في عملية تكوين رأس المال وخلق الائتمان، حيث تصبح الأموال القابلة للإقراض عبارة عن قوة شرائية جديدة تنعكس على وسائل الإنتاج كأساس لعملية النمو الاقتصادي، من خلال تنويع الاحتياطيات الأجنبية لتغطية الفوارق الاستثمارية في حالات تقلبات الأسواق المالية العالمية والتنمية الاقتصادية، وهذا يعني أن النظام المصرفي عامل دافع للتنمية الاقتصادية، وبذلك عمدت الجزائر إلى تنويع احتياطياتها الأجنبية لحماية مواردها الاقتصادية، وتؤكد على دورها الريادي كوسيلة اقتصادية، من خلال ضبط العمل على كبح أسعار صرف الدينار الجزائري لتفادي الضغوط التضخمية وضمان الاستقرار الاقتصادي.

### الفرضية الخامسة:

- تشمل مخاطر الاحتياطيات الأجنبية على مخاطر الائتمان والسيولة مع المخاطر التشغيلية

هذه الفرضية صحيحة وذلك من خلال الدور المحوري لإدارة واستخدام الاحتياطيات الأجنبية، والتي تقوم في أساسها على كلا من مبدأ الأمان والسيولة مع العائد، وتتمثل مخاطر الاحتياطيات الأجنبية في كلا من المخاطر المالية التي تشتمل على كلا من مخاطر الإقراض ومخاطر السيولة مع خطر السوق، بالإضافة إلى المخاطر التشغيلية، وتعد المحفظة المرجعية أداة مهمة في إدارة مخاطر الاحتياطيات الأجنبية الجزائرية، وقد لجأت الجزائر إلى توظيف احتياطياتها في أصول عديمة المخاطرة مما يفوت عليها عائدات مالية هامة بالعملات الأجنبية.

### نتائج الدراسة:

توصل الطالب من خلال الدراسة والتحليل إلى عدة نتائج أهمها :

1- من خلال ما سبق يمكننا استخلاص أهم النتائج المتوصل إليها :

-إن التغيرات في عناصر ميزان المدفوعات هي المصدر الأساسي لتراكم احتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر، وخاصة الحساب الجاري القائم أساسا على الصادرات النفطية، مع ضرورة اتخاذ السلطات النقدية الجزائرية كافة السبل لتنويع الموارد الأجنبية خارج قطاع المحروقات من خلال العمل على تنويع الاقتصاد وضمان المنافسة، وجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية.

- تعتبر احتياطات الصرف الأجنبي أصول مالية أجنبية سائلة قابلة للتحويل وتحت سلطة البنك المركزي ، تستخدم لحماية الاقتصاديات من الآثار الاجتماعية الغير مرغوب فيها ووسيلة إدارة أسعار الصرف والتنويع الاقتصادي .

- تتكون احتياطات الصرف الأجنبي من الذهب النقدي وحقوق السحب الخاصة ، مع الاحتياطات الأجنبية من العملات الدولية المشكل الأساسي بين الاحتياطات الأجنبية .

- تتكون الاحتياطات الأجنبية من خمس أهم عملات قيادية في العالم : الدولار الأمريكي، اليورو لأوروبي، الين الياباني، الجنيه الإسترليني، الفرنك السويسري، بالإضافة إلى العملات الغير التقليدية التي تتمثل في الدولار الكندي والدولار الاسترالي.

- تعتبر عملية إدارة الاحتياطات الأجنبية من بين الوظائف الأساسية للبنوك المركزية والتي تسعى إلى معرفة مدى كفاية احتياطاتها وتوظيفها وإدارة المخاطر المرتبطة بها.

- هناك عدة مؤشرات لقياس كفاية الاحتياطات الأجنبية ، إلا أن الأكثر استعمالا في المجال الاقتصادي هي المؤشرات التقليدية لبساطتها، كما تتمثل تكاليف حيازة الاحتياطات الأجنبية في كلا من تكاليف الفرصة البديلة وتكاليف التعقيم .

- عموما تتمثل أهداف إدارة الاحتياطات في ثلاثة مبادئ أساسية هي الأمان، السيولة، العائد على مستوى كل البنوك المركزية، وتشتمل أدوات توظيف الأوراق المالية أساسا في السندات الحكومية واذونات الخزينة وأوراق الوكالات بالإضافة إلى الودائع المتمثلة في ودائع البنوك التجارية الدولية والبنوك لمركزية العالمية.

- يتم تحديد هيكل عملات الاحتياطات اعتمادا على هيكل عملات المدفوعات الخارجية المتمثلة في الدين الخارجي والوردات وكذلك دافع العائد والمخاطر.

- تتمثل مخاطر الاحتياطات في المخاطر المالية التي تشمل مخاطر القرض ومخاطر السيولة وخطر السوق بالإضافة إلى المخاطر التشغيلية وتعد المحفظة المرجعية أداة مهمة في إدارة مخاطر الاحتياطات .
- تعتبر عملية تجزئة الاحتياطات الأجنبية إلى محافظ إدارة مهمة في تسير الاحتياطات الأجنبية وتعظيم العائد عليها ، كما أن عمليات الدفع المسبق للدين الخارجي كانت الأداة المثلى لتخفيض تكاليف حيازة احتياطات فائضة في الاقتصاد الجزائري .
- تعتبر شركات إدارة الاحتياطات الأجنبية ضمن صناديق الثروة السيادية لتنوع الإطار التشريعي لإدارة الاحتياطات وتعظيما للعائد وتخفيضا للتكاليف ومن أهم التجارب في هذا الصدد كلا من تجارب دول الهند الصين البرازيل ، وكوريا الجنوبية .
- تمثل عائدات المحرقات أهم مصدر تراكم احتياطات الصرف الأجنبي في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 2005-2016 والتي تدار من طرف البنك المركزي .
- يتم تعقيم احتياطات الصرف الأجنبي في الاقتصاد الجزائري من خلال حسابات الخزينة لدى بنك الجزائر وبالاعتماد على صندوق ضبط الإيرادات والودائع المغلة للفائدة واسترجاع السيولة .
- تعتبر مديرية إدارة العلاقات المالية الخارجية في البنك المركزي الجزائري أساس إدارة الاحتياطات الدولية من العملات الأجنبية مع الذهب وفق توجيهات مجلس النقد والقرض .
- تتمثل أهداف إدارة احتياطات بنك الجزائر في الأمان والسيولة والعائد ويتم توظيف الاحتياطات في أكثر من 98% في الأوراق المالية مع ودائع لدى البنوك المركزية .

- لجأت السلطات النقدية الجزائرية إلى توظيف احتياطاتها في أصول مالية عديمة المخاطرة ، مع تحقيق فوائد متدنية مضمونة .
- إن التسديد المسبق للدين الخارجي الجزائري اتسم باستغلال كفاء احتياطات الصرف الأجنبي نظرا للفروق السلبية بين عائدا لاحتياطي والفائدة على الدين.
- لجأت السلطات النقدية الجزائرية إلى توظيف احتياطاتها في سندات صندوق النقد الدولي لارتباطها بحقوق السحب الخاصة ، واستنادها إلى كلا من عامل السيولة والأمان مع العائد .
- عمدت السلطات النقدية الجزائرية إلى متابعة المخاطر من خلال مديرية إدارة الخطر والأداء.
- أغفلت السلطات النقدية الجزائرية توظيف احتياطات الذهب ، وتحمل مصاريف التخزين مع التأمين ، والذي يتنافى وأسس إدارة الاحتياطات الأجنبية الدولية .
- إن الفائض من الاحتياطات يمكن تحويله من بنك الجزائر إلى صندوق ثروة سيادي لتعظيم العوائد والخروج تدريجيا من التبعية لقطاع النفط من خلال تحويل صندوق ضبط الإيرادات إلى صندوق ادخار وطني أو من خلال إنشاء ذراع استثمار خارجية للصندوق الوطني للاستثمار أو من خلال إنشاء صناديق استثمار سيادية مشتركة .
- تتمثل متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي في تحديد المستوى الكافي الواجب الاحتفاظ به وتوظيف ذلك في أدوات تراعي مبدأ السيولة والأمان مع العائد ، والفائض يتم استثماره في أدوات استثمارية تولى أهمية للعائد، مع إدارة مختلف المخاطر المالية التشغيلية التي تتعرض لها هذه الاستثمارات.

#### -توصيات البحث:

إن الإطار العام الذي عرضته نتائج الدراسة تشير إلى أنه من الممكن تطويرها ومعالجة الخلل فيها من خلال عدة اتجاهات ، كقيلة بضمان تفعيل سياسات إدارة

الاحتياطات الأجنبية وفق محيطها الاقتصادي ورغم صعوبة إعطاء تصور شامل للتطورات التي تمس الاقتصاد الجزائري من خلال سياسات الإصلاح المالي ، وهذا من منطلق تجاوز النظام المصرفي لوظائفه التقليدية سواء على صعيد التنظيم أو شكل الأدوات والسياسات المحددة لنشاطه ، والتي من شأنها زيادة إدارة واستخدام الاحتياطات الأجنبية الجزائرية وذلك من خلال :

### 1- تدعيم العلاقات المالية بين الدول الحائزة على الصناديق السيادية :

من خلال تعزيز علاقات التعاون بين الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية وإقامة صندوق سيادي مشترك لتبادل الخبرات وزيادة الفرص التمويلية في مجال الصناديق السيادية .

### 2- التقيد بمعايير الشفافية الدولية في إدارة الاحتياطات الأجنبية :

وذلك من خلال إضفاء مزيد من الشفافية والإفصاح عن النشاطات الاستثمارية لبنك الجزائر، من خلال نشر تقرير إدارة ومتابعة الاحتياطات الأجنبية .

### 3- توسيع المجالات الاستثمارية وفقا للأسواق العالمية :

وذلك من خلال البحث عن فرص استثمارية جديدة، وتوسيع مجالات الاستثمار في الأصول المالية كالأسهم، وتنويع عملات المحفظة الاستثمارية لتشمل الاستثمار في المحافظ الغير تقليدية كالدولار الكندي والدولار الاسترالي.

### 4- تعزيز أنظمة إدارة المخاطر المالية:

من خلال تزويد بنك الجزائر بأنظمة إدارة المخاطر المالية و تحسين أداء وفعالية قسم إدارتها مع العمل على تقليل المخاطر المصاحبة لها.

### 5- العمل على تنويع الاقتصاد الجزائري :

من خلال تعزيز الاستثمارات في البني التحتية من اجل الخروج من التبعية لقطاع المحروقات ، والعمل على تحسين مناخ الأعمال في الجزائر لتحسين وضعية ميزان المدفوعات في ظل انخفاض أسعار المحروقات.

### 6- تنويع الاستثمار في مجال السندات الحكومية :

من خلال إنشاء سندات بنك الجزائر لتعقيم احتياطات الصرف الأجنبي لما لها من ميزات على أدوات التعقيم الأخرى .

7 - تكوين الإطار وتكوينها من المعارف الخاصة بالصناديق السيادية : وذلك من خلال تكوين إطار مديرية العلاقات المالية الخارجية في مجال استراتيجيات إدارة المحافظ والصناديق السيادية ، والاستفادة من الخبرات المحلية والمقيمة في الخارج

### آفاق البحث:

من خلال دراسة أثر احتياطي الصرف الأجنبي على الاقتصاديات النامية - دراسة حالة الجزائر - ، والتعرف على قدرة الاقتصاد الجزائري في إدارة الاحتياطات الأجنبية وتخصيصها وفق أفضل الصيغ الممكنة ، وبعد استخلاصنا للنتائج المذكورة ، يرى الطالب ضرورة التطرق لبعض النقاط كأساس لبحوث لاحقة ، ولهذا فإنه يقترح دراسات مستقبلية لاستكمال نتائج الدراسة الحالية والتي تتمثل في :

- تحديات إنشاء صندوق ثروة سيادي جزائري.
- قياس كفاية الاحتياطات بالبنوك المركزية دراسة قياسية.
- شفافية إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية.
- تسيير احتياطات الذهب بالبنوك المركزية دراسة تجارب دولية .

" تمت بحمد الله "

# المراجع

## المراجع : العربية : الكتب :

- 1- رمزي زكي، الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري، دار المستقبل العربي، القاهرة، 2006 .
- 2- هشام حيدر، السيولة النقدية الدولية والبلدان النامية، الأهلية للنشر والتوزيع، لبنان، 1977 .
- 4- حكمت الشاشبي، استثمار الأرصدة وتطوير الأسواق المالية، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، بيروت، 1980.
- 8- مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة، 1999 .
- 9- إدارة العملات الأجنبية، الروزانا للطباعة، 2005 إسماعيل إبراهيم
- 10- أمل عطاء زكي عبد الكريم، دور الاحتياطي الدولي بالبنك المركزي المصري، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2004 .
- 11- هيثم عجم، التمويل الدولي، دار زهران، الأردن، 2006.
- 12- توماس ماير وآخرون، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة السيد احمد عبد الخالق، دار المريخ، 1997.
- 13- محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996 .
- 14- حرب العملات والنظام النقدي الدولي"، مجلة الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العدد 2، 2011 .
- 15- د.حمزة محمد الزبيدي، إدارة المعارف – إستراتيجية تعبئة المدخرات وتقديم الائتمان، مؤسسة الوراق- عمان - 2000 .
- 16- بسام الحجار، "الاقتصاد النقدي والمصرفي"، دار المنهل اللبناني للنشر والتوزيع، لبنان، 2006.
- 17- عبد الرحمان يسري أحمد، "اقتصاديات النقود والبنوك"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2003 .
- 18- عبد المجيد قدي، "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييمية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- 19- هيكمل عجمي الجنابي ورمزي ياسين يسع أرسلان، " النقود والمصارف والنظرية النقدية"، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009 .
- 20- سوزي عادل ناشد، الاقتصاد السياسي، النظريات الاقتصادية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2008 .
- 21- فليح حسين خلف، السوق المالية والنقدية، عالم الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان الأردن، 2006 .
- 22- بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006 .
- 23- رمزي زكي، الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري، دار الكتب المصرية، 1994.
- 24- محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996،
- 25- هزاع مفلح، التمويل الدولي، منشورات جامعية حلب، سوريا، 2007 .
- 26- هشام حيدر، السيولة النقدية الدولية والبلدان النامية، الأهلية للنشر والتوزيع، لبنان، 1977
- 27- رسمية أحمد أبو موسى: الأسواق المالية والنقدية دار النشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2005 .
- 28- طارق عبد العالي حماد، التحليل الفني الأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006 .
- 29- ضياء مجيد موسوي، الاقتصاد النقدي، دار الفكر، الجزائر، 1993.
- 30- يسري محمد أبو العلا، تحديد مفهوم استيعاب الاستثمارات المالية العربية، دار الفكر الجامعي، 2008.
- 31- احمد الشاشبي، استثمار الأرصدة العربية، الكويت، 1978 .
- 32- وسام الملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، دار المنهل لبنان، 2001، .
- 33- مورد خاكريتاني، ترجمة إبراهيم منصور، الاقتصاد الدولي مدخل للسياسات، دار المريخ السعودية، 2007.
- 34- دي كوك، ترجمة عبد الواحد المخزومي، الصيرفة المركزية، دار الطليعة بيروت، 1987 .

## قائمة الرسائل:

- 1-محمدي طيب محمد"إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر" مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الشلف، 2007 .
- 2- أمل عطاء عبد الكريم، دور الاحتياطي الدولي بالبنك المركزي المصري، رسالة ماجستير، جامعة عين الشمس، 1997.
- 3- بوفليح نبيل، آثار برامج التنمية الاقتصادية على الموازنات العامة في الدول النامية دراسة حالة برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي "2001-2004" المطبق في الجزائر، رسالة ماجستير تخصص نقود ومالية، جامعة الشلف، 2004.
- 4- علة محمد، أثر الدولار على الاقتصاد الجزائري، مذكرة ماجستير. تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر. 2003.

- 5- قبايرية آمال، الوحدة النقدية الأوروبية الإشكاليات والآثار على المديونية الخارجية لدول الجنوب، رسالة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.
- 6- ماجدة مدوخ، "فعالية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في ظل الإصلاحات الراهنة: دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير غير منشورة، تخصص نقود وتمويل، العلوم الاقتصادية، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2002-2003.

## أوراق العمل

- 1- د احمد شفيق الشادلي "طرق تكوين وإدارة الاحتياطات الأجنبية - تجارب بعض الدول العربية والأجنبية" مجلة صندوق النقد العربي ، العدد 45 ، 2014 .
- 2- زايري بلقاسم، إدارة احتياطي الصرف وتمويل التنمية في الجزائر، بحوث اقتصادية عربية، العدد 41، 2008.
- 3- روبا دوتاغوبتا، التحرك نحو مرونة اسعار الصرف، كیفومتی وبای سرعة، قضايا اقتصادية، صندوق النقد الدولي، 2006 .
- 4- مايكل بورو : المنظور التاريخي لاختيار نظام سعر الصرف، مداخلة علمية في إطار "نظم سياسات سعر الصرف"، معهد السياسات الاقتصادية صندوق النقد العربي بالتنسيق مع صندوق النقد الدولي، أبو ظبي 16-17 ديسمبر 2002.
- 5- اسوارس براساد "الخطوات القادمة أمام الصين" مجلة التمويل والتنمية، سبتمبر 2011، المجلد 42، العدد 3.
- 6- بنجامين كوهين "مستقبل عملات الاحتياطي"، مجلة التمويل والتنمية، العدد 29، 2009.
- 7- محمد بن علي العقلا، محددات الاحتياطات الدولية في الدول العربية. مجلة آفاق جديدة. السنة العاشرة العدد 3 جويلية 1998.
- 8- مخلص الخالدي، الاحتياطات الدولية تخلصت من ملايير الدولارات ... وتحولت إلى الذهب، مقال منشور بجريدة الحياة اللندنية بتاريخ: 22. 4. 2007.
- 9- جورج تافلاس "الاستخدام الدولي للدولار الأمريكي والأورو" مجلة التمويل والتنمية، جوان 1998.
- 10 - بلقاسم زايري، "كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 07، جامعة الشلف، الجزائر، 2007 .
- 11- طاهر لطرش، "تقنيات البنوك: دراسة في طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع الإشارة إلى التجربة الجزائرية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الرابعة، الجزائر، 2005.
- 12- وليد عبيد، ميزان المدفوعات بوصفه أداة التحليل الاقتصادي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، البنك المركزي العراقي، بغداد، 2011 .
- 13- مروان عوض، دراسة تطبيقية و عملية في التعامل بالعملات الأجنبية و عمليات الاستثمار، مجلة صندوق النقد العربي، 2009 .
- 14- زايري بلقاسم، إدارة احتياطي الصرف وتمويل التنمية في الجزائر، بحوث اقتصادية عربية، العدد 41، 2008.
- 15- مظهر محمد صالح قاسم، السياسة النقدية للعراق بناء الاستقرار الاقتصادي الكلي والحفاظ عن نظام سليم، البنك المركزي العراقي بغداد نيسان 2012.
- 16- مروان عوض، دراسة تطبيقية و عملية في التعامل بالعملات الأجنبية و عمليات الاستثمار، صندوق النقد الدولي، 1988 .
- 17- كريم النشاشي وأخرون، الجزائر: تحقيق الاستقرار والتحول إلى اقتصاد السوق، دراسة خاصة 165، صندوق النقد الدولي، واشنطن، 1998.
- 18- صقر احمد صقر، عائدات النفط وبعض سياسات التنمية في العالم العربي مجلس التخطيط، الإدارة الاقتصادية، سلسلة الدراسات الإنمائية، الكويت، أبريل 1974 .
- 19- احمد عبد الرحيم، مدخل الطاقة الاستيعابية، مجلة النفط والتنمية، العدد 26 مارس 1983 .
- 20- محمد حلمي مراد، رؤوس الأموال العربية بين فرص الاستثمار والقدرة على الاستيعاب، أعمال مؤتمر الاقتصاديين العربي الخاص، بغداد 15/12 1975 .
- 21- أ.ي. كيسيتر، تحسين إطار الإبلاغ عن الاحتياطات الدولية، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، العدد 2، جويلية 2000 .
- 22- اسوار براساد، هل يسيطر اليوان، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، العدد 42، مارس 2013 .
- 23- جيليرمو كالفو وكارمن رينهارت، في تقريرهما المعنون "الخوف من التعويم"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، 2002 .
- 24- البنك المركزي العراقي، تقرير الاستقرار المالي، المديرية العامة للإحصاء والبحوث، قسم بحوث السوق المالية، 2013.
- 25 - احمد طلفاح، التدفقات المالية العالمية وإشكالاتها، المعهد العربي للتخطيط، 2011.
- زكريا الدوري، يسرى السامرائي، البنوك المركزية و السياسات النقدية، الطبعة العربية، دار اليازوري، 2006 .

## التقارير

- 1- المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي، صندوق النقد الدولي، 2001.
- 2- البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية العدد 27، افريل 2005.
- 3- إحصائيات منظمة التجارة العالمية، 2016 .
- 4- التقرير السنوي لبنك الجزائر حول، "التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر"، أكتوبر 2007.
- 5- نظرة عن السياسة النقدية في الجزائر، لجنة آفاق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، مشروع تقرير لدى المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، الدورة العامة العادية السادسة والعشرون، يوليو 2005 .
- 6- محمد لكسائي، "تطورات الوضعية النقدية والمالية في الجزائر" مداخلة محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني (أكتوبر 2001).
- جيليرمو كالفو وكارمن رينهارت (2002)، في تقريرهما المعنون "الخوف من التعويم".
- 7 - زايري بلقاسم "إدارة احتياطي الصرف وتمويل التنمية في الجزائر" بحوث اقتصادية عربية، العدد 41، شتاء 2008 .
- 8- ص-حفيظ "الجزائر تتفاوض على الدفع المسبق ل8 ملايين دولار من ديونها" جريد الخبر 4ماي 2006، الجزائر .
- 9- تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، الفصل الأول، افريل 2008 .
- 10- بنك الجزائر التقرير السنوي 2008، سبتمبر 2009 .

- 11 - صندوق النقد الدولي ، دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي ، الطبعة السادسة ، 2009 .
- 12- محمد لكصاصي، عرض التقرير السنوي التطورات الاقتصادية والنقدية في 2010 من طرف محافظ بنك الجزائر، في 25 أوت 2010 .
- 13- بنك الجزائر، التقرير السنوي 2009، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، جويلية 2010 .
- 14- بنك الجزائر، التقرير السنوي، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، 2011 .
- 15- صندوق النقد الدولي، نحو نمو متكافئ و متوازن التقرير السنوي، 2011 .
- 16- التقرير السنوي لبنك الجزائر، 2013 .
- 17 - بنك الجزائر، التقرير السنوي 2013، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، نوفمبر 2014 .
- 18- صندوق النقد الدولي، نحو نمو متكافئ و متوازن التقرير السنوي، 2014 .
- 19- بنك الجزائر، التقرير السنوي 2016، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، مارس 2017 .

## القوانين

- 1- القانون 90-10 ، المادة 93
- 2- القانون رقم 02-2000 المؤرخ في 27/07/2000 المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2000.
- 3- أمر رقم 03-11 مؤرخ 27 جمادى الثاني عام 1424 الموافق 26 غشت سنة 2003، المتعلق بالنقد والقرض.
- 4 - نظام رقم 07-01 المؤرخ في 3 فبراير 2007 المتعلق بالقواعد المطبقة على المعاملات الجارية مع الخارج والحسابات بالعملة الصعبة .
- 5 - الجريدة الرسمية الجزائرية قانون المالية 2009، العدد 44، 26 جويلية 2009 .
- 6 - الامر رقم 10-04 المؤرخ في 26 أوت 2010 المعدل والمتمم للأمر 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003، المتعلق بالنقد والقرض،
- 7 - الجريدة الرسمية الجزائرية قانون المالية التكميلي 2011، العدد 40، 20 جويلية 2011 .

## الأجنبية : الكتب

- 1-Baboin R. et Saby J-G, - La gestion du risque de taux d'intérêt , Ed. ESKA, 1991.
- 2-Berger pierre, " la monnaie et ses Mécanismes ", édition bouchéne, Alger 1993.
- 3-ohn nugee forgien exchange reserves management han books in central landing. centre for .2011central Bakin studios band of england no
- 4 -krugman currency and crisis.cambridge.UK.1997
- 5-Risk Management Central Banking Publications.UK . 2012.

## التقارير :

- 1 -ALGERIA.IMF COUNTRY REPORT NO 14/32 FEBRUARY 2014.
- 2 -ALGERIA :Selecte issues paper .OPTIMAL INTERNATIONAL RESERVES IN Alegria .imfcountry redort NO 12/22january 2012.
- 3-ANNUAL REPORT of the national Bank of the république of KAZAKHSTAN FOR THE YEAR 2012.2013.
- 4- ANNUAL REPORTSOVEREIGN WEALTH FUNDS MINISTRY OF FINANCE santiago.chile.2012.
- 5-china Investment Corporation.annual report 2011Beijing.china.july 2012.
- 6- china Investment Corporation.annual report 2008Beijing.china.
- 7- china Investment Corporation.annual report 2013Beijing.china.
- 8-CLUB DE PARIS.RAPPORT ANNUEL .France 2006.
- 9- CLUB DE PARIS.RAPPORT ANNUEL .France 2007.
- 10-fonds National d'Investissement.RAPPORT ANNUEL 2011.
- 11-Imf ANNUAL REPORT 1964.

- 12 -IMF-GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT Safe Assets Financial system Cornerstone April 2012.
- 13-IMF Global financial stability report2011.
- 14- International Monetary fund.Golbal Financial stabilité report\*S W F\* october2007.
- 15- Korea investment corporation .KIC 2007 Annual Report.
- 16- Korea investment corporation .KIC 2011 Annual Report.
- 17- Korea investment corporation .KIC 2013 Annual Report.
- 18- LA BANQUE D'ALGERIE EVOLUTION ECONOMIQUE ET MONETAIRE EN ALGERIE RAPPORT 2014 JUILLET 2015.
- 19- LA BANQUE D'ALGERIE TENDANCES FINANCIERES ET MONETAIRES AU PREMIER TRIMESTRE 2015 SOUS L'EFFET DU CHOC EXTERNE JUIN 2015.
- 20- O.N.S COLLECTIONS STATISTIQUES N°188/2014 SERIE E ECONOMIE N°79 EVOLUTION DES ECHANGES DE MARCHANDISES DE 2003 A 2013.
- 21- Peqin spécial report SOVEREIGN WEALTH FUNDS Peqin 's research center premium 2014.
- 22- rapport annule de la banque d'ALGERIE 2004.
- 23- report on management of foreign exchange reserves .réserve Bank of india.march2013.
- 24- where are they now ? GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT SEPTEMBER 2011.
- 25- Alegria IMF country report N°47.13/february 2013.
- 26- international reserves IMF annual report April 30.2014.

## أوراق العمل :

- 1-Aaron Brown Macro Financial linkages of the Stratégique asset allocation of Commodity Based Sovereign Walther fundus IMF warning palper januir 2010.
- 2- ABDULLAH AL -HASSAN ; souverain Walther fundus aspects of governance structures and investment management IMF Working palper 231 November 2013.
- 3-.Adam elhiraika and Léonce ndikumana reserves accumulation in african countries sources motivations and effets working palper UNECA and université of Massachusetts Amherst USA 2007.
- 4-.Aideenmorhan and Christian Mulder Survey of reserve managers lessons from the crisis IMF Working palper May 2013.
- 5 -Alexander pattier and shan K.ROACHE inflation hedging for long term investir IMF Working palper april 2009.
- 6 -Algeria 4S EXPERIENCE WITH THE MANAGING HYDROCARBON WEATTLTH régional económico outlooidle east and central central 2008 IMF.
- 7 -apron sanglante and jarumanee raengkhum a General Concept of Central Bank wide AND SDR DENOMINATED SECURITIES the fédéraliste débâte year xxiii nymbre 1 february 2010.
- 8 -ananas Banerj IMF Bilatéral Surveillance on Reserves IEO Background palper August 13.2012.
- 9 -ASSESSING RESERVE ADEQUACY-FURTHER CONSIDERATIONS IMF POLICY PAPER Novembre 13 2013.
- 10 -Atte IFSWF sotho annual Meeting in Doha Novembre 2014.
- 11 -Banco central do brasil International Reserves Management Report novembre 2013 volume 5.
- 12-Bandoir MOHAMED MEHDI la gestion des reserves de change DSEB Banque d'Algerie. Ecole supérieure de banque 2013.

- 13 -Basel III :international Framework for liquidité risk mesurent standards and monitoring Ban for international étalements décembre 2010.
- 14 -BlaclRock Asse Management In sérac of a new Official Investîmes paradigmes Rethinking Sauty Liquidité and Return j'ûne 2013.
- 15-CAIA level I WHAT IS AN ALTERNATIVE INVESTIMES an introduction to coré topikues in altérative investîmes wiley 2012.
- 16 -.Callum Hendersonandothers.RESERVE MANAGEMENT A NEW STRATEGIC FRAMEWORK global Research standard chartered bank.30April 2014.
- 17 -CENTRAL BANK OF CHILE MANAGEMENT OF FOREIGN EXCHANGE RESERVES AT THE CENTRAL BANK OF CHILE2012.MARCH2013.
- 18 -Département of the treasury FOREIGN PORTFOLIO HOLDINGS OF U.SSECURITIES april2014.p14.
- 19 -DJANE-AHMED naiman GESTION DES RESERVES DECHANGE.DSEB banque d'algerie.ecole supérieure de banque décembre 2014.
- 20 -HELLER ANDKNIGHT.RESERVE CURRENCY PREFERENCESOF CENTRAL BANKS.ESSAYS IN INTERNATIONAL FINANCE N°131DECEMBRE1978.
- 21 -hennie van running Barkovic Barkovic bratanovic.ANALYZING BANTING RIS.3rd edition.worldbank washington02009.
- 22 -IMF ANNUAL REPORT 2013 PROMOTING A MORE SECURE AND STALBLEGLOBAL ECONOMY
- 23 - IMF2013 appendis INTERNATIONAL RESERVES.
- 24 -IMF CURRENCY COMPOSITION OF OFFICIAL FOREIGN EXCHANGE RESERVES COFER 2014.
- 25 -IMF STAFF SURVEY OF MEMBERSHIP ON RESERVES 2013.
- 26 -IMF INTERNATIONAL RESERVES AND FORGIEN CURRENCY LIQUIDITE FOR A DATA TEMPLATE 2013.
- 27 -Michel Rochette LA GESTION DES RISQUES DU COMPTEUR FONDS DES CHANGES. REVUE DE LA BANQUE DU CANADA 2001-2002.
- 28 -Michael G Papaioannou PROCYCLICAL BEHAVIORISME OF INSTITUTIONNEL INVESTIR DRING THE RECENT FINANCIAL CRISIS CAUSES IMPACTS AND CHALLENGES.IMF working paper.septembre2013.
- 29 -Martin raidard THE ECONOMICO POLICE OF FORGIEN RESERVE ACCUMULATION NEW INTERNATIONAL EVIDENCE warning paper n-13 septembre 2006 banco central de la republia Argentina.
- 30 -Rama Cont CREDIT DEFAULT SWAPS AND FINANCIAL STABILITE Banque de France.financial stabilité rêviez N°14-Dérivatives-Financial innovation and stabilité july2010.
- 31 -RAREFACTION DES ACTIFS SANS RISQUE. ESTIMATIONS ET PERSPECTIVES TRESOR-ECO-N°117eptembre2013.
- 32 -Woochan Kim KOREA INVESTMENT CORPORATION : ITS ORIGINAND EVOLUTION.MPRA palper no44028.August2011.

## مواقع الأترنت:

1. Central Huijin Ltd.website.<http://www.huijin-inv.cn/wps/portal/!ut//2015/12/31>.
2. Central Huijin Ltd.website.<http://www.huijin-inv.cn/wps/portal/!ut//2015/12/31>.
- 3.[https://www.resbank.co.za/Markets/Foreign Reserves/Pages/default.aspx](https://www.resbank.co.za/Markets/Foreign%20Reserves/Pages/default.aspx).
4. The Russia-China Investment Fund <http://www.rcif.com>.



الملاحق

## الملحق:

الجدول رقم (1): توزيع الأصول الاحتياطية خلال الفترة من 1985 - 1990 مليار وحدة سحب خ

1990		1989		1988		1987		1986		1985		السنوات الأصول
%	مليار	%	مليار	%	مليار	%	مليار	%	مليار	%	مليار	
	44,1		46		48,4		51,7		54,8		56,9	أ - أصول خاصة بالصندوق
2,6	23,4	2,9	25,5	3,4	28,2	3,8	31,5	4,9	35,3	5,6	38,7	احتياطيات بالصندوق
2,3	20,7	2,3	20,5	2,4	20,2	2,4	20,2	2,7	19,5	2,6	18,2	حقوق السحب الخاصة
66,5	593,7	62	545	59,4	494,5	54,4	456,1	50,4	364,1	50,6	348,5	ب - عملات دولية
28,5	254,5	32,7	287,6	34,7	288,9	38,4	323,2	42,0	304,5	41,2	283,8	ج - قيمة الذهب حسب سوق لندن
100	892,3	100	878,6	100	831,8	100	831,0	100	723,4	100	689,0	الإجمالي ( أ + ب + ج )
-	129,5		127,5	-	120,7	-	120,5	-	105,0	-	100,0	نسبة التغير السنوية

المصدر: إعداد الباحث استنادا إلى التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي لعام 1999

الجدول رقم (2): مؤشرات اقتصادية تبين مدى ارتباط الاقتصاد الجزائري بقطاع المحروقات خلال الفترة (1996-2000).  
الوحدة: %

2000	1999	1998	1997	1996	القطاع
39.4	27.8	23	29.6	28.6	نسبة قطاع المحروقات من PIB
76.87	61.89	54.98	63.96	63	نسبة الجباية البترولية من إيرادات الموازنة العامة للدولة
97.27	96.62	96.36	95.34	95.44	نسبة صادرات المحروقات من إجمالي الصادرات

Source: IMF country report, Algeria statistical appendix, 2001-2000

الجدول رقم (3): تطور موارد واستخدامات صندوق ضبط الموارد خلال الفترة (2007-2000).

الوحدة: مليار دج.

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
الموارد:								
رصيد الصندوق في نهاية السنة السابقة	0	232.137	171.543	27.978	320.892	721.688	1842.686	2931.045
فائض قيمة الجباية البترولية*	453.237	192.864	26.504	448.914	623.499	1368.836	1798	327.279
تسيقات بنك الجزائر	0	0	0	0	0	0	0	0
الاستخدامات:								
تمويل عجز الخزينة العمومية	-	-	-	-	-	-	91.530	0
سداد أصل الدين العمومي	211.100	184.467	170.060	156.000	165.559	247.838	618.111	63.489
التسديد المسبق للمديونية الخارجية	0	0	0	0	57.144	0	0	0
رصيد الصندوق في 12/31	232.137	171.534	27.978	320.892	721.688	1824.686	2931.045	3194.835

Source : ministère des finances, rapport de Présentation du projet de la loi de finances pour 2008.

الجدول رقم (4): تطور رصيد الموازنة العامة للدولة خلال الفترة (2006-2000).  
الوحدة: مليار

د.ج.

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
الإيرادات العامة للدولة من دون فائض قيمة إيرادات الجباية البترولية	1152.87	1355.23	1576.79	1498.49	1591.70	1713.86	1828.9
النفقات العامة للدولة	1178.1	1321.0	1550.6	1691.4	1891.8	2052.0	2660.6
رصيد الموازنة العامة من دون فائض قيمة الجباية البترولية	-25.23	+34.23	+26.19	-192.91	-300.1	-338.14	-831.7

Source: - 2000-2005: imf country report; Algeria statistical appendix , 2001-2005 .

- 2006: ministère des finances, rapport de présentation du projet de la loi de finances pour 2

الجدول رقم (5): تغطية الاحتياطات الرسمية للدول العربية للواردات بالأشهر و الأيام خلال الفترة

الدولة	1985	1986	1987	1988	1989	1990
--------	------	------	------	------	------	------

1 - الدول النفطية بالأشهر :						
5,2	5,8	6,9	8,8	6,9	6,5	الإمارات
4,5	4,5	6,4	5,6	8,3	7,1	البحرين
1,0	1,2	1,6	3,0	2,5	3,8	الجزائر
6,5	10,5	12,5	14,9	12,9	14,7	السعودية
000	000	000	000	000	000	العراق
8,0	7,6	6,0	9,5	5,0	4,3	عمان
5,0	5,4	5,0	7,3	7,0	5,4	قطر
3,1	5,6	3,8	10,1	12,5	11,6	الكويت
9,2	8,0	9,0	13,0	16,1	12,3	ليبيا
2 - الدول غير النفطية بالأيام :						
118	90	16	64	73	63	الأردن
55	84	93	67	41	66	تونس
6	5	5	6	33	8	السودان
28	25	35	36	22	8	سوريا
000	16	26	7	13	3	الصومال
98	149	147	72	86	186	لبنان
83	55	44	61	32	32	مصر
118	35	45	38	22	12	المغرب
47	78	57	72	43	64	موريتانيا
88	77	69	139	165	102	اليمن

المصدر: الجدول من إعداد الطالب اعتمادا على :

Source: IMF Statistics Department COFER DATABASE.

### الجدول (6) : عمليات التسديد التي قامت بها الجزائر في إطار اتفاقيات الدفع المسبق للديون

عمليات التسديد التي قامت بها الجزائر في إطار اتفاقيات الدفع المسبق للديون		
القيمة	التاريخ	الدولة
1.6 مليار دولار	11 ماي 2006	فرنسا
20 مليون دولار	20 ماي 2006	البرتغال
45 مليون دولار	22 ماي 2006	هولندا
225 مليون دولار	27 ماي 2006	بلجيكا
54.3 مليون دولار	6 جوان 2006	الدانمارك
625 مليون دولار	15 جوان 2006	أمريكا
369 مليون دولار	21 جوان 2006	النمسا
690 مليون دولار	22 جوان 2006	اسبانيا

255 مليون دولار	24 جوان 2006	كندا
92 مليون دولار	26 جوان 2006	السويد
15.6 مليون دولار	27 جوان 2006	النرويج
11.8 مليون دولار	27 جوان 2006	فنلندا
202 مليون دولار	29 جوان 2006	بريطانيا
66 مليون دولار	15 جويلية 2006	سويسرا
445 مليون دولار	07 أوت 2006	اليابان
1.7 مليار دولار	10 أوت 2006	ايطاليا
387 مليون دولار	27 أوت 2006	ألمانيا

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مراجع متعدد