

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد خيضر بسكرة

قسم العلوم الاقتصادية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

اثر مستوى احتياطات الصرف على الاقتصاد الكلي
- دراسة حالة الجزائر -

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية
تخصص: نقود وتمويل.

تحت إشراف الدكتور:
بلعزوز بن علي

إعداد الطالب:
بوكرديد عبد القادر

لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة بسكرة	الدكتور: رحمانى موسى
مقررا	جامعة الشلف	الدكتور: بلعزوز بن علي
ممتحنا	جامعة بسكرة	الدكتور: مفتاح صالح
ممتحنا	جامعة الجزائر	الدكتور: فاضل عبد القادر

السنة الجامعية : 2008 / 2009

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

{ ذَلِكَ مَبْلُغُهُمْ مِنَ الْعِلْمِ إِنَّ رَبَّكَ هُوَ
أَعْلَمُ بِمَنْ ضَلَّ عَنْ سَبِيلِهِ وَهُوَ أَعْلَمُ بِمَنْ
اهْتَدَى }

النجم 30

صدق الله العظيم

Résumé :

ملخص :
شهد الاقتصاد العالمي في السنوات الأخيرة طفرة في صادرات السلع الأساسية و خاصة النفط ، و هو ما شكل فوائض ضخمة في الحساب الجاري للاقتصاديات المصدرة للسلع ، و تشكل إدارة هذا المستوى من الإيرادات بالعملة الصعبة تحديا بالنسبة للحكومات ، و لعل من ابرز آليات هذه الإدارة إنفاق جزء من هذه الفوائض محليا و استثمار جزء في الخارج و الباقي على شكل ادخارات في المصارف المركزية على شكل احتياطات صرف أجنبية . و مع زيادة حدة ارتفاع أسعار صادرات السلعية و ارتفاع فوائض الحساب الجاري ازدادت حدة تراكم احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية ، و على هذا الأساس جاءت الدراسة لتتناول الإطار النظري لفكرة تراكم احتياطات الصرف الأجنبي و من ثم اثر هذا المستوى المتراكم على أداء الاقتصاد الكلي و خاصة في الجزائر .
و قد تبين من خلال هذا البحث أن امتلاك المستوى الكافي من احتياطات الصرف الأجنبي مهم في التامين ضد الصدمات الخارجية كارتفاع أسعار الواردات و انخفاض أسعار الصادرات ، بالإضافة إلى إدارة تقلبات أسعار الصرف ، أي أن هدفها هو علاج الخلل المؤقت و الطارئ في ميزان المدفوعات و كذا مقاومة ضغوطات أسعار الصرف .
لكن الاحتفاظ بهذه الاحتياطات لا يخلوا من تكلفة ، أي تكلفة الفرصة البديلة لتلك الاحتياطات التي تتمثل في تسديد الدين الخارجي و التوظيف في أصول ذات عائد أعلى و الاستثمار المحلي بالإضافة إلى تكلفة التعقيم .

Résumé :

L'économie mondiale a connu ces dernières années, une forte augmentation des exportations de produits de bases et en particulier le pétrole, ce qui résulte avec un énorme excédent des comptes courants de l'économie des pays exportateurs de produits de base, la gestion des recettes en devises étrangères constitue un défi majeur pour les gouvernements, parmi les plus importants mécanismes de la gestion est la dépense locale d'une tranche, investir une autre tranche à l'étranger, et épargner la troisième tranche sous forme de réserves de changes. avec une augmentation des prix des exportations de produits et de la hausse des excédents courants, une augmenté de l'accumulation des réserves de change des banques centrales a été connue, et sur cette base notre étude vient d'étudier le cadre conceptuel de l'idée de l'accumulation des réserves de change et l'impact macro-économiques du niveau d'accumulation des ces réserves de changes, et en particulier en Algérie.

D'après notre étude on a constaté que l'acquisition d'un niveau adéquat de réserves de change a pour objet le motif d'assurer contres les chocs extérieurs tels que la hausse des prix à l'importation et la baisse des prix à l'exportation, en plus de la gestion des fluctuations des taux de change, c'est-à-dire l'objectif est de traiter le déficit temporaire de la balance des paiements, ainsi que résister aux pressions des taux de change.

Mais gardez les réserves pour ces précautions n'exclu jamais des couts économiques tels que le coût d'opportunité de ces précautions qui sont liés au paiement de la dette extérieure et le placement dans des actifs avec un revenu élevé, l'investissement intérieur, en plus du coût de la stérilisation.

Abstract :

The world economy has experienced in recent years, a surge in exports of primary commodities and especially oil , witch causes surpluses in the current account of the economies of commodity-exporting , The management of this receipts of hard currency make a challenge for governments , and perhaps one of the most prominent mechanisms of management is a portion of this surplus to spend it locally a second portion to invest it abroad, and part of the rest in the form of savings in the form of central bank foreign exchange reserves , an increase in the prices of commodity exports and rising current account surpluses consequently have increased the accumulation of foreign exchange reserves of central banks , on this basis our study has object to address the conceptual framework of the idea of the accumulation of foreign exchange reserves and then after gives macroeconomic impact of the accumulated foreign exchange reserves, especially in Algeria .

We have been found through this research that the acquisition of a adequate level of foreign exchange reserves have insurance against external shocks such as rising import prices and lower export prices, in addition to the management of exchange rate fluctuations, i.e. the goal is to treat the temporary imbalance in balance of payments and as well as resist the pressures of exchange rates.

But hold these foreign exchange reserves have some costs as the opportunity cost of those precautions which are in the payment of external debt and employment in higher-return assets and domestic investment in addition to the cost of sterilization .

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
I	الإهداء
II	كلمة شكر
III	الملخص باللغة العربية
IV	الملخص باللغة الفرنسية
V	الملخص باللغة الإنجليزية
VII	فهرس المحتويات
VII	قائمة الجداول
VII	قائمة الأشكال
	المقدمة العامة أ- د
أ	أهمية البحث
ب	الهدف من الدراسة
ب	أسباب اختيار الموضوع
ب	التساؤل الرئيسي
ب	الفرضيات
ج	حدود الدراسة
ج	المنهج المتبع
ح	الدراسات السابقة
د	أقسام الدراسة
	الفصل الأول: الإطار النظري لاحتياطات الصرف الأجنبي 2-49
2	تمهيد
3	المبحث الأول: السيولة الدولية والاحتياطات
3	المطلب الأول: السيولة الدولية وأنواعها
3	أولاً- تعريف السيولة الدولية

3	ثانيا- أنواع السيولة الدولية
4	المطلب الثاني: تعريف احتياطات الصرف الأجنبية وصيغها
4	أولا- تعريف احتياطات الصرف الأجنبية
4	ثانيا- صيغ احتياطات الصرف الأجنبي
6	المطلب الثالث : معايير احتياطات الصرف الأجنبي
6	أولا- خاضعة لسيطرة السلطة النقدية
10	ثانيا- السيولة
15	المبحث الثاني: مكونات احتياطات الصرف الأجنبي
15	المطلب الأول: الذهب النقدي
15	أولا- تطور دور الذهب في نظام النقد الدولي
16	ثانيا- المكانة الحالية لدور الذهب النقدي كأحد عناصر احتياطات الصرف الأجنبي
18	ثالثا- الجدول الاقتصادي حول اعتبار الذهب النقدي عنصر من احتياطات الصرف الأجنبية
21	المطلب الثاني: احتياطي العملات الأجنبية
22	أولا- تعريف عملة الاحتياطي
23	ثانيا- دور ومحددات عملات الاحتياطي
27	ثالثا- هيكل الاحتياطات من العملات القيادية
30	المطلب الثالث: حقوق السحب الخاصة وموقف الدولة لدى صندوق النقد الدولي
30	أولا- حقوق السحب الخاصة (SDR) (special drawing rights)
35	ثانيا- شريحة الاحتياطي (موقف الدولة لدى صندوق النقد الدولي)
38	المبحث الثالث: مصادر تراكم احتياطات الصرف الأجنبي
38	المطلب الأول: فوائض الحساب الجاري كمصدر لتراكم احتياطات الصرف الأجنبي
39	أولا - فائض الميزان التجاري كمصدر لتراكم الاحتياطي
40	ثانيا- تحويلات المهاجرين والمعونات الرسمية
42	المطلب الثاني: فوائض الحساب الرأسمالي كمصدر لتراكم احتياطات الصرف الأجنبي
42	أولا - رؤوس الأموال طويلة الأجل
42	ثانيا- رؤوس الأموال قصيرة الأجل
44	المطلب الثالث: آليات تراكم احتياطات الصرف الأجنبي
45	أولا - تدخل البنوك المركزية في سوق الصرف الأجنبية
45	ثانيا- الرقابة على النقد الأجنبي
49	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: أثر مستوى احتياطات الصرف الأجنبي على الاقتصاد الكلي 50-91

- تمهيد
- 50
- المبحث الأول: احتياطات الصرف الأجنبية كتأمين ضد الصدمات الخارجية
- 51
- المطلب الأول: احتياطي الصرف الأجنبي كتأمين ضد صدمات الصادرات
- 51
- أولاً- درجة التركيز السلعي للصادرات
- 52
- ثانياً- التحوط ضد انخفاض أسعار الصادرات
- 53
- المطلب الثاني: احتياطات الصرف الأجنبية كتأمين ضد ارتفاع أسعار الواردات
- 55
- المطلب الثالث: كفاية احتياطات الصرف الأجنبي
- 59
- أولاً - نسبة الاحتياطات الدولية إلى الواردات
- 60
- ثانياً- استخدام نسبة الاحتياطات إلى عجز ميزان المدفوعات
- 60
- ثالثاً- محاولة هيلر
- 61
- رابعاً- محاولة اجاروال
- 61
- خامساً- المؤشرات الأخرى
- 62
- المبحث الثاني: احتياطات الصرف الأجنبي وتقلبات أسعار الصرف
- 63
- المطلب الأول : نظم أسعار الصرف والحاجة إلى احتياطات الصرف الأجنبية
- 63
- أولاً- سعر الصرف الثابت والاحتياطات
- 63
- ثانياً- سعر الصرف المعووم المدار والاحتياطات
- 65
- ثالثاً- سعر الصرف الحر والاحتياطات
- 65
- المطلب الثاني: احتياطات الصرف الأجنبية وأسعار الصرف الحقيقية (ظاهرة المرض الهولندي)
- 66
- أولاً - مفهوم سعر الصرف الحقيقي
- 66
- ثانياً- المرض الهولندي
- 68
- ثالثاً- علاج ظاهرة المرض الهولندي " ارتفاع سعر الصرف الحقيقي"
- 69
- المطلب الثالث: مؤشر مقاومة ضغوطات أسعار الصرف
- 69
- المبحث الثالث: تكاليف حيازة احتياطات الصرف الأجنبي:
- 74
- المطلب الأول: تكلفة الفرصة البديلة لحيازة احتياطات الصرف الأجنبية
- 74
- أولاً- تحديد الاستخدام البديل المناسب للاحتياطات، إذ لم يحتفظ بها كاحتياطي صرف أجنبي؟
- 74
- ثانياً- تحديد المستوى الأمثل للاحتياطات
- 76
- المطلب الثاني: تكلفة تعقيم احتياطات الصرف الأجنبي
- 79
- أولاً- تعريف التعقيم
- 79
- ثانياً- أدوات التعقيم
- 79
- ثالثاً- قياس تكلفة التعقيم ودرجته
- 82

114	المبحث الثالث: تكاليف حيازة احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر
114	المطلب الأول: كفاية احتياطات الصرف الأجنبية في الجزائر
114	أولاً- حجم الاحتياطات بالنسبة للواردات
115	ثانياً- حجم الاحتياطات إلى الديون الخارجية قصيرة الأجل
116	ثالثاً- حجم الاحتياطات إلى العرض النقدي M2
117	المطلب الثاني: تكلفة تعقيم احتياطات الصرف الأجنبية في الجزائر
117	أولاً- الحساب الجاري و صندوق ضبط الموارد
119	ثانياً- أدوات السياسة النقدية
120	المطلب الثالث: تكلفة الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطات في الجزائر
120	أولاً- الفرق بين الإنتاجية الحدية لرأس المال وسعر الفائدة على استثمار الأصول المالية الأجنبية
121	ثانياً- الفرق بين العائد من توظيف الاحتياطي والعائد على الأصول الخارجية طويلة الأجل
122	ثالثاً- الفرق بين تكلفة الاقتراض الخارجي و عوائد توظيف الاحتياطي
123	خلاصة الفصل

قائمة العامة 129-132

129	نتائج اختبار الفرضيات
129	نتائج البحث
131	التوصيات والاقتراحات
132	آفاق البحث

قائمة المراجع 133-134

134	أولاً: المراجع باللغة العربية
136	ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

قائمة الملاحق 137-138

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عناوين الجداول	الرقم
06	صيغ احتياطات الصرف الأجنبي(بالمليار دولار)	1-1
09	احتياطي الصرف الأجنبي و الصناديق الحكومية لبعض الدول لسنة 2007 (الوحدة مليار دولار).	2-1
16	الدول الرئيسية المنتجة للذهب في سنة 2007 (الأرقام بالطن).	3-1
17	احتياطي الذهب النقدي لبعض الدول: (الأرقام بالطن).	4-1
18	تطور النصيب النسبي لاحتياطي الذهب النقدي في إجمالي احتياطات الصرف الأجنبي خلال الفترة مارس 2008، جوان 2008 (نسبة مئوية).	5-1
23	تطور النصيب النسبي لعملات الاحتياطي إلى إجمالي احتياطي الصرف الأجنبية خلال الفترة (1997-2007). (النسبة المئوية من إجمالي احتياطات الصرف الأجنبي)	6-1
24	مصنوفة Krugman لوظائف العملات الدولية	7-1
27	هيكل عملات الاحتياطي المكونة لاحتياطات الصرف الأجنبي العالمي	8-1
32	مكونات السلة المعيارية لـ: DTS (سنة 1978).	9-1
32	مكونات السلة المعيارية لـ DTS (سنة 2007).	10-1
34	نسبة تطور حجم SDR في جملة الاحتياطات الصرف الأجنبي للبلدان العالم للفترة (2001 مارس 2007) بالمليار وحدة سحب خاصة.	11-1
37	نسبة شريحة الاحتياطي: إلى إجمالي احتياطات الصرف الأجنبي.	12-1
41	تحويلات العاملين في العالم (بالمليار دولار)	13-1
44	مصادر تراكم احتياطات الصرف الأجنبية في البنك المركزي الهندي للفترة أبريل 2007 مارس 2008 بالمليار دولار أمريكي	14-1
52	درجة تقلبات أسعار صادرات السلع الأساسية	1-2
53	درجة التركيز السلعي لبعض الدول كنسبة إلى إجمالي حصيلة الصادرات	2-2

55	تغطية الاحتياطات الخارجية الرسمية في بعض الدول العربية للواردات السلعية بالأشهر (2001-2006) .	3-2
58	نسبة الإنفاق على الواردات الغذائية إلى إجمالي الواردات لبعض الدول خلال سنة 2008(نسبة مئوية)	4-2
71	خصائص ضغوطات أسعار الصرف	5-2
80	عملية تعقيم أصول مالية أجنبية عن طريق إصدار سندات البنك المركزي	6-2
81	التغيرات في ميزانية السلطة النقدية نتيجة زيادة في الأصول الخارجية مقدارها 100 مليون دولار	7-2
85	احتياطات الصرف الأجنبي وصناديق الثروة السيادية (بالمليار دولار)	8-2
87	مصفوفة صناديق الثروة السيادية الدوافع والتمويل (تشمل البلدان التي تدير أصول بأكثر من 100 مليار دولار 2007)	9-2
93	تطور الميزان التجاري في الجزائر خلال الفترة 2000-2007.	1-3
96	نسبة صادرات قطاع المحروقات من الصادرات الإجمالية في الجزائر (2000-2007)	2-3
100	تطور الصادرات خارج قطاع المحروقات خلال الفترة (1997-2007).	3-3
97	العلاقة بين أسعار النفط و حجم الاحتياطات المتراكمة من الصرف الأجنبي (بالدولار)	4-3
99	مكونات احتياطات الصرف في الجزائر بالمليون دولار	5-3
100	تطور احتياطات الذهب النقدي في الجزائر (مارس 2008 - مارس 2009)	6-3
101	تطور قيمة احتياطات الصرف في الجزائر بالقيمة الجارية والقيمة الثابتة للدولار مقابل والأورو خلال الفترة (1999-2007).	7-3
102	أسعار الفائدة على سندات الخزينة الأمريكية .	8-3

104	مؤشر الاستقلالية عن النفط خلال (2006) نسبة مئوية	9-3
104	نسبة إيرادات الميزانية من الصادرات النفطية إلى إجمالي الإيرادات خلال الفترة (2003-2007) (نسبة المئوية)	10-3
107	الواردات الجزائرية من العالم الخارجي (بالمليار دولار) خلال الفترة (2003-2008)	11-3
107	هيكل الواردات (بالمليار دولار) خلال الفترة (2003-2008)	12-3
110	تطور صافي الأصول الأجنبية لبنك الودائع في الجزائر للفترة (2007-2008) بالمليار دينار	13-3
111	تطور قيمة الدينار الجزائري مقابل الدولار خلال الفترة 1994-2007	14-3
113	نظام سعر الصرف في الجزائر 2006	15-3
114	معدل تغطية الاحتياطيات للواردات بالأشهر (2000-2008)	16-3
115	الاحتياطيات مقارنة مع الدين قصير الأجل خلال سنة 2007 بالمليار دولار	17-3
116	هيكل الدين الخارجي الجزائري (بالمليار دولار) للفترة (2002-2008)	18-3
118	مقابلات الكتلة النقدية في الجزائر خلال سنة 2008	19-3
119	معدلات الفائدة المطبقة من طرف البنك الجزائري في عمليات امتصاص فائض السيولة (نسبة مئوية)	20-3
122	الفرق بين سعر الفائدة على سندات الخزينة الأمريكية و أسعار الفائدة على الدين الخارجي الجزائري (%)	21-3
123	التسديد المسبق للديون الخارجية (ملايين الدولارات)	22-3
125	هيكل الدين الخارجي في الجزائر خلال الفترة (2003-2008) بالمليار دولار	23-3

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	عناوين الأشكال	الرقم
19	تطور أسعار الذهب بالدولار للأوقية	1-1
39	تطور فائض الحساب الجاري لبعض الدول كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	2-1
40	تطور صافي الأصول الأجنبية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	3-1
43	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر و غير المباشر الصافية (نسبة مئوية من الناتج)	4-1
48	قنوات تراكم احتياطات الصرف الأجنبية	5-1
54	تقلبات اسعار النفط سلة الأوبك دولار للبرميل (سبتمبر 2008- فيفري 2009)	1-2
70	مؤشر مقاومة ضغوطات أسعار الصرف في الأسواق الصاعدة	2-2
72	مؤشر مقاومة ضغوطات أسعار الصرف لبعض الاقتصاديات بالنسبة المئوية	3-2
77	تحديد الطلب على الاحتياطات الدولية في ضوء علاقته مع مستوى الإنتاجية	4-2
78	تحديد الطلب على الاحتياطات الدولية في ضوء التكيف مع الصدمات الخارجية	5-2
87	تطور صناديق الثروة السيادية ونشأتها	6-2
89	عدد صناديق الثروة السيادية وإدارتها	7-2
90	استراتيجيات الاستثمار لدى صناديق الثروة السيادية(نسبة مئوية)	8-2
94	تطور الصادرات والواردات في الجزائر خلال الفترة 2003-2008	1-3
94	تطورات أسعار النفط خلال الفترة 1998-2007	2-3
103	تطورات أسعار النفط خلال الفترة 2007-2009 -دولار للبرميل	3-3

المقدمة العامة

مقدمة عامة:

تعتبر إدارة حصيللة النقد الأجنبي من الوظائف الأساسية التي يضطلع بها البنك المركزي، ولما كان النقد الأجنبي يرتبط بحركة التعامل مع العالم الخارجي من خلال القوانين واللوائح والمنشورات التي يصدرها من أجل تنظيم حركة النقد الأجنبي بما يتسق مع الأهداف الاقتصادية الكلية، ويتوافق مع السياسة المالية والنقدية الصادرة التي تهدف إلى تحقيق برامج وخطط محددة تتضمن تلك الإجراءات كيفية التعامل مع العالم الخارجي وتسوية المدفوعات الدولية وتنظيم حركة رؤوس الأموال.

وإنّ الزيادة الكبيرة في احتياطات الصرف تشكل عامل تأمين هام جدا بالنسبة للاقتصاد الوطني ضمن الصدمات الخارجية المحتملة، وإنّ هذه النسبة من احتياطات الصرف تعتبر ضمانا جيدا للإنتاج النقدي على المستوى الداخلي.

إنّ المؤشرات المسجلة منذ 1999 والمتعلقة بتحقيق نسبة نمو ايجابية مستقرة، واستقطاب جزء من الرأسمال الأجنبي، توحى إلى رغبة جامحة لدى الإدارة الاقتصادية الجزائرية في تحقيق نهضة اقتصادية، واستغلال الظروف المحيطة وهي ارتفاع أسعار النفط في الأسواق العالمية، مما سمح بتحقيق احتياط صرف معتبر قارب 150 مليار دولار، استغل جزء منه في التخلص من عبء المديونية إلى درجات قياسية، الأمر الذي يفتح آفاق جديدة للاقتصاد الجزائري، ويوفر للجزائر مداخل جديدة ويعفيها من ضغوط الاستثمارات الأجنبية، لأنه صار بإمكانها الاعتماد على قدراتها المالية المتوفرة، والكف نهائيا عن أسلوب الاقتراض من الخارج.

فحسب التقرير الأخير الذي أصدره البنك المركزي الجزائري، فإنّ الأمن المالي في الجزائر يشهد تحسنا ملحوظا، بالتزامن مع ارتفاع أداء المؤشرات الرئيسية الاقتصادية الكلية والمالية والنقدية في البلاد، مما كرّس استقرار الأمن المالي للبلاد بصورة ملموسة.

وفي سياق التطور الاقتصادي والنقدي في الجزائر، أنّ المقومات الأساسية للاقتصاد الجزائري شهدت تعزيزا هاما مع بروز التوازن النقدي وتخفيض الديون الخارجية وكذا الوضع المالي الخارجي الصافي القوي، وأشار البنك - إلى أنّ تأثير تراكم احتياطات النقد الأجنبي البالغة أكثر من 145 مليار دولار حاليا، عزّز استقرار سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدينار الجزائري. وأكدّ على أن عوامل الأمن المالي قد توافقت مع سياق انفتاح الاقتصاد الوطني .

أهمية البحث:

تستمد هذه الدراسة أهميتها من خلال الاهتمام المتزايد لدراسة احتياطات الصرف الاجنبي ، خاصة وان تراكم هذا المستوى الذي بلغته الاحتياطات الدولية لدى بنك الجزائر ،أثار العديد من التساؤلات لدى الكثير من الاقتصاديين،ان الاهمية البالغة تكمن في البحث عن المنافع الاقتصادية الكلية

لمستوى احتياطات الصرف الاجنبي المتراكمة ،والتكاليف التي يتحملها الاقتصاد جراء حيازته لهذا المستوى من الاحتياطات .

الهدف من الدراسة:

نهدف من خلال هذه الدراسة الى الاطاحة بمصادر تراكم احتياطات الصرف الاجنبي في الجزائر، و مصادر تراكمها،بالاضافة الى طريقة ادارة بنك الجزائر لتدفقات العملات الصعبة . كما نهدف من خلال هذه الدراسة ايضا إلى توضيح أثر مستوى احتياطات الصرف الاجنبي على الاقتصاد الكلي بشكل عام والإقتصاد الجزائري بشكل خاص، ومعرفة هل يمثل هذا المستوى نعمة أم هو نقمة محضة ، وما أسباب الداعية الى تركيم هذا المستوى من الاحتياطات خاصة في الفترة الأخيرة، وما هي نتائجها، مجموعة من الأسئلة نحاول الإجابة عنها في هذا البحث.

اسباب اختيار الموضوع:

- ترجع اسباب اختيار هذا الموضوع في مجملها الى:
- يندرج الموضوع في اطار المواضيع المتجددة والتي تدور حولها نقاشات مستفيضة باستمرار .
 - كونه متعلق باحدى اهم مؤشرات الجدارة المالية والائتمانية للاقتصاد.
 - حيث يمكن الوقوف على الانعكاسات الايجابية والسلبية لمستوى الاحتياطات المتراكمة على الاقتصاد الجزائري.
 - لرغبة ذاتية.

التساؤل الرئيسي:

انطلاق من هدف دراستنا قمنا بطرح التساؤل التالي:

ما هو أثر مستوى احتياطات الصرف الاجنبي في الجزائر على الاقتصاد

الكلي؟

الأسئلة الفرعية:

إن الإجابة عن السؤال الرئيسي مر عبر الإجابة عن جملة الأسئلة الفرعية التي يمكن إيجازها فيما يلي:

- ما معنى احتياطات الصرف وما هي أنواعها وما هي مصادر تكوينها؟
- ما هي انعكاسات مستوى احتياطات الصرف الاجنبي على الاقتصاد الكلي (الاجابية والسلبية) ؟
- ما واقع احتياطات الصرف في الجزائر وما اثر مستواها على الاقتصاد الكلي ؟

الفرضيات:

أما الفرضيات التي اعتمدت للإجابة على هاته الأسئلة فكانت كالآتي:

- يقصد باحتياطات الصرف تلك الأصول التي ترغب الحكومات الاحتفاظ بها ، لاستعمالها في حالة العجز الخارجي ومنها الذهب، العملات الصعبة وحقوق السحب الخاصة وشريحة الاحتياطي.
- لمستوى احتياطي الصرف المتراكم اثر على الاقتصاد الكلي ويتجلى ذلك في الانعكاسات الاقتصادية الكلية الايجابية والسلبية لهذا المستوى.
- احتياطات الصرف الاجنبي لدى بنك الجزائر تعتبر كصمام امان ضد الصدمات الخارجية ، والمتمثلة في انخفاض اسعار النفط وارتفاع اسعار الواردات وتقلبات اسعار الصرف ،بالاضافة الى ذلك يتحمل الاقتصاد تكلفة فرصة بديلة لحيازة هذا المستوى من الاحتياطات.

حدود الدراسة :

نظر لسعة الموضوع حاولنا وضع حدود زمنية ومكانية للبحث حتى نتمكن من تحقيق الاهداف السابقة الذكر.

- الاطار المكاني: الدراسة النظرية علمية ومحايدة لاتخص اية دولة ، اما الدراسة التطبيقية فتتعلق بالجزائر.

- الاطار الزمني: حاولنا ان نركز على الفترة (2000-2007) خصوصا، وقد تم اعتماد هذه الفترة نظرا لان مستوى احتياطات الصرف اخذ في الارتفاع في بداية هذه الفترة بفعل ارتفاع اسعار النفط في السوق العالمية ، الى اننا وفي بعض الحالات استانسنا بسنتي 2008 و 2009 لغرض التحليل.

المنهج المتبع:

محاولة منا للإجابة على التساؤلات وبغية إختبار صحة الفرضيات التي صغناها فإننا سنعتمد في دراستنا هذه على كل من المنهج الاستنباطي واداته الوصف التحليلي الذي يساعدنا على وصف الظاهرة وربط الأسباب بالنتائج، كما سنعتمد على المنهج الإستقرائي، عن طريق إستخدام الأدوات الإحصائية أثناء إستقرائنا للمعلومات والإحصائيات المتعلقة بموضوع بحثنا.

الدراسات السابقة:

- لقد تم اختيار الموضوع ومعالجته اعتمادا على الدراسات التالية:
- الدراسة الاولى: "تحليل احتياطات الصرف الاجنبي في الدول العربية 1980-2002"، ورقة اقتصادية رقم 10 جانفي 2005 ، من اعداد علي البلبل والصادرة عن صندوق النقد العربي ،بحيث تعرض فيها الى محددات المستوى الامثل للاحتياطات واهميتها في الاقتصاد.
- الدراسة الثانية: عنوان هذه الدراسة :

"Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic

implications?"

وهي دراسة صدرت في سبتمبر 2006 ، عن المجلة الفصلية لبنك التسويات الدولية بسويسرا وتعتبر احدث دراسة حسب اطلاقنا ويدو موضوعها حول الاثار المحلية لتراكم الاحتياطات في الاسواق الناشئة ، والتمثلة في تكاليف الفرصة البديلة وتكلفة التعقيم.

- الدراسة الثالثة : "محددات الاحتياطات الدولية في الدول العربية" ، للدكتور محمد بن علي العقلا والمنشورة بمجلة افاق جديدة ، العدد 3 جويلية 1998 ، وخلصت هذه الدراسة الى ان احتياطات الصرف كعامل امان ضد انخفاض اسعر النفط وارتفاع اسعار الواردات في الدول العربية المصدرة للنفط.

أقسام الدراسة:

اعتمدنا في دراستنا لهذا الموضوع على خطة مكونة من ثلاثة فصول:

- **الفصل الأول:** مخصص لإعطاء نظرة عامة عن مختلف المفاهيم المتعلقة باحتياطات الصرف الاجنبي والسيولة الدولية وكذا المعايير والصيغ المحددة لمفهوم الاحتياطات ، بالإضافة إلى مكونات احتياطات الصرف الاجنبي ، ومصادر واليات تراكمها.

- **الفصل الثاني:** سنحاول من خلاله إبراز المنافع الاقتصادية الكلية والتمثلة في التأمين ضد الصدمات الخارجية وتقلبات اسعار الصرف ، بالإضافة الى التكاليف المترتبة على حيازة هذا الاحتياطات والتمثلة في تكافة الفرصة البديلة وتكلفة التعقيم.

- **الفصل الثالث :** سنحاول من خلاله دراسة احتياطات الصرف الاجنبي ومصادر تراكمها في الجزائر، بالإضافة الى تكاليف ومنافع حيازة احتياطات الصرف الاجنبية في الجزائر.

أما الخاتمة فتتضمن ملخصاً لأهم ما جاء في البحث والنتائج المتوصل إليها بالإضافة إلى التوصيات المقترحة وآفاق البحث. ورجاؤنا أن يكون التوفيق قد حالفنا في اختيار الموضوع ومعالجته، فإن أصبنا فمن الله وحده، وإن أخطأنا فمن أنفسنا، وحسبنا أننا لم نؤت من العلم إلا قليلاً، والله المستعان.

الفصل الأول:

الإطار النظري لاحتياجات الصرف الأجنبي

مقدمة الفصل:

يحتفظ الأفراد بالنقود لكي يستخدموها في تسوية المعاملات مع الآخرين، ويحتفظون بها كمخزن للقيمة أو كوسيلة لمواجهة الطوارئ المستقبلية الغير متوقعة، فكذلك الحال بالنسبة للاقتصاد الوطني وفي ظل نمو العلاقات الاقتصادية الدولية ونمو التبادل الدولي ومن أجل سد الخلل في موازين المدفوعات وتحقيق الاستقرار النقدي الدولي، كل ذلك تطلب درجة عالية من وفرة وتنوع وسائل الدفع. ففي السابق لعب الذهب دوراً أساسياً في النظام النقدي العالمي. ومع الغاء قاعدة الذهب العالمية وبروز ما يعرف بمشكلة السيولة الدولية. ظهرت العملات الدولية وحقوق السحب الخاصة، وشريحة الاحتياطي من هنا وجب على الحكومات ان تحتفظ بالنقد الدولي لكي تتمكن من تسوية معاملاتها مع العالم الخارجي الذي تتعامل معه كما ان الاقتصاد الوطني قد يحتفظ بما يسمى باحتياطات الصرف الأجنبي لكي يواجه به الظروف الطارئة الغير المتوقعة .

ومن خلال هذا الفصل سنحاول الإلمام بكل الجوانب المتعلقة بالإطار النظري والمفاهيمي للاحتياطات حتى يتم توضيح بعض النقاط والمصطلحات لهذه الدراسة، من خلال ثلاثة مباحث أساسية:

المبحث الأول: السيولة الدولية والاحتياطات.

المبحث الثاني: مكونات احتياطات الصرف الأجنبي.

المبحث الثالث: مصادر تراكم احتياطات الصرف الأجنبي.

المبحث الأول: السيولة الدولية والاحتياطات

من الأهمية بمكان التطرق الى الفرق بين مفهوم السيولة الدولية والاحتياطات كون السيولة الدولية اوسع من مفهوم الاحتياطات ، حيث تشمل السيولة الدولية على السيولة المشروطة والغير المشروطة (الاحتياطات) ، ونهدف في هذا المبحث التطرق الى بعض المفاهيم الاساسية للسيولة الدولية وانواعها ، ومفهوم الاحتياطات ومعاييرها .

المطلب الأول: السيولة الدولية وأنواعها

أولاً- تعريف السيولة الدولية: تعرف السيولة الدولية على أنها "جميع وسائل الدفع المتاحة والمقبولة عالمياً لتسوية المدفوعات الخاصة بالمبادلات الدولية للسلع والخدمات"¹.

و يعرف صندوق النقد الدولي السيولة الدولية بأنها " تشمل جميع الموارد المتاحة للسلطات النقدية للدول لأغراض مواجهة العجز في ميزان المدفوعات، وهي تشمل السيولة التي تملكها السلطات النقدية ملكية مطلقة، بالإضافة إلى العناصر التي تقترضها من العالم الخارجي"²

ثانياً- أنواع السيولة الدولية:

يميز صندوق النقد الدولي بين نوعين من السيولة الدولية³:

1- السيولة غير المشروطة: وهي السيولة الحرة التي توجد تحت تصرف السلطات النقدية الرسمية في بلد ما ويمكن استخدامها بمحض إرادتها دون قيد أو شرط، وتشمل في الأساس ما تملكه السلطة النقدية في البلد من عملات أجنبية قابلة للتحويل ومن رصيد الذهب الذي تملكه السلطة النقدية ومجموع الموارد التي يحق للدولة سحبها بشكل تلقائي غير مشروط من صندوق النقد الدولي (حقوق السحب الخاصة وشريحة الاحتياطي⁴

ويستعمل مصطلح السيولة الدولية الغير المشروطة (unconditional) كمرادف لمصطلح الاحتياطات الدولية أو احتياطات الصرف الأجنبية ، ويعتبر هذا المفهوم أفضل مؤشر لقياس موقف السيولة الدولية الخارجية للبلد.

2- السيولة المشروطة (المقترضة، الغير مملوكة): تتمثل في كافة الموارد التي يحصل عليها البلد عن طريق الاقتراض الخارجي ولها تاريخ استحقاق معين ويتحمل الاقتصاد تكلفة للحصول عليها تتمثل في أسعار الفائدة على هذه القروض وتشمل كذلك الموارد الممكن سحبها من صندوق النقد الدولي ولكن بشروط معينة.

¹ - مجدي محمود شهاب، الوحدة النقدية الأوروبية ، الدار الجامعية ، مصر ، 1997 ، ص 56

² - هاشم حيدر ، السيولة النقدية الدولية والبلدان النامية ، الأهلية للنشر والتوزيع ، بيروت ، 1977 ، ص 19 .

³ - رمزي زكي ، الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية ، دار المستقبل العربي مصر ، 1994 ، ص 93

⁴ - انظر الملحق رقم 01.

إن الفرق بين السيولة المشروطة والسيولة الغير مشروطة يتمثل في أن السيولة المشروطة: لا تملكها السلطة النقدية ملكية مطلقة إضافة إلى أنها تتحمل تكلفة في الحصول عليها بالإضافة إلى المشروطة أما السيولة الغير المشروطة فهي مملوكة للسلطات النقدية ملكية مطلقة ولا تتحمل عليها فائدة (تكلفة).
المطلب الثاني: تعريف احتياطات الصرف الأجنبية وصيغها:

أولاً- تعريف احتياطات الصرف الأجنبية : يعرف دليل الإحصاءات لميزان المدفوعات لسنة 2001 والصادر عن صندوق النقد الدولي احتياطات الصرف الأجنبية بأنها : تلك الأصول الخارجية المتاحة للسلطات النقدية في أي وقت والخاضعة لسيطرتها لأغراض التمويل المباشر لاختلالات المدفوعات أو لضبط حجمها بصورة غير مباشرة عن طريق التدخل في سوق الصرف للتأثير على سعر الصرف للعملة أو لأغراض أخرى أو لكل هذه الأغراض مجتمعة¹
كما تعرف على أنها تلك الأصول التي ترغب الحكومات (ممثلة في بنوكها المركزية) في الاحتفاظ بها لأن حكومات الدول الأخرى تقبلها في المعاملات الدولية، وبناء على قابلية هذه الأصول للقبول في المعاملات الدولية تسعى دائماً الدول إلى تكوين هذه الأصول والاحتفاظ بها لكي تستخدمها كاحتياطات وطنية في الفترات التي يحدث فيها عجز مؤقت أو طارئ في ميزان المدفوعات حتى لا تضطر إلى إجراء تغييرات أساسية غير مرغوبة في سياستها وأهدافها الاقتصادية والاجتماعية².
إن احتياطات الصرف الأجنبي بمثابة صمام أمن يحتفظ به البلد و يلجأ إليه عند الضرورة لكي يحمي نفسه من آثار الصدمات الاقتصادية الخارجية "external shocks" والتي يمكن أن يتعرض لها الاقتصاد الوطني من جراء علاقاته الاقتصادية (التجارية والمالية) الخارجية³.

ثانياً- صيغ احتياطات الصرف الأجنبي : عادة ما تميز البنوك المركزية بين عدة صيغ لاحتياطات الصرف الأجنبية وأهمها ما يلي⁴:

1-إجمالي احتياطات الصرف الأجنبية الاسمية: يعبر عن ما تملكه الدول من احتياطات صرف رسمية(مخزون).

2-احتياطات الصرف الأجنبية الصافية : ويعبر صافي احتياطات الصرف الأجنبية الرسمية عن إجمالي هذه الاحتياطات مطروحا منها الالتزامات الأجنبية القصيرة الأجل وهذا المؤشر مهم في المقارنات الدولية.

¹ - **Balance of payments manual** , international monetary fund ,washington, march 2008,p150.

² - رمزي زكي ، **الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية**، مرجع سابق ،ص 73

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

⁴ - Ali a . Bolbol and ayten. M .fatheldin , **analysis of foreign reserves in the Arab countries 1980-2002**، Arab monetary fund , Abu Dhabi , 2005 .p39.

فإذا كانت دولة تملك مخزون لا باس به من احتياطات الصرف لكن مخزون المديونية كبير فيكون هذا المؤشر مظلل خاصة في المقارنة بين الدول ، فكثير من الدول ممثلة في بنوكها المركزية وتقوم بعرض هذا المؤشر كدليل قوي على السيولة الدولية لهذا البلد تحت مسمى صافي احتياطات الصرف الأجنبي " NIR " ¹.

أي: احتياطات الصرف الأجنبية الصافية = إجمالي احتياطات الصرف الأجنبية - الالتزامات الأجنبية القصيرة الأجل.

ويعبر مفهوم الالتزامات الأجنبية القصيرة الأجل عن الالتزامات الخارجية بأجل استحقاق سنة واحدة أو أقل، وهناك حاليا نظامان أو معياران لتعريف الالتزامات القصيرة الأجل²:
- معيار بنك التسويات الدولية الذي يستخدم اجل الاستحقاق المتبقي ويعني أن جميع الالتزامات الخارجية التي يحل موعد استحقاقها خلال عام واحد تعتبر التزاما أجنبيا قصير الأجل، بصرف النظر عن تاريخ استحقاقها الأصلي.

- أما معيار البنك الدولي والوارد في مطبوعته التمويل الدولي للتنمية ' فهو يشمل فقط الالتزامات الخارجية بأجل استحقاق أصلية مدتها عام واحد أو أقل.

3- إجمالي احتياطات الصرف الأجنبية الحقيقية:

تعرف على أنها احتياطات الصرف الأجنبية الاسمية بالدولار الأمريكي المكمشة بمؤشر أسعار الاستهلاك في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تقوم بإزالة لتشوهات السعريّة عن طريق المكمش عن مؤشر احتياطات الصرف الأجنبية الاسمية والذي يعبر عن القدرة الشرائية الدولية لهذا المخزون. وتقوم البنوك المركزية بنشر هذا المؤشر دوريا تحت مسمى احتياطات الصرف الأجنبي الحقيقية " RIS " ³.

4- احتياطات الصرف الأجنبية الصافية الحقيقية: يعتبر أهم مؤشر يتعلق بما تملكه السلطات النقدية فعلا من نقد أجنبي، والذي يعبر فعلا عن ملاءتها الدولية، حيث تقوم بإزالة التغيرات السعريّة عن مؤشر احتياطات الصرف الأجنبية الصافية⁴.

¹ - thé net international reserves.

² - يوري دادوشي، " دور الديون قصيرة الأجل في الأزمة الأخيرة، مجلة التمويل والتنمية، العدد 2 ، ديسمبر 2000، ص 55.

³ - real international reserves .

⁴ - منذ ماي 2000 اشترط صندوق النقد الدولي على البلدان المشتركة في المعيار الخاص بنشر البيانات (special data dissemination standard) توفير معلومات عن حجم وتكوين الأصول الاحتياطية ، والأصول الأجنبية الأخرى التي في حوزة البنك المركزي والحكومة ، والخصوم الأجنبية قصيرة الاجل ، ومايرتبط من أنشطة يمكن ان تؤدي الى نشوب طلب على الاحتياطات .

وهو ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول التالي:

الجدول (1-1): صيغ احتياطات الصرف الأجنبي (بالمليار دولار)

السنوات	1980	1990	2002
1- إجمالي احتياطات الصرف الأجنبية الاسمية			
* الدول المتقدمة	273,516	628,447	1,018,552
* الدول العربية	3,583	48,090	140,342
2- صافي احتياطات الصرف الأجنبية الاسمية			
* الدول المتقدمة	237,197	588,838	981,934
* الدول العربية	54,961	36,010	135,402
3- إجمالي احتياطات الصرف الأجنبية الحقيقية			
* الدول المتقدمة	571,611	828,212	975,064
* الدول النامية	153,779	63,376	134,350
4- احتياطات الصرف الأجنبية الصافية الحقيقية			
* الدول المتقدمة	495,710	776,012	940,010
* الدول النامية	114,861	47,457	129,621

Source: Ali a . Bolbol and ayten. M .fatheldin , analysis of foreign reserves in the Arab countries Arab monetary fund , Abu Dhabi , 2005 .p39. 1980-2002

المطلب الثالث : معايير احتياطات الصرف الأجنبي:

هناك معيارين لتمييز الاحتياطات الأجنبية عن الأصول المالية الأجنبية الأخرى و هما¹:

أولاً- خاضعة لسيطرة السلطة النقدية:

إن الصفة الأولى الواجب توافرها في الأصول الاحتياطية، هي أن تكون خاضعة لسيطرة السلطة النقدية، فهي بذلك تلك الاحتياطات من النقد الأجنبي الموجود تحت تصرف السلطة النقدية ورقابتها الفعالة.²

وتعرف السلطة النقدية على انها تضم البنك المركزي (وحدات مؤسسية أخرى مثل مجلس العملة والمؤسسة النقدية المختصة..الخ)، وبعض العمليات التي تعزى في العادة إلى البنك المركزي ولكن تنفيذها تتولاه مؤسسات حكومية أخرى أو بنوك تجارية في بعض الأحيان، ومن بين هذه العمليات

¹ - Anne.y kester، international reserves and foreign currency liquidity, international monetary fund، Washington ،2001 p14.

² - Revision of BPM5 : issues on international reserves , eighteenth meeting of the IMF committee on Balance of payments statistics , Washington , june 27 - 1 july2005, p4.

إصدار العملة والاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية وإدارتها، بما في ذلك الاحتياطيات الناتجة عن المعاملات مع صندوق النقد الدولي وتشغيل صناديق تثبيت أسعار الصرف¹.

إن صندوق موازنة الصرف² (EEF) عبارة عن احتياطي مكون من عملات وموضوع تحت تصرف السلطات النقدية (البنك المركزي) بغرض التدخل في سوق الصرف لمنع التقلبات الغير مناسبة وتحقيقا لهذا الغرض يجب أن يزود صندوق موازنة الصرف بذلك الاحتياطي من النقد الأجنبي والذي يمكن بواسطته من التدخل في سوق الصرف بالإضافة إلى الاستعانة بالذهب، وكانت بريطانيا أول دولة أنشأت صندوق موازنة الصرف 1935، وجعلت مهمته تعنى بأسعار الصرف ويتدخل لمنع رفع سعر الصرف³.

فبعض الدول احتياطي الصرف مملوك في حساب يسمى " Exchange Fund Account"، وكذلك في اليابان احتياطي الصرف مملوك لصندوق الصرف ويدار من قبل السلطة النقدية، أما في بريطانيا فهو مملوك لصندوق موازنة الصرف وتتم إدارته من قبل بنك إنجلترا، وكذلك يملك البنك المركزي البريطاني مجمع للعملات الاحتياطية.

ويشير دليل الإحصاءات النقدية والمالية⁴ لسنة 2001 والصادر من صندوق النقد الدولي إلى أن البنك المركزي هو الذي يتحمل في بلدان عديدة المسؤولية الكاملة لهذه المهام، مع تعريف للبنك المركزي على أنه " المؤسسة المالية الوحيدة التي تشبه بقدر كبير السلطة النقدية المعرفة وظيفتها، وبالرغم من الاختلافات بين البلدان في التسميات والشكل القانوني نادرا ما توجد أي شكوك بشأن المؤسسة المالية الواجب اعتبارها البنك المركزي، ويشير هذا التعريف إلى إمكانية ممارسة السلطة النقدية من قبل هيئات غير البنك المركزي كما كان سائدا في بريطانيا قبل 1997".

فالشرط الأول لاعتبار الأصول المالية الأجنبية أصولا احتياطية (احتياطيات صرف أجنبية) أن تكون مملوكة من قبل السلطات النقدية، وليست الملكية القانونية الشرط الوحيد الذي يوفر لسيطرة، ففي الحالات التي تحوز فيها وحدات مؤسسية غير السلطة النقدية في الاقتصاد حقا قانونيا في أصول العملة الأجنبية الخارجية، ويرخص لها بذلك فقط وفقا لأحكام السلطة النقدية، فإن هذه الأصول تعتبر أصولا احتياطية لأنها تكون تحت السيطرة الفعالة للسلطة النقدية (مثل صندوق موازنة الصرف) .
فيجب أن تستبعد من نطاق الاحتياطيات ما يملكه الأفراد من أصول أجنبية (ذهب، نقد أجنبي) كونها ليست خاضعة لسيطرة السلطة النقدية وكذلك أرصدة العملات الأجنبية التي تتعامل فيها البنوك

¹ – Kester, Anne ,International reserves and foreign liquidity , Op-cit ,p05.

² - EXCHANGE EQUALIZATION FUND.

³ - مجدي محمود شهاب ، الاقتصاد الدولي المعاصر، مرجع سبق ذكره، ص 266.

⁴ - صندوق النقد الدولي، دليل الإحصاءات النقدية والمالية، ص.42، واشنطن، 2001.

التجارية داخل الدولة وكذلك القروض المصرفية والقروض التجارية لتمويل التجارة الخارجية، وكذلك القروض الدولية المشروطة لتمويل مشاريع معينة مثل القروض الممنوحة من البنك الدولي¹. إن عناصر الاحتياطات التي يجب أن تؤخذ في الاعتبار كما سبق هي تلك العناصر التي تتسم بأنها رسمية (أي في دائرة سلطة الدولة) وتكون تحت سيطرة جهاز إدارة الاحتياطات أو سلطة أخرى أصولاً احتياطية عندما تكون تلك الأصول تحت السيطرة المباشرة والفعالة لجهاز إدارة الاحتياطات. إلا أن هناك مفهوم آخر هو سيولة النقد الأجنبي وهو مفهوم أوسع من الاحتياطي حيث يشمل بالإضافة إلى الاحتياطات أموالاً بالعملة الأجنبية لدى الحكومة المركزية².

فبعض الدول تملك صناديق تثبيت أو ادخار مستقلة أو صناديق الاستقرار المالي وصناديق الأجيال القادمة ترتبط عادة بموارد غير متجددة النفط عادة، لا تدخل مثل هذه الصناديق عموماً ضمن تعريف الأصول الاحتياطية إلا أن هناك استثناءات معينة. لأنها انشأت لأغراض أخرى. فعمدت بلدان عديدة مؤخراً من مناطق غربي آسيا ودول أخرى (شمال إفريقيا) إلى إنشاء صناديق للمدخرات النفطية وصناديق لتثبيت أسعار النفط بالعملات الأجنبية.

إن صناديق تثبيت أسعار النفط يمكن أن تحقق فائدة كبيرة لأسباب عديدة فهي تخص ميزان المدفوعات في البلدان المصدرة للنفط ضد تقلبات سوق النفط مما يشكل وقاية من أعراض المرض الهولندي إضافة إلى ذلك تعمل صناديق التثبيت على أساس افتراض استمرار الدخل عند مستوى معين باعتماد سعر أساس تقديري للنفط، وادخار المبالغ الفائضة عند هذا السعر وعندما يهبط سعر النفط على ما دون السعر المرجعي³، يمكن أن تساعد الأموال المسحوبة من هذه الصناديق في تسهيل الاستهلاك والاستثمار.

أما صناديق الادخار النفطي، فيمكن أن تؤمن مصراً بديلاً للدخل في حال استنفاد الاحتياطي النفطي في البلد أو تراجع المزايا النسبية في الأمدين المتوسط والطويل بفعل التغيرات التكنولوجية وغيرها من التغيرات التي تصيب الاقتصاد العالمي.

فالأصول الخارجية التي تملكها هذه الصناديق يمكن إدراجها ضمن احتياطات الصرف الأجنبية إذا توفرت فيها الشروط الآتية⁴:

1- شرط السيولة أي تكون هذه الأصول سائلة (الفقرة 65 و 67 من الدليل)

¹ - زايري بلقاسم ، إدارة احتياطات الصرف و تمويل التنمية في الجزائر ، بحث اقتصادية عربية ، مركز دراسات الوحدة العربية لبنان ، العدد 41 ، 2008 ، ص 10.

² - الحكومة المركزية تشمل جميع الإدارات الحكومية، والمكاتب أو هيئات أو وكالات أو أجهزة في السلطة المركزية للبلد" ويستثنى التعريف صناديق الدولة والحكومات المحلية والتأمين الاجتماعي على كل مستويات الحكومة.

³ - ترتكز صناديق النفط على افتراضات متحفظة بشأن أسعار النفط، فمثلاً ارتكز صندوق قطر على افتراض سعر البرميل لوحد 19 دولار، أما السعودية فلم تتشئ صندوقاً لهذا الغرض بل ارتكزت ميزانيتها على سعر 25 دولار للبرميل

⁴ - **Revision of BPM5 : issues on international reserves** , eighteenth meeting of the IMF committee on Balance of payments statistics, Op-cit .p07.

2- أن تكون هذه الاستحقاقات على غير المقيمين ومحركة بعملات قابلة للتحويل (الفقرة 66 و 69 من الدليل)

3- أن تكون هذه الأصول الخارجية تحت الرقابة الفعالة ومتاحة للسلطات النقدية لوضعها لأغراض احتياجات ميزان المدفوعات (الفقرة 65).

فإذا لم تكن هذه الأصول في حسابات السلطة النقدية ولم يكن هناك نص قانوني يتيح للبنك المركزي طلبها عند الضرورة (حدوث عجز مؤقت أو طارئ في ميزن المدفوعات) وكذلك لها إستراتيجية استثمار طويلة الاجل فلا تعتبر أصولا احتياطية¹، فيجب الفصل بينها وبين الاحتياطي من النقد الأجنبي في نشر البيانات المتعلقة بالسيولة الدولية.

ان صناديق الاستثمار الحكومية والتي يصطلح عليها الآن " بصناديق الثروة السيادية" وهي عدة أنواع²، لا تعتبر أصولا احتياطية إلا نوع واحد من هذه الصناديق هو شركات استثمار الاحتياطات والتي لا تزال أصولها تدرج في الغالب ضمن فئة الأصول الاحتياطية ويتم إنشائها لزيادة العائد على الاحتياطات.

فالصناديق السيادية في بعض الحالات تستثمر في أصول مالية سائلة. و السلطة النقدية تستطيع حيازتها واستعمالها لأغراض ميزان المدفوعات. تعتبر أصولا احتياطية. وفي بعض الحالات الأخرى رغم استثمارها في أصول سائلة إلا أنه ليس سلطة النقدية نص قانوني لحيازتها فلا تعتبر مثل هذه الصناديق أصولا احتياطية وهو ما نلاحظه من خلال الجدول التالي:

الجدول (1-2) : احتياطي الصرف الأجنبي و الصناديق الحكومية لبعض الدول لسنة 2007 (الوحدة مليار دولار).

الدول	احتياطي الصرف الأجنبي	صناديق حكومية
ليبيا	79	50
السعودية	276	300
الصين	1559	500

Source : IMF, Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity, 2007.p03
 وهناك أصولا أجنبية تسمى "pooling assets" وهي وسيلة لإدارة الاحتياطات، فالسلطات النقدية لعدة اقتصاديات تستثمر في هذا المجمع ويتشاهم فيه، واستثماراته تكون في أصول قيادية غير محلية. فهناك تجارب عدة تمثل هذه المجمعات مثل مجمع الاحتياطات لأمريكا اللاتينية، بالإضافة إلى مجمع الآسيوي لاحتياطات النقد الأجنبي.

¹ - **Balance of payments manual**, IMF, Op-cit, p150.

² - يمكن التمييز بين نوعين من هذه الصناديق: صناديق سلعية وصناديق غير سلعية.

ففي اجتماع للبنك الآسيوي للتنمية في مدريد يوم 4/5/2008 قررت 13 دولة آسيوية إنشاء صندوق مشترك لاحتياجات بالعملات الأجنبية بقيمة 80 مليار دولار. وذلك لاستخدامه في حالة وقوع أزمة مالية إقليمية بغرض حماية عملاتها ضد أي اضطرابات يمكن أن تحدث في المستقبل، ولضمان عدم تكرار أحداث الأزمة الآسيوية في النصف الثاني من التسعينيات القرن الماضي، والتي كان لها آثار مدمرة على اقتصاديات تلك الدول وعملاتها وتتم استثمار فوائد المجمع في أدوات مالية قصيرة الجل تتصف بالسيولة، ويتم توزيع تخصيص عوائد الاستثمار على الدول الأعضاء حسب حصة الأعضاء في المجمع.¹

وعموما نجد في كثير من البلدان وخاصة البلدان العربية نتيجة استقرار التشريعات المتعلقة بالنقد والصرف أن البنك المركزي (السلطة النقدية) هو الجهة المسؤولة على حيازة الأصول الاحتياطية وإدارتها.

ثانيا- السيولة: (متاحة في أي وقت) " liquidity availability for use أما المعيار الثاني الذي يجب ان تختص به الاحتياطات هو شرط السيولة .

1- تعريف السيولة : السيولة في معناها المطلق تعني النقدية أما السيولة في معناها الفني

قابلية الأصل للتحويل بأصول سائلة ومواجهة الالتزامات المستحقة الأداء حاليا.

لذا يعتبر مفهوم السيولة مفهوم نسبي يعبر عن العلاقة بين النقدية أو الأصول سهلة التحويل إلى نقدية بسرعة وبدون خسائر ومن خلال لتعرف على مفهوم السيولة، نجد أن أدبيات السيولة قد أفرزت ثلاثة جوانب²:

أ- جانب الاستحقاق: في هذا الجانب تعامل السيولة (النقود) كأصل لا يحتاج لزم من معين للاستحقاق ويتم اعتبار كل الأصول الأخرى ذات آجال محددة للاستحقاق ويهدف هذا الجانب لتحديد أسعار الفائدة كدالة في الفرق بين التوزيع الحقيقي لأجال الاستحقاق الذي يتدنى بمخاطر حدوث خسائر رأسمالية لدرجة الصفر ونلاحظ أن هذه الجانب يركز على وظيفة النقود كمخزن للقيمة.

ب- جانب السهولة: يعني القدرة على بيع الأصول عند الطلب مقابل مبلغ نقدي محدد سلفا وذلك لأن الأرصدة النقدية لا يتأتى استحقاقها واستعمالها لأغراض الإنفاق إلا بتحويلها إلى أرصدة نقدية، ومباشرة الأرصدة النقدية لدورها الأساسي كوسيط للتبادل.

ج- جانب القوة المالية: في هذا الجانب توضيح فكرة تأثير الثروة على الإنفاق، فهذا الجانب يعتمد على القوة المالية وينظر إليها بأنها مجموع الأصول المؤثرة على الإنفاق.

¹ - يعتبر احدث المجمعات الاحتياطية ويتضمن :2,ASIAN BOUD FUND,ASIAN BOND FUND لمزيد من المعلومات انظر النشرة الاعلامية لملتقى المصارف المركزية لشرق اسيا والباسفيك/[HTTP:www.emeap.or](http://www.emeap.or)

² - جهاد مرغني، السيولة بين النظرية والتطبيق، مجلة المصرفي، العدد 32، السودان 2001، ص 27.

2- أنواع السيولة:

إن مصطلح السيولة يشتمل علي معنيين¹: سيولة الأصل، سيولة الموقف (وضعية السيولة)
أ- سيولة الأصل: ترى نظرية النقود والتمويل أن السيولة صفة تلحق بالأصول، وترفع درجة السيولة الأصل المعني كلما انخفضت التكاليف المتوقع تحملها من تحويل ذلك الأصل إلى نقد.
وطبقا لقاموس أكسفورد الانكليزي تعرف السيولة على أنها سرعة التحول إلى نقود حاضرة² فكلما عظمت سرعة تحول اي أصل من الأصول إلى نقود حاضرة، كلما زادت درجة سيولة هذا الاصل، فالنقد ذاته بمثابة أعلى درجة سيولة (بل هو السيولة ذاتها).
ولقد أورد الاقتصادي "HARROD"³ تعريف للاحتياطي السائل" هو ذلك الأصل الذي يمكن استخدامه بسرعة في تسوية المدفوعات ويمكن للجوء إليه حين تنشأ الحاجة إلى ذلك. فالأصول الاحتياطية السائلة هي الأصول المتاحة بسهولة وتعني أنها سائلة وقابلة للتداول، أي انها يمكن أن تشتري وتباع وتصفى بسرعة وبتكلفة قليلة.
ويعتبر الذهب النقدي و DTS شريحة الاحتياطي للبلاد لدى صندوق النقد الدولي أصولا احتياطية لأنها أصول يمكن تملكها بسهولة وبدون قيد أو شرط متاحة لسلطة النقدية، أما أصول المرهونة غير المتاحة بسهولة وكذلك العقارات التي تملكها السلطات النقدية لا تدرج في أصول الاحتياطي لأنها لا تعتبر سائلة⁴.
وبناء على ما تقدم فالأصول الاحتياطية السائلة تشمل كافة الأصول التي تتمتع بقبول العام في الوفاء بالالتزامات الخارجية وتتميز بإمكان سرعة اللجوء إليها أو سرعة تحويلها إلى نقدية أقل تكلفة.
ولضمان توافر الاحتياطات في وقت اشتداد الحاجة إليها يعطى الأولوي ة القصوى في العادة إلى السيولة" وهي القدرة على تحويل الأصول الاحتياطية إلى نقد أجنبي بسرعة ورغم أن ذلك ينطوي على تكلفة تتضمن عادة قبول أدوات استثمارية تعد عائدا أقل⁵.
فالبنوك المركزية تسعى دائما إلى تعظيم قيمة الاحتياطات ضمن الحدود المعقولة للمخاطرة التي تمثل إطار لإدارة الاحتياطات، حتى تكون متاحة دائما عند الحاجة إليها، ونتيجة لذلك تمثل خوافظ الأصول الاحتياطية على تجنب المخاطرة بدرجة عالية، الأمر الذي يترتب عليه إعطاء الأولوية إلى سيولة الاحتياطي.

¹ - Claudio Borio, **FX reserve management: elements of a framework**, BIS papers N38, march 2008, p5.

² - رمزي زكي ، الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية ، مرجع سابق ، ص80.

³ - رمزي زكي ، الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية ، المرجع السابق ص80.

⁴ - ان ي كيستر ، تحسين الإبلاغ عن الاحتياطات الدولية ، مجلة التمويل والتنمية ، العدد 2 ، 2000 ص39.

⁵ - المبادئ التوجيهية لإدارة الاحتياطات النقد الاجنبي ، المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي ، واشنطن ، 20 سبتمبر 2001 ، ص11.

ب- سيولة الموقف) السيولة باعتبارها حالة (Position)

ويطلق عليها كذلك سيولة التمويل "Funding liquidity" وهي قدرة المؤسسة ذات الملاءة المالية على أداء المدفوعات المتفق عليها في الوقت المحدد لها.

ويعرفها الاقتصادي "Fritz Machlup" على انها، القدرة على الدفع في الحال ويعني ذلك أن موقف السيولة يكون قويا إذا عظمت القدرة على مواجهة الالتزامات (المدفوعات) الطارئة.

وللتحليل أكثر لمفهوم سيولة الموقف يجب طرح الأسئلة الثلاث الآتية:

- ما هو الكيان الاقتصادي الذي نريد أن نحدد له القدرة على الدفع؟-البنك المركزي-

- ما هي المصادر المالية والنقدية لهذا الدفع؟-احتياطات الصرف الأجنبي-

- ما هو نوع المدفوعات أو الالتزامات التي نريد الوفاء بها؟- الواردات والديون الخارجية-

3- قياس السيولة:

فالسؤال الواجب طرحه: كيف نقيس كميًا القدرة على الدفع أو السيولة كحالة؟

ففي أدبيات قياس السيولة نجد عدة مقاييس¹:

أ- يلجأ الاقتصاديون إلى قسمة مجموع قيم الموارد النقدية والمالية الحاضرة فعلا والموجودة تحت التصرف (الأصول المالية السائلة) إلى مجموع القيمة الواجبة أدائها خلال فترة زمنية معينة عادة سنة، وهي السيولة من الدرجة الأولى ، حيث تكمن أهمية هذا المقياس في معرفة درجة تغطية أكثر الأصول سيولة للالتزامات الدفع الواجبة الأداء خلال سنة مثلا.

ويمكن التوسع في هذه السنة بالإضافة لبعض البنود إلى الموارد وخصوصا تلك التي يمكن اللجوء إليها بسرعة وشروط مسيرة حتميا تقتضي الحاجة إليها ضمن عناصر الالتزامات. ويطلق عليها السيولة من الدرجة الثانية لأنها أدخلت في القياس بعض الأصول التي تقل بسيولة عن الأصول السابقة الذكر.

ب- تبحث هذه الطريقة في المدى الزمني الذي يكفي فيه الموارد المتاحة لتغطية المدفوعات

المختلفة،ومن الواضح أنه كلما ارتفعت النسبة دل ذلك على ارتفاع درجة السيولة.

إن أكثر المقاييس شيوعا واستعمالا بالنسبة للاقتصاد الوطني هو ذلك الذي يشير إلى عدد الشهور الواردة التي تغطيها الاحتياطات الدولية وهو مقياس المهم الذي تأخذ به الإحصائيات الدولية المقارنة نظرا لبساطته وقوة دلالاته وسهولة حسابه.

كما أنه مؤشر يربط بين الاحتياطات واهم إنفاق لها وهو الإنفاق الاستيرادي (سـلع استهلاكية، كمالية، سـلع التنمية)

$$\text{نسبة السيولة الدولية للبلد} = \frac{\text{احتياطات الصرف الأجنبية}}{\text{الواردات}}$$

¹ - رمزي زكي، الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية ، مرجع سابق ، ص 84 .

فإذا كانت واردات بلد ما في سنة معينة 5 مليار دولار واحتياطاته من الصرف الأجنبي 15 مليار دولار فمؤشر السيولة هو 3 أشهر، نعني بذلك أن احتياطاته من الصرف الأجنبي تكفي لتغطية ثلاثة أشهر من وارداته و طبقا لهذا المقياس يأخذ صندوق النقد الدولي في تقاريره حول افاق الاقتصاد العالمي جدولا يشير الى هذا المؤشر في مختلف دول العالم .

وذهب بعض الاقتصاديين إلى الأخذ بعين الاعتبار السمات الهامة التي تميز الدول النامية عن غيرها من البلاد في العلاقات الاقتصادية الدولية، وهذه هذه السمة هي تزايد الدين الخارجي وتفاقم أعباء الدين الخارجية (خدمة الدين) والممثلة في مدفوعات الدين الخارجي والتي تمثل جزءا كبيرا من العجز في موازين مدفوعاتها .

و من أهم تلك الديون الديون التي لا يجوز تأجيلها وهي مدفوعات الدين القصير الأجل وهي المدفوعات الواجب دفعها عبر مدار السنة.

فيرى العديد من الاقتصاديين ضرورة طرح مبالغ خدمة الدين الخارجي (الفوائد والأقساط) من حجم احتياطيات الصرف الأجنبية المتاحة لهذه الدول .

مؤشر السيولة الصافية = $\frac{\text{احتياطيات الصرف الأجنبية - مدفوعات حديثة الدين الخارجي}}{\text{قيمة الواردات}}$

$$= \frac{\text{الاحتياطيات الصافية}}{\text{الواردات}}$$

ورغم أهمية هذه النسبة، يذهب البعض الآخر من الاقتصاديين إلى أن هذا التطوير يبقى عاجزا عن الوصول إلى المؤشر السليم . ذلك أم حاجة هذه الدول إلى تكوين احتياطيات الصرف الأجنبية ليس لغرض تمويل الواردات وإنما التحوط من الطوارئ الممكن مواجهتها مستقبلا (العجز الطارئ أو المؤقت في ميزان المدفوعات).

فالمؤشر السليم هو الذي يقيس العلاقة القائمة بين مستوى احتياطيات الصرف الأجنبي من ناحية والعجز في ميزان المدفوعات من ناحية أخرى.

ومن المعلوم أن لتقدير العجز في ميزان المدفوعات يعتد فقط بالاختلال الاقتصادي والذي يعبر عن وجود عجز بالرجوع إلى المعاملات الجارية والتحويلات الرأسمالية المستقلة¹ فالميزان يكون في توازن (توازن اقتصادي) إذا تساوت المتحصلات من هذه المعاملات مع المدفوعات عن هذه المعاملات، وعلى العكس من ذلك يكون العجز.

ولا يؤخذ في هذا التعريف إذا كانت هذه المعاملات غير متميزة بالاستمرارية.

ففي الدول النامية يجب أن نأخذ بالمعاملات الجارية (الميزان التجاري+ميزان التحويلات) نظرا

$$\text{لأهميته في هذه الدول ومنه مؤشر السيولة الدولية} = \frac{\text{مستوى الاحتياطيات}}{\text{قيمة العجز في الحساب الجاري}}$$

¹ - محمد عبد العزيز عجمية، الاقتصاد الدولي، دراسة نظرية وتطبيقية، جامعة الإسكندرية 2000، ص 50

والملاحظ أن هذا المؤشر السابق يعكس لنا مدى قدرة البلد على مواجهة العجز في الحساب الجاري

ويمكننا توسيع المؤشر بتخفيض قيمة الدين الخارجي فيصبح المؤشر:

$$\text{مؤشر السيولة الدولية الصافية} = \frac{\text{مستوى الاحتياطات الصافية}}{\text{قيمة العجز في ميزان المدفوعات}}$$

فهذا المؤشر يقيس مدى كفاية وملائمة وسائل الدفع الدولية (احتياطي الصرف الأجنبي) المتاحة للبلد بمواجهة العجز في الحساب الجاري ودفع دينه الخارجي.

المبحث الثاني: مكونات احتياطات الصرف الأجنبي

تتكون الاحتياطات الرسمية حسب تصنيف آخر دليل لميزان المدفوعات الدولية الصادر عن صندوق النقد الدولي من : الذهب النقدي ، حقوق السحب الخاصة ، شريحة الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي ، العملات الاحتياطية الدولية، (انظر الملحق رقم 02).

المطلب الأول: الذهب النقدي

منذ انعقاد مؤتمر "بريتون وودز" "Bretton Woods" بالولايات المتحدة الأمريكية لتقرير نظام نقدي عالمي إرتكز الذهب على قاعدتين هما:
أ - الذهب كوحدة قياس.

ب -قابلية تحويل الدولار إلى ذهب عند سعر ثابت هو 35 دولار للأوقية (الأونصة).
واستمر هذا الوضع مستقراً حتى الستينات التي شهدت بداية تغيرات بالنسبة للدولار الأمريكي والذهب الذي مرّ بمراحل عديدة يمكن إيجازها فيما يلي¹:
اولاً- تطور دور الذهب في نظام النقد الدولي:

1-إنشاء مجمع الذهب 1961: "Gold Pool":في بداية الستينات استمر العجز في الولايات المتحدة الأمريكية وساد احتمال تخفيض في قيمة الدولار الأمريكي وزادت الأرصدية الدولارية عن الأرصدية من الذهب في الولايات المتحدة الأمريكية، مما أحدث ارتفاعاً في أسعار الذهب حيث وصل سعر الذهب إلى 41 دولار للأوقية سنة 1960.
مما أدى إلى إنشاء مجمع للذهب بهدف الحفاظ على أسعار الذهب وتثبيتها عن طريق التحكم في عرضه وشرائه باستخدام المصارف المركزية للدول 7 الكبار G7¹.
إلا أنه إزاء تزايد الطلب على الذهب في 1968 خاصة في سوق لندن لم يستطع هذا المجمع تلبية الطلب المتزايد وألغى المجمع وترك لسوق لندن الحرية في تحديد أسعار الذهب وفقاً للعرض والطلب.
2- السوق المزدوجة للذهب: عقب إلغاء مجمع الذهب أعلنت الولايات المتحدة الأمريكية أنها سوف تستمر في بيع وشراء الذهب بالسعر الرسمي 35,20% دولار للأوقية للسلطات النقدية شرط تعهد محافظي المصارف المركزية بعدم عرضه في السوق الخاصة أو تلبية إحتياجات الأفراد وهكذا تم التفرقة بين²:

¹ - أمل زكي، عصام عبد الكريم ، دور الاحتياطي بالبنك المركزي ، رسالة ماجستير غير منشورة جامعة عين الشمس، 1997، مصر، ص 18.

- د/ وسام الملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي قضايا نقدية ومالية، دار المنهل، لبنان، 2001، ص 242.

- الذهب النقدي (سعره محدد بـ 35,20 دولار للأوقية).
- الذهب الصناعي أو الغير نقدي (سعر يتحدد بالعرض والطلب)، وفي عام 1971 أعلنت الولايات المتحدة الأمريكية إلغاء قابلية تحويل الأرصدة الدولارية إلى ذهب.
- 3-النهاية الرسمية للدور النقدي للذهب 1978:في سنة 1973 ألغيت السوق المزدوجة للذهب رسميا وحدثت بعد ذلك تطورات عديدة جعلت سعر الذهب يبتعد عن السعر الرسمي مقتربا من سعر السوق وذلك لعدة أسباب منها:
 - اتفاق وزراء مالية الدول الجماعة الأوروبية على تسوية حساباتهم بالذهب بسعر السوق.
 - اتفاق أعضاء نادي باريس على إستخدام المؤسسات الرسمية للذهب المقوم بسعر السوق كضمان للقروض التي تعقد فيما بينها.
 - موافقة صندوق النقد الدولي في 1974 على تعديل أساس تقييم حقوق السحب الخاصة على أساس مقدار معين من 16 عملة بدلاً من 0,8888 غرام ذهب.
 - رفع الحظر على مواطني الولايات المتحدة الأمريكية بالاحتفاظ بحيازات خاصة من الذهب مثل بقية مواطني الدول.
- كل هذه التطورات أدت إلى إلى إنبهار القاعدتين الأساسيتين التي إرتكز عليهما الذهب حيث تم إلغاء قابلية تحويل الدولار إلى ذهب وإلغاء السعر الرسمي للذهب وتركه لقوى السوق وأعلن رسميا عن انتهاء دور الذهب من خلال إتفاق جاميكا 1976 الذي أنهى دور الذهب في النظام النقدي الدولي¹.
- ثانيا/المكانة الحالية لدور الذهب النقدي كأحد عناصر احتياطات الصرف الأجنبي:

نتيجة للتطورات السابق عرضها تراجع دور الذهب وتدهورت أهميته النسبة كأحد عناصر الاحتياطات، خاصة في ظل الثبات النسبي للمعروض من الذهب مقارنة بعناصر الاحتياطات الأخرى. ويتكون المعروض من الذهب من ما تطرحه البنوك المركزية من الذهب المحتفظ به لديها من جهة، علاوة على الشحنات التي ترد إليها من الدول المنتجة من جهة أخرى.

فمن خلال الجدول (1-3) نجد تركيز إنتاج الذهب لدى بعض الدول الأساسية في إنتاجه وهي: جنوب أفريقيا، الولايات المتحدة الأمريكية، أستراليا، كندا، الصين، أندونيسيا، روسيا، غانا.

جدول (1-3): الدول الرئيسية المنتجة للذهب في سنة 2007 (الأرقام بالطن).

الدولة	جنوب إفريقيا	الولايات المتحدة الأمريكية	أستراليا	كندا	الصين	أندونيسيا	روسيا	غانا
الكمية	272	242	274	104	247	85	159	66

د/ وسام الملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، مرجع سابق، ص 452.

الفصل الأول: الإطار النظري لاحتياطات الصرف الأجنبية

								المنتجة
--	--	--	--	--	--	--	--	---------

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على احصاءات مجلس الذهب العالمي.

1 تعريف احتياطي الذهب النقدي:

يعرف دليل الحسابات القومية الصادر عن هيئة الأمم المتحدة سنة 1993: الذهب النقدي¹: أنه الذهب المملوك من قبل السلطات النقدية ويخضع لسيطرتها ويعتبر أصلاً من أصولها ومعلوماً من إحتياطاتها الأجنبية ويعامل جميع الذهب المحتفظ به من قبل المؤسسات المالية عدا البنك المركزي باعتباره سلعة أو مخزون أو سلعة ثمينة".

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

ويقوم مجلس الذهب العالمي² كل سنة بنشر تقرير حول احتياطات الذهب النقدي الرسمية، حيث تعتبر الولايات المتحدة صاحبة أكبر احتياطي من الذهب بمقدار 8,1335 طن (2007).

ونلاحظ في الجدول (1- 4) مقدار احتياطات الذهب النقدي لبعض الدول .

الجدول (1- 4): احتياطي الذهب النقدي لبعض الدول: (الأرقام بالطن).

الدولة	الولايات م الأمريكية	ألمانيا	صندوق النقد الدولي	اليابان	الصين	روسيا
احتياطي الذهب النقدي 2005	8,133,5	3,427,8	3,217,3	765,2	600,0	386,6
احتياطي الذهب النقدي 2007	8,133,5	3417,4	3,217,3	765,2	600,0	438,2
الدولة	لبنان	بنك التسويات الدولية	الجزائر	ليبيا	العربية السعودية	جنوب إفريقيا

¹ - الأمم المتحدة، دليل نظام الحسابات القومية 1993، نيويورك، 1993، ص ..

² لندن . [world gold council](http://www.worldgoldcouncil.org) - يعتبر أعلى هيئة عالمية تهتم باقتصاديات الذهب (الإنتاج ، الأسعار ، المخزون)

الفصل الأول: الإطار النظري لاحتياطات الصرف الأجنبية

123,9	143,0	143,8	173,6	185,3	286,8	احتياطي الذهب النقدي 2005
124,1	143,0	143,8	173,6	142,7	286,8	احتياطي الذهب النقدي 2007

المصدر: مجلس الذهب العالمي، إحصاءات الذهب النقدي، لندن، 2007، ص 3.

2- نصيب الذهب النقدي في احتياطات الصرف الاجنبي

حيث نلاحظ تزايد احتياطات الذهب النقدي لدى السلطات النقدية وهذا راجع إلى ثقة هذه الدول في الذهب باعتباره مخزن للقيمة يكتسب قوته من نفسه، أما سائر العملات الأخرى فتكتسب قوتها من قوة الدولة وما لها من قوة اقتصادية وبذلك يعتبر الذهب مستودع أمين للثروة النقدية.

ورغم انتهاء دور الذهب النقدي رسمياً كأحد ركائز النظام النقدي العالمي إلا أن السلطات

النقدية ما زالت تحتفظ به كأصل نقدي أنظر الجدول (1-5).

الجدول (1-5): تطور النصيب النسبي لاحتياطي الذهب النقدي في إجمالي احتياطات الصرف

الأجنبي خلال الفترة مارس 2008، جوان 2008 (نسبة مئوية).

الدول الفترة	وم الأمريكية	بريطانيا	الصين	اليابان	لبنان	الجزائر	المملكة العربية السعودية
مارس 2008	79,8%	15,5%	1,1%	2,3%	39,5%	4,3%	11,5%
جوان 2008	78,2%	14,8%	1%	2,1%	36,9%	3,7%	11,1%

المصدر: مجلس الذهب العالمي، احتياطات الذهب الرسمية الدولية، لندن، مارس 2008، ص 21.

ثالثاً- الجدول الاقتصادي حول اعتبار الذهب النقدي عنصر من احتياطات الصرف الأجنبية الحالية:

فالبعض يذهب إلى¹: استمرار الذهب كعنصر للاحتياطيات في كونه عملة احتياطي مستقرة وأمنة ولأي دولة لديها فائض وأن مسألة خروج الذهب من الاحتياطي أمر غير وارد، وأن ما تقوم به الدول الأوروبية من بيع للذهب مجرد خطوة لتعزيز عملاتها، ويحذر أصحاب هذا الرأي من اندفاع الدول النامية خاصة إلى بيع احتياطياتها من الذهب النقدي حيث أثبتت التجارب أن الدول التي تحتفظ باحتياطات كبيرة من الذهب تكون أقدر على مواجهة الأزمات الاقتصادية كما ثبت ذلك من خلال أزمة جنوب شرق آسيا التي مكنتها احتياطياتها من الذهب الكبيرة من تجاوز أزمته المالية التي عصفت بها.

¹ - عيد الحليم محيسن، الاقتصاد الخليجي، مجلة اقتصادية دورية، الأمانة العامة لإتحاد غرف مجلس التعاون الخليجي، العدد 90، سبتمبر، أكتوبر 1999، ص 25.

كما أن الطلب العالمي على الذهب سيزداد خاصة من خلال الصناعات الحديثة المتطورة التي تستحوذ على 60 % من الإنتاج العالمي للذهب ومنها الصناعات الطبية والمواصلات والاتصالات العسكرية والفضاء والأسلحة.

وليس بمقدور الدول النامية على وجه العموم والدول العربية المصدرة للنفط خاصة الخروج من قاعدة الذهب لأنها تمتلك احتياطات كبيرة منها.

كما أن الذهب كأحد عناصر احتياطات يتمتع بمزايا لا يتمتع بها أي عنصر آخر منها²:

أ/ ارتفاع سعر الذهب نتيجة التضخم مما يعني أنه على الرغم من الاحتفاظ به لا يدر أي عائد إلا أنه يحتفظ بقيمته لمواجهة آثار التضخم.

ب/ الزيادة في حيازة الذهب لا تتطوي على أية ضغوط تضخمية لأنه مورد يخضع للندرة على عكس العملات الأجنبية الذي يزيد عرضها وفقاً لمتطلبات داخلية للدول.

ج/ تقلبات الأسعار لا تقتصر على أسعار الذهب فقط بل تمتد لتشمل باقي الاحتياطات خاصة العملات الأجنبية بفعل عامل المضاربة وغيرها من العوامل.

د/ انخفاض عملات الاحتياطي يؤدي إلى التفكير في زيادة قيمة الذهب النقدي.

فعلى إمتداد السنوات الماضية تزامن انخفاض قيمة الدولار مع الإرتفاع الهائل والمستمر في أسعار السلع الأساسية المسعرة بالدولار (السلع الدولية) كالنفط والذهب.

2- وعلى الجانب الآخر يذهب البعض إلى أن: استمرار الذهب كعنصر من عناصر

الاحتياطات رغم انتهاء دوره يعد من أسس عدم الاستقرار في النظام النقدي الدولي كما أنه يصعب اعتبار الذهب ضمن الاحتياطات الدولية أو أحد أشكالها لعدة أسباب منها²:

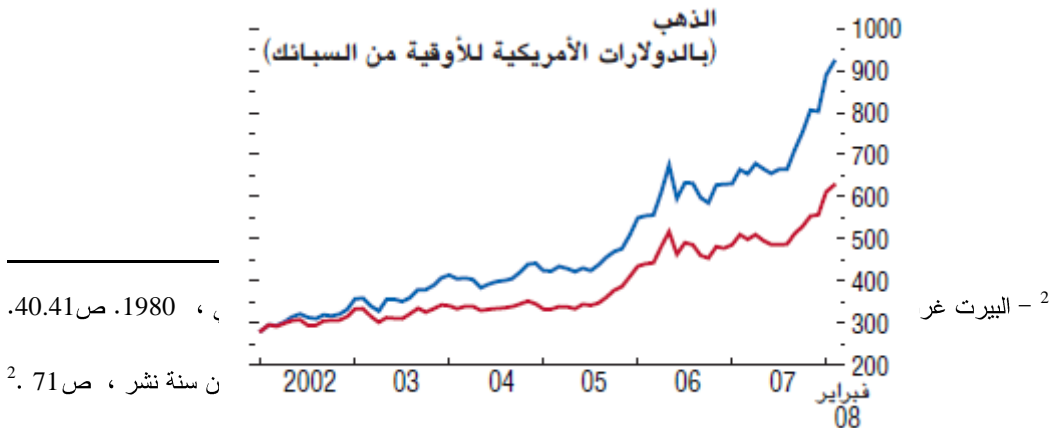
أ/ الاحتفاظ بالذهب لا يدر أي عائد بل ينطوي على تكلفة ربما تكون عالية (تكلفة الفرصة البديلة).

ب/ صعوبة تقييم سعر الذهب نظراً لتقلبات أسعاره حيث ارتفع سعر الذهب من 225,5 دولار

لأوقية عام 1992 ليصل في مارس 2008 إلى 1000 دولار للأوقية للمرة الأولى في التاريخ

بسبب تراجع قيمة الدولار. ويبين المنحنى البياني تطور أسعار الذهب.

الشكل (1-1): تطور اسعار الذهب بالدولار للأوقية



المصدر :صندوق النقد الدولي ، تقرير التوقعات الاقتصادية العالمية ، اكتوبر 2008.ص155

1- لماذا تحتفظ المصارف المركزية بالذهب؟:

منذ فترة طويلة والمصارف المركزية تحتفظ بالذهب كجزء من احتياطاتها ويبلغ المخزون من الذهب لدى السلطات النقدية اليوم حوالي 30000 طن والذي يماثل لما في حوزتها منذ 60 عاما، وإن أشارت المصارف المركزية أحيانا إلى أن الحفاظ على هذه الاحتياطات من الذهب النقدي يتسم بعدم الكفاءة بالمقارنة مع احتياطي العملات الأجنبية إلا أن هناك أسباب وجيهة للبلدان لمواصلة جزء من إحتياطات الصرف الأجنبي على شكل ذهب.

وفي دراسة حديثة صدرت عن مجلس الذهب العالمي " 2008" بعنوان "لماذا تحتفظ المصارف المركزية بالذهب" ؟¹ why central banks hold gold .

بينت أن هناك عوامل جد مهمة تجعل من البنك المركزي يمتلك الذهب ومنها:

أ -التنوع:انطلاقا من أدبيات إستراتيجيات الإستثمار في الأسواق المالية الدولية يعتبر التنوع أمر مهم بالنسبة لمحفظه الأصول المالية الأجنبية المملوكة للسلطات النقدية، حيث نادرا ما يكون من المعقول على مديري المحافظ المالية وضع كل الأصول في استثمارات واحدة ويقوم التنوع على فكرة "لاتضع كل البيض في سلة واحدة" أو المثل العربي "ليس المخاطر بمحمود وإن سلم" فكلما زاد التنوع في استثمارات المحفظة كلما إنخفضت المخاطرة التي يتعرض لها العائد⁽²⁾.

من الواضح أن سعر الذهب يمكن أن يتقلب ولكن كذلك بالنسبة للعملات الأجنبية (أسعار الصرف، أسعار الفائدة) المكونة للاحتياطات، ومنه فإستراتيجية التنوع في الاحتياطي من النقد الأجنبي توفر عائداً أقل تقلبا من الإستناد إلى أصل واحد، وإن للذهب خصائص تنوع جيدة في المحفظة وتتبع هذه الحقيقة من:

- إن قيمة الذهب يحددها العرض والطلب في أسواق الذهب العالمي في حين أن العملات والأوراق المالية الحكومية تعتمد على وعود حكومية (التزامات) وتغيرات السياسة النقدية في المصارف المركزية أي أن الذهب أصل مالي لا يمثل مطالبات مالية عكس العملات القيادية.

ب- الأمن الاقتصادي: إن للذهب قوة شرائية حقيقية في المدى الطويل على عكس العملات تفقد قيمتها على المدى البعيد، فلا يمكن للذهب أن يتأثر بالتشوهات السعرية.

1- world gold council (WGC), why central Banks hold gold,london. 2008.p2
(2) - د/ منير إبراهيم هندي، أساسيات في الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف مصر، 1999، ص 425

ج- الأمن المادي: إن الاحتياطات المتمثلة في أوراق مالية حكومية أجنبية معرضة للتجميد (تجميد الأصول) ومثال ذلك سندات الخزينة الأمريكية)، والذهب أقل عرضة بكثير.

د- الثقة: إن امتلاك الحكومات للذهب ممثلة في السلطات النقدية يعطي الثقة للأفراد وتكون الأوراق النقدية غير معرضة للتضخم كما أن وكالات التصنيف الائتماني تعطي أهمية للدول التي تملك الذهب في إحتياطياتها وهو مؤشر الثقة الائتمانية للبلد.

هـ- إحتياجات الغير متوقعة: إن الذهب يمثل شكل من أشكال التأمين ضد المستقبل (عدم اليقين) والذي يشمل الحروب، التضخم، الأزمات المالية الدولية، وحالات الطوارئ حيث تحتاج الدول إلى الموارد السائلة، فالذهب هو أصل مالي له سيولة ومقبول عالمياً وكوسيلة دفع وكضمان للإقتراض.

و- الدخل: يوصف الذهب في بعض الأحيان على أنه أصل غير مدر للدخل، وهذا غير صحيح، حيث أن ثمة إقراض للذهب في أسواق الذهب، ويمكن أيضاً المتجارة به لتوليد الأرباح، قد يكون هناك "تكلفة الفرصة البديلة" لكن المزايا التي يحملها الذهب قد تعوض أياً من هذه التكاليف.

ي- التأمين: إن تكلفة الفرصة البديلة لإحتياطي الذهب النقدي يمكن اعتبارها كعلاوة تأمين "Insurance Premium" ومن يدفع هذا الثمن أي البنك المركزي عمد إلى توفير الحماية ضد احتمالات التعرض إلى صدمات لها أضرار شديدة على الاقتصاد الوطني.

2- المعدل المحفوظ به على شكل ذهب:

إن مسألة معدل احتياطي الذهب الذي يجب الاحتفاظ به من قبل السلطات النقدية هو أمر متروك للبلدان والمصارف المركزية للبحث فيه في ضوء ظروفها الخاصة والمعدل الدولي هو 10,2% بأسعار السوق الحالية¹، ولكن في دول الإتحاد الأوروبي لا تقبل عضوية أي بلد دون المعدل الأدنى لاحتياطات الذهب ويشترط البنك المركزي الأوروبي على الدول الأعضاء معدل 15%²، كما يبلغ نصيب إحتياطي الذهب بريطانيا إلى إجمالي إحتياطياتها 9%، أما الولايات المتحدة الأمريكية يبلغ الذهب حوالي 75% من إحتياطياتها من الصرف الأجنبي، فامتلاك الذهب مهم بالنسبة للدول التي تواجه تقلبات في تميمتها الاقتصادية أو ظروفها السياسية فيجب إعادة النظر في مستوى احتياطياتها.

المطلب الثاني: احتياطي العملات الأجنبية (العملات الاحتياطية).

إن العلاقات النقدية بين البلدان تتطلب وجود "نقد عالمي" يمكن من خلاله قياس أسعار قيم السلع والخدمات في التجارة الدولية من ناحية، علاوة على استخدامه كوسيلة لتسوية المدفوعات الجارية بين البلدان والمتجسدة في الالتزامات المالية.

1- world gold council (WGC), why central Banks hold goldOp-cit .,p2.

² - إيكارت ورتز، دور الذهب في العملة الموحدة لدول مجلس التعاون، الخليجي، مركز أبحاث الخليج، الإمارات العربية، 2005، ص 39.

ومن هنا تتجلى أهمية النقد في العلاقات الاقتصادية الدولية، فالوظيفة الأساسية للنقد في التجارة الدولية تتشابه إلى حد كبير دورها في التبادل المحلي وهي³: تسهيل عملية التبادل فيما بين البلدان المختلفة.

وقد مرت النقود عبر أدوارها الرئيسية في العلاقات الاقتصادية الدولية بأشكال متعددة كانت تعكس في كل منها معطيات النظام النقدي العالمي السائد آنذاك.

فمنذ القرن 19 وحتى عام 1914 كان "الذهب" يقوم بمهمة النقد العالمي، وبعد انهيار قاعدة الذهب، تطلب الأمر وجود ما يعوض الذهب كنقد دولي بالشكل الذي يمكن من خلاله تحقيق التعادل في أسعار قيم السلع والخدمات وتسوية المدفوعات على الصعيد الدولي ومن هنا برز السؤال التالي: ما هي العملة التي يمكن أن تقوم بهذه المهمة وأن تكسب قبولاً و اعترافاً من قبل جميع بلدان

العالم في وقت تسود فيه قاعدة العملات الورقية والتي انتشرت على إثر انهيار قاعدة الذهب؟ والجواب هو: العملات الأجنبية القوية (عملات الاحتياطي).

أولاً- تعريف عملة الاحتياطي: « **réserve currency** ».

إن التحليلات المتعلقة بعملات الإحتياطي لها جذور في أدبيات "نظرية النقود الدولية"

« theory of international money » والمطورة من قبل مجموعة من الباحثين في الإقتصاد

الدولي (1969) Swboda، (1971) Cohen، (1977) Mckinnon، (1981) Kindlberger، (1984) Krugman.

ويقصد بعملات الاحتياطي "العملات الوطنية القوية والقابلة للتحويل والشائعة الاستخدام في

تسوية المدفوعات الدولية وتقبل الدول على الاحتفاظ بها كأداة للتسوية على المستوى العالمي"¹

وتشمل كافة أنواع النقد الأجنبي الذي يتمتع بصفة القبول العام في تسوية المعاملات الدولية،

ويقبله الدائنون والمدينون في تسوية علاقات الدائنية والمديونية بينهم².

وفي الوقت الحاضر تشمل هذه العملات مجموع العملات القوية ذات الاستخدام الواسع في

تكوين احتياطات البلدان من النقد الأجنبي وهي 5 عملات: الدولار الأمريكي اليورو الأوروبي، الين

الياباني، الجنيه الإسترليني، الفرنك السويسري.

ويطلق عليه عملة الاحتياطي عدة مصطلحات منها: عملات إرتكازية ويرجع ذلك إلى وجود

توابع لكل عملة إرتكازية، ويطلق عليها أيضاً العملات القوية نسبة إلى القوة الاقتصادية للدولة صاحبة

³ - عرفان تقي الحسين، التمويل الدولي، مجدلاوي، عمان، الأردن، 2002، ص 30.

¹ - Gabrielle Galati, Philip woold ridge, « **the euro as a reserve currency : a challenge to the pre-eminence of the us dollar ?** BIS working papers , no218. basle.switzerland,2006.p1.

² - رمزي زكي، التاريخ النقدي لتخلف، دراسة في أثر نظام النقد الدولي على التكوين التاريخي للتخلف بدول العالم الثالث، سلسلة عالم المعرفة، الكويت، 1987، ص 160.

الفصل الأول: الإطار النظري لاحتياطات الصرف الأجنبية

العملة، ويطلق عليها كذلك العملات الصعبة نظرا بندرة العملة أي قلة عرضها بالنسبة لحجم والطلب عليها³.

فالعملة الدولية هي العملة المستعملة خارج البلد المصدرة لها من قبل غير المقيمين (الأجانب) مع المقيمين (بلد المصدر العملة) أو المقيمين في دول العالم الثالث).

فالعملة الدولية هي تلك العملة التي يستخدمها المقيمون داخل وخارج البلد المصدر لها، عكس العملة المحلية التي تستخدم فقط داخل بلد الإصدار.

إن الاستخدام الدولي يعني استخدام المقيمين من هذا البلد لهذه العملة أي خارجها لعملة بلد ما⁴.

إن عملة الاحتياطي هي العملة التي ترغب الحكومات والمؤسسات الدولية الاحتفاظ بها ضمن

احتياطياتها في الصرف الأجنبي.

وإذا نظرنا إلى النصيب النسبي الذي تحتله العملات الأجنبية من جملة ما تملكه وبخاصة الدول النامية من احتياطات الصرف الأجنبي فسوف نلاحظ أن هذا النصيب لازال يمثل حصة الأسد في تكوين هذه احتياطات إذ بلغ حوالي 36.2% في نهاية سنة 1997 وبلغ حوالي 46.6 في نهاية عام 2006. وهو ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول (1- 6): تطور النصيب النسبي لعملات الاحتياطي إلى إجمالي احتياطي الصرف الأجنبية خلال الفترة (1997-2007). (النسبة المئوية من إجمالي احتياطات الصرف الأجنبي)

السنوات البلدان	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
كل البلدان	21.3	22.1	22.6	21.7	23.6	25.5	26.6	29.5	32.4	33.9	33
البلدان الصناعية	2.1	1.1	0.7	0.4	0.1	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
البلدان النامية	36.2	36.5	37.6	36.1	38.1	40.6	41.9	45.3	46.7	46.6	74

المصدر: صندوق النقد الدولي، التقرير السنوي (نسبة مئوية من إجمالي احتياطي الصرف) الملحق

رقم 01، الطبعة العربية، واشنطن، و.م.أ، 30 أبريل، 2007، ص3.

ثانيا: دور ومحددات عملات الاحتياطي:

1- الاستخدامات الدولية للعملة (الدور الدولي للعملة)

³ - مجدي محمود شهاب، الاقتصاد الدولي المعاصر، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2006، ص 290.

⁴ - أكسل بيرتوش، البيرو أكثر عالمية، مجلة التمويل، دار التنمية، العدد 1، مارس 2007، صندوق النقد الدولي، واشنطن الو.م.أ، ص

تبين المبادئ الأولية للاقتصاد النقدي أنه في الاقتصاد الواحد تؤدي النقود ثلاث وظائف أساسية: ¹ فهي تستخدم كوسيط للتبادل، ووحدة حساب، ومخزن للقيمة. وانطلاقاً من التعريف الوظيفي الذي قدمه "1999Truman" للعملة الدولية انطلاقاً من وظائفها "إن العملة الدولية هي عملة مستعملة من قبل غير المقيمين كأداة للتبادل، كمخزن للقيمة، ووحدة حساب"².
وقد قام الاقتصادي "Krugman" بوضع مصفوفة تبين الدور الدولي لل عملات الدولية من خلال الاستعمال الخاص والاستعمال العام (الرسمي) ³ وهو ما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول (1 - 7): مصفوفة Krugman لوظائف العملات الدولية:

الوظيفة	الاستعمال الخاص	الاستعمال الرسمي
وسيط للتبادل	عملة لتسوية المبادلات التجارية والمالية	كعملة تدخل في سوق الصرف الأجنبي
مقياس للقيمة	عملة فوترة (نقد لتثبيت السعر)	عملة ربط (نقد مرجعي)
مخزن للقيمة	عملة التوظيفات أو التمويل	"عملة إحتياطي"

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

أ - كوسيط للتبادل: (Medium of exchange) استعمال العملة القيادية كوسيط للتبادل ينطلق من أن المبادلات بين الأطراف من أقطار مختلفة بعملة مختلفة لا يتم إلا بالاتفاق على عملة للتسوية وهذا إما باختيار عملة أحد البلدين أو عملة ثالثة
فالقطاع الخاص يستعمل العملة الدولية كوسيط للتبادل سواء في التبادل المباشر للعملات، أو كعملة تدخل في تنفيذ المبادلات غير المباشرة بين آخرين في التجارة الخارجية وصفقات رأس المال الدولية، ويستخدمها القطاع الرسمي أيضاً كعملة تدخل في سوق الصرف الأجنبي وتمويل ميزان المدفوعات.

يمكن التحقق من دور تلك العملة كوسيط للتبادل عندما نرى اشباع دائرة وحجم استخدامها لتسوية المعاملات الدولية وفي عمليات البنوك وأسواق الصرف على المستوى الدولي.
ب - كمقياس للقيمة: (Unit of account) إن استعمال العملة الدولية كوحدة قياس تكون لتحديد قيمة السلع والخدمات محل التبادل وتحديد الفواتير السلعية وتحديد تعادل سعر الصرف.

¹ - د. ضياء مجيد، الاقتصاد النقدي، 2002، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، ص 23.

² - Truman, the evolution of international system, Tokyo, Japan. 1999. p65

³ - Krugman, currency and crisis, Cambridge, UK, 1997. p128.

فالقطاع الخاص يستخدمها في تسديد فواتير تجارة السلع وفي تحديد قيمة الصفقات المالية، وتستخدمها السلطات الرسمية لتحديد التعادل لسعر الصرف.

ويمكن التحقق من دور العملة الدولية (قيادية) كمقياس للقيمة عندما نرى تلك العملة تستخدم بشكل رئيسي في تسعير المنتجات الدولية على المستوى الدولي مثال: أسعار النفط، الذهب وكذلك عندما نرى العديد من العملات الوطنية الأخرى ترتبط قيمتها ارتباطاً لصيقاً بتلك العملة.

بالإضافة إلى هذه الوظائف الثلاث، يضيف البعض وظيفة رابعة وهي إحكام الحلقة الدولية من حيث إمكانية الاقتراض الأجل ثم الطويل الأجل وكذلك ضمان السيولة الملائمة التي يحتاجها النظام النقدي الدولي بشكل دائم.

ج- كمخزن للقيمة: (store of value) أي استعمالها كأداة ادخار أو اكتناز فيستعملها القطاع الرسمي عند اختيار الأصول المالية ويستخدمها القطاع العام مثلاً في البنوك المركزية كاحتياطي صرف وكمقابل للعملة المحلي.

و لعل أحدث تعريف لعملة الاحتياطي هو التعريف الذي يركز على أن عملة الاحتياطي هي العملة المستخدمة من قبل غير المقيمين كمخزن للقيمة .

إن الاستخدام الدولي للعملات من قبل غير المقيمين له إيجابيات وسلبيات بالنسبة للبلد المصدر لهذه العملة¹، وعلى الجانب الإيجابي فإن حيازة عملة قوية دولياً يجعل البلد يتمتع بما يلي:

- تتعزز المكانة الدولية للبلد أو مجموعة البلدان (عملة الاتحاد النقدي) ويتسع نفوذها العالمي.
- انخفاض تكلفة المعاملات وأسعار الفائدة وارتفاع ربحية المؤسسات في المالية الناشئة من ازدياد نشاطها والكفاءة في أسواق رأس المال المحلية .
- القدرة على تمويل عجز الحساب الجاري بنفس عملة البلد.
- تجنب الحاجة إلى تراكم احتياطات الصرف الأجنبي .

إلا أن تدويل العملة يجلب معه مخاطر و سلبيات منها:

- يصبح البلد أكثر عرضة لمخاطر تقلبات رأس المال.
- يصعب تحديد أهداف السياسة النقدية نظراً لأن جزء من العملة محتفظ به في الخارج مما يعقد من إدارة السياسة النقدية.

إن اضطلاع عملة بلد ما بدور النقد العالم يثير في الحقيقة العديد من الإشكاليات بالنسبة للاقتصاد العالمي بالإضافة إلى ما ورد سابقاً، لعل أهمها:

إن أي اضطراب في النظام النقدي المحلي للبلد المصدر لهذه العملة ما يلبت أن يعرض لنظام المدفوعات الدولية للكثير من الهزات و الاضطرابات¹.

¹ - أكسيل بيرتوش ، اليورو أكثر عالمية ، مرجع سابق ذكره ، ص 46.

2- محددات عملات الاحتياطي: **Déterminants of a réserve currency**:

يجب توافر عدة متطلبات لكي تلعب العملة دور "عملة احتياط دولي" « International reserve currency » وهذه المتطلبات إما أن تكون متعلقة بالعملة نفسها أو بالبلد المصدر لهذه العملة وتمثل هذه المتطلبات مصادر للدعم جانب العرض والطلب على هذه العملة من قبل دولة العالم. ومن هذه المتطلبات نجد:²

1. توافر الثقة في قيمة العملة: (**confidence in a currency value**) والمقصود بالثقة تحقيق الاستقرار الداخلي والخارجي لقيمة العملة أي استقرار مستوى العالم للأسعار و استقرار أسعار الصرف، و الاستقرار المطلوب هنا هو الاستقرار النسبي مقارنة بعملات الدول الأخرى. ويعتبر هذا شرطاً ضرورياً لكي تستخدم العملة دولياً كأداة للحساب مخزناً للقيم. فكلما زاد استقرار الأسعار وسعر الصرف في بلد المصدر للعملة، انخفضت تكلفة مخاطر أسواق المال، وارتفعت درجة الثقة في العملة.

إن تحقيق الثقة في قيمة العملة وحمايتها من التقلبات يعتبر من الأهمية بمكان حيث أن معدلات التضخم المرتفع والمتقلبة بالنسبة لمعدلات في بلدان أخرى يؤدي إلى انخفاض في سعر الصرف الحقيقي ويرفع في تكلفة الحصول على المعلومات مما يصعب من إجراء حسابات سليمة للأسعار (والمقصود بالأسعار هنا أسعار السلع والخدمات الداخلة في التجارة الدولية) وتجعل الاحتفاظ بالعملة مقترناً بمخاطر شديدة وبذلك تفقد العملة وظيفتها كعملة دولية.

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

ج- أسواق مالية متطورة: إنه من الضروري توافر للبلد المصدر لهذه العملة أدوات مالية متحررة وواسعة (أي تحتوي على أسواق مالية متنوعة وكبيرة) وعميقة (أي لها سوق ثانوي متطور يضمن السيولة للسوق) فعندما كان الجنيه الإسترليني في ق 19 العملة الدولية المهيمنة كانت لندن أبرز الأسواق المالية في العالم من ناحية العمق والسيولة.

إن الأسواق المالية العميقة والمتطورة تساهم في زيادة الطلب على هذه العملة من قبل البنوك المركزية والمستثمرين.

د- الحجم والانفتاح الاقتصادي: وهو يعبر عنه بالخصائص الاقتصادية للبلد المصدر للعملة (حصة البلد في التجارة الدولية، حجم الاقتصاد).

¹ الإزمنة الاقتصادية في الدول النامية، مرجع سابق ذكره. ص76. - رمزي زكي، الاحتياطات الدولية

- جورج، تافرس، الاستخدام الدولي للعملة، مجلة التمويل والتنمية، العدد 2، 1998، صندوق النقد الدولي، واشنطن، ص43،²

ص44.

- حصة البلد في التجارة الدولية: كلما كانت حصة البلد في التجارة الدولية أكبر كانت عملة هذا البلد مألوفة لدى المستورد والمصدر، وتكون أكثر نفعاً كوحدة حساب و وسيط للتبادل. ويمكن قياس ذلك بمؤشرات الانفتاح الاقتصادي (التجاري والمالي):

$$\frac{\text{الصادرات} + \text{الواردات}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}} = \text{مؤشر الانفتاح التجاري}$$

رؤوس الأموال الواردة + تدفقات رؤوس الأموال الصادرة

مؤشر الانفتاح المالي =

PTB الناتج المحلي الإجمالي

- حجم الاقتصاد: يقاس بمدى مساهمة البلد في الإنتاج العالمي معبرا عنه بالناتج المحلي الإجمالي للبلد نسبة إلى الإنتاج العالمي، فكلما كبر حجم الاقتصاد زاد التأثير الاقتصادي المحتمل الذي يمارسه البلد على الاقتصاد العالمي وهو ما سنراه لاحقا.

بالإضافة إلى ما سبق ويحدد الاقتصادي M.W.Scammell. إسكامل في كتابه الصادر سنة 1956 بلندن بعنوان: "السياسة النقدية" 4 شروط أساسية لهذه العملة وهي¹:

- أن هذه العملة يجب أن تكون عملة دولة ذات مكانة كبيرة في مجال التجارة العالمية.
- 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 تتفرد بميزة نسبية في المحافظة على قيمتها بالقياس إلى سائر العملات الأخرى.
- أن هذه العملة يجب ألا تخضع للندرة الدورية.
- أن هذه العملة يجب أن تكون مرتكزة في بلدها الأصلي على نظام نقدي ومصرفي على درجة كبيرة من التقدم والكفاءة.

فإذا توافرت هذه الشروط في عملة أي بلد فإن تلك العملة مؤهلة لأن تلعب دور "النقد العالمي" International money" وسوف تسعى المصارف المركزية العالمية إلى الاحتفاظ بها كعنصر من عناصر احتياطياتها من الصرف الأجنبي.

ثالثا- هيكل الاحتياطات من العملات القيادية:

¹اللزامة الاقتصادية في الدول النامية، مرجع سبق ذكره، ص 74-75. - رمزي زكي، الاحتياطات الدولية

الفصل الأول: الإطار النظري لاحتياطات الصرف الأجنبية

يتسم هيكل احتياطات الصرف الأجنبية بصفة عامة بسيطرة العملات الاحتياطية الدولية على باقي عناصر احتياطات الصرف الأجنبي (الذهب SDR شريحة الاحتياطي)، ومن جهة أخرى يتسم هيكل العملات الاحتياطية الدولية بسيطرة عملة أو عملتين عن باقي العملات القيادية الأخرى.

الجدول (1- 8): هيكل عملات الاحتياطي المكونة لاحتياطات الصرف الاجنبي العالمي.٪

2008	2002	هيكل عملات الاحتياطي الدولي
72,8	71,6	الدولار
3,9	2,7	الجنيه الاسترليني
3,2	4,4	الين الياباني
0,1	0,1	الفرنك السويسري
17,6	19,7	اليورو الاوروبي
2,6	1,3	عملات اخرى

Source : IMF,Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity,2008.p03

ورغم أن قيام عملة بلد ما بدور عملة الاحتياطي الدولي يؤدي إلى اضطراب النظام النقدي الدولي ويعرض نظام المدفوعات الدولية لكثير من الهزات، إلا أن الدولار الأمريكي ما زال يسيطر على سلة الاحتياطي رغم الانخفاضات الحادة في قيمته.

1- محددات هيكل عملات الاحتياطي:

عند تحديد المزيج الأمثل من العملات المكونة للاحتياطي ينبغي الاحتفاظ بالعملات التي تكون أكثر تداولاً وقبولاً وتتيح في نفس الوقت فرصة واسعة للاستثمار في أدوات السوق النقدي العالمي تحقيقاً لمعيار السيولة، ورغم التطورات التي عصفت بالدولار الأمريكي باعتباره العملة القائدة وذلك بعد فصل علاقته بالذهب سنة 1971 و رغم ما طرأ عليه من تقلبات إلا أنه ما يزال حتى الآن العملة المسيطرة على تكوين احتياطات الصرف الأجنبية في مختلف بلاد العالم.

إن المشكلة التي تواجه مديري احتياطات الصرف الأجنبية في قضية المزيج الأمثل للعملات الأجنبية باعتبارها احتياطات نقدية، هي ما تتعرض له أسعار هذه العملات من تقلبات شديدة في أسواق النقد الدولي.

ففي ضوء فلسفة التعويم لأسعار الصرف في الدول المتقدمة، فإن المغالاة في تركيب عملة ما من تلك العملات التي تتعرض أسعار صرفها للتقلبات الشديدة قد يؤدي إلى تحقيق خسارة مالية

كبيرة¹، لهذا يتعين على المصارف المركزية في إدارتها لاحتياطات العملات الأجنبية أن تتوخى الحذر في اختيار العملات الأجنبية، فالأهم الاحتفاظ بمحفظة متنوعة بين كتلات العملات الأجنبية الرئيسية السابق ذكرها.

إن مسألة الاختيار بين العملات الأجنبية تحكمها بالإضافة إلى ما سبق العوامل التالية:

- نمط التجارة الخارجية للبلد (من حيث التوزيع الجغرافي للصادرات والواردات).
 - التركيب الهيكلي للدين الخارجي وتوزيعه فيما بين العملات الرئيسية.
- إن الكتابات الأكاديمية حول موضوع هيكل عملات الاحتياطي والتي تربط محفظة الاحتياطات للمصارف المركزية بالبلد الملاحظ أو بخصائص عملات الاحتياطي، نجد عدة دراسات ومنها:²
- دراسة كل من « heller » « Knight » سنة (1978)، والتي وجدت أن كل من نظام سعر الصرف المتبع من قبل البلد، ونمط التجارة الخارجية كافيان لتحديد هيكل عملات الاحتياطي لأي بلد فهذه الدراسة أثبتت أن دافع المعاملات « transaction motives » هو أهم محدد أي الحاجة إلى التدخل في سوق الصرف، الحاجة إلى تغطية الواردات، الحاجة التي تغطيه مدفوعات الدين الخارجي.
 - دراسة كل من « dooley »، « lizondo »، « mathison » سنة 1989 عززت الدراسة السابقة ووجدت أن نظم أسعار الصرف والتدفقات التجارية هي محددات تجريبية لهيكل عملات الاحتياطي.
 - دراسة كل من « Mathieson »، « Eichengreen » سنة 2000 شملت هذه الدراسة حوالي 84 بلدا من الاقتصاديات الناشئة والمتحولة للفترة (1979-1996) حيث أثبتت أن كل من عملة التثبيت (عملة الربط) و كذا التدفقات التجارية، والتدفقات المالية هي كمحددات لهيكل عملات الاحتياطي.
 - دراسة كل من: « Frankel »، « Chinn » سنة 2006 وحدت أن كل من حجم البلد (الاقتصاد) ومعدلات التضخم وتغيير أسعار الصرف (درجة تقلب أسعار الصرف) وحجم أسواق المال هي محددات كافية لنعين عملة الاحتياطي في محفظة الاحتياطات للمصارف المركزية.
 - دراسة « Wong » سنة 2007 حيث اختبرت أثر تغيير أسعار الصرف في الماضي على نصيب العملات الاحتياطي من العملات، وذهب إلى أسلوب التنويع في العملات كحل لمشكلة تطاير أسعار صرف العملات.

- زايري بلقاسم، إدارة احتياطات الصرف و تمويل التنمية في الجزائر، مرجع سابق، ص 18. ¹

² - the international role of the euro , european central bank, 2008, p59 .

- وصفوة القول أن الأدبيات التجريبية تثبت قوة و دوافع المعاملات وخصائص عملة الاحتياطات كمحددات لهيكل احتياطي الصرف الأجنبي بالمصارف المركزية.
- دراسة لصندوق النقد الدولي سنة 2000 بعنوان¹: "الإستراتيجيات المحددة لهيكل عملات الاحتياطي". « the strategy for determining the currency composition of reserves » حيث وجدت هذه الدراسة أن هناك 4 معايير محددة لهذا الهيكل:
- **منهج تغطية الدين قصيرة الأجل** « Short – term – debt approach »: إذا كان الهدف من كفاية، احتياطات الصرف الأجنبية هو تغطية الدين قصير الأجل، يمكن أن تكون العملات المسماة بها الديون الخارجية قصيرة الأجل هي العملات المكونة لاحتياطي العملات الأجنبية.
- **منهج الأمثلة / التنوع: optimisation / diversification approche** إن حركات أسعار الصرف وأسعار الفائدة فهي العوامل المحددة للعوائد والمخاطر فزيادة الربحية و تدنية المخاطر يجب التنوع للمحفظة (منهج التنوع) أما منهج الأمثلة يستعمل الشواهد التاريخية كمحددات لمقاربة المحفظة الاستثمارية.
- **منهج القوة الشرائية: purchasing power approach**: بعض الدول التي تستطيع الوصول إلى أسواق رأسمال الدولية للتكيف ضد صدمات الحساب الجاري (الواردات المستقبلية) ودفع الديون الخارجية.
- فالعملات المسماة (denomination) بها هذه الواردات والديون تكون كمحدد لهيكل العملات الاحتياطية، إن هذا النهج يبحث المحافظة على القوة الشرائية للاحتياطات في صيغة التزامات .
- **منهج التكلفة** « Cost – of – carry approach » في البلدان أين احتياطات الصرف الأجنبي مقترضة (borrowed) الأهداف الاستثمارية هي تدنية تكلفة بحيازة لهذه الاحتياطات، حيث تكون الاستثمارية مرتبطة بالالتزامات الأجنبية حتى انقضائها (مخاطر أسعار الفائدة). وهيكل العملات الاحتياطية.
- ف نجد مثلا هيكل احتياطات العملات الأجنبية لكوريا الجنوبية يتحدد بهيكل الدين الخارجي، وهيكل المدفوعات الجارية، وعمق السوق، وحجم الأصول الاحتياطيات، أما هيكل احتياطات الصرف الأجنبي لإسرائيل يتحدد بهيكل الواردات، وهيكل الديون الخارجية في السنة الجارية، أما في كندا فيتحدد بشكل الأجنبية، وفي كولومبيا فيتحدد بهيكل العملات المسماة التدفقات العكسية (outlaws).
- المطلب الثالث: حقوق السحب الخاصة وموقف الدولة لدى صندوق النقد الدولي**
- أولاً- حقوق السحب الخاصة: SDR (spécial drawing rights).**

¹ -jack boorman, dtrefan ingves international monetary fund (IMF), issues in reserves adequacy and management, review of department of monetary and exchange affairs and policy development, October 15, 2001, p11-p13.

عرف النظام النقدي الدولي القائم على نظام "بريتون وودز" مشاكل عدة، ومنها عدم ملائمة نمو السيولة الدولية مع معدل نمو التجارة الخارجية للدول وحركات رؤوس الأموال، وقصور دور الذهب النقدي وفقدان الثقة في الدولار الأمريكي. فالعرض العالمي للأصول الأساسية المستخدمة كاحتياطات وهي الذهب والدولار أثبتت عدم كفايتها لتحمل التوسع التجاري العالمي والتطور المالي العامل في تلك الفترة. مما أدى إلى عقد مشروع "ريو" تحت رعاية الدول العشر¹ سنة 1967 الذي تم الاتفاق خلاله على إنشاء أصل احتياطي تستخدم كاحتياطات برعاية IMF. وذلك من أجل تحقيق أهداف عدة منها جعل وحدات DTS² الوسيلة الأولى للمدفوعات والاحتياطات الدولية حيث أعربت الدول الإعفاء في صندوق النقد الدولي في مواد الاتفاقية عن عزمها أن تصبح وحدات DTS العنصر الرئيسي في نظام النقد الدولي بالإضافة إلى زيادة السيولة الدولية المتاحة كاستجابة للقلق المنتشر من عدم كفاية نمو السيولة الدولية.

1 مفهوم حقوق السحب الخاصة: يعرف دليل الإحصاءات النقدية والمالية الصادر عن صندوق النقد الدولي سنة 2000 حقوق السحب الخاصة على أنها³ "أصول احتياطية دولية أنشأها صندوق النقد الدولي سنة 1970 ويخصصها لأعضائه لاستكمال الاحتياطات الرسمية الموجودة، ولا يتحمل أعضاء الصندوق الذين تخصص لهم وحدات حقوق السحب الخاصة التزاماً فعلياً (غير مشروط) بسداد حقوق السحب الخاصة المخصصة لهم وتقتصر حيازة حقوق السحب الخاصة على البلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي وعدد محدود من المؤسسات المالية الدولية المصرح لها بالحيازة، وتمثل الحيازات في حقوق السحب الخاصة حقوقاً غير مشروطة للحصول على النقد الأجنبي أو أصول احتياطية أخرى من أعضاء الصندوق الآخرين". إن حق السحب الخاص لا يمكن أن تجريه إلا السلطات النقدية والتي يُشترط عضويتها في الصندوق، ويعتبر نوعاً من السيولة الغير المشروطة، حيث إذا قامت الحاجة إلى السيولة تقدم العضو إلى الصندوق بطلب تعيين عضو آخر يقدم عملات قابلة للتحويل مقابل حقوق السحب الخاصة، وتلتزم الدول المعنية بتقديم هذه العملات القابلة للتحويل ومع ذلك فإن هناك حدوداً قصوى لما تلتزم به الدولة المعنية لقبول حقوق السحب الخاصة.

إن حقوق السحب الخاصة هي احتياطي دولي أنشأ عن طريق صندوق النقد الدولي سنة 1969 لاستكمال قائمة الاحتياطات الرسمية للبلدان الأعضاء، وذلك نسبة إلى نصيبها من الصندوق وهي

¹ - مجموعة الدول العشر: الو. م. أ، ألمانيا، فرنسا، المملكة المتحدة، إيطاليا، السعودية، كندا، الصين، روسيا.

² - Droit de tirages spéciaux, « spécial drawing rights » (SDR).

³ - صندوق النقد الدولي، "دليل الإحصاءات النقدية والمالية" مرجع سابق، ص: 27.

وحدة الحساب في صندوق النقد الدولي وكذلك في الهيأت الدولية الأخرى وتحدد قيمتها بسلة من العملات.¹

وحدة حقوق السحب الخاصة (SDR) هي أصل احتياطي أنشأ الصندوق في عام 1969 لمواجهة الخطر المتمثل في عدم كفاية السيولة الدولية ويتم تخصيص SDR للبلدان الأعضاء (أي توزيعها عليهم) النسبة مئوية من حصصهم، ومنذ إنشاء SDR خصص الصندوق ما قيمته 31,4 مليار وحدة SDR للبلدان الأعضاء، حيث خصص 9,3 مليار وحدة SDR في الفترة (1970-1972) و12,1 مليار وحدة SDR في الفترة (1979-1981) ولم يعد الآن لوحدة SDR إلا استخدام محدود "كأصلي احتياطي" وتتمثل أهم وظائفها في أنها تستخدم باعتبارها وحدة الحساب في صندوق النقد الدولي وبعض المنظمات الدولية الأخرى.

وكوسيلة دفع تستخدمها الدول الأعضاء عند تسوية التزاماتها للصندوق، ووحدة SDR ليست عملة ولا تشمل مطالبات على الصندوق، وأما هي مطالبة متمثلة على العملات الحرة للبلدان الأعضاء في الصندوق.¹

2 تقييم وحدة حقوق السحب الخاصة:

عندما تم إنشاء SDR وحدة تم تقويمها بـ 0,888 غرام من الذهب وهو ما يعادل القيمة الاسمية للدولار قبل تخفيضه عام 1971 .

وبعد إعلان تخفيض الدولار وإلغاء قابليته لتحويل إلى ذهب أصبحت SDR تساوي 1,206635 دولار أمريكي، وفي نهاية 1980 قيمت وحدة حقوق السحب الخاصة على أساس أسعار الصرف في السوق لسنة من العملات الدول الأعضاء 16 التي تأتي في طليعة الدول المصدرة للسلع والخدمات. وبعد ذلك اتخذ قرار عدل بموجبه عدد العملات في السلة إلى خمسة عملات صندوق النقد الدولي الصادر في 1978 وهي: الدولار الأمريكي، المارك الألماني، الفرنك الفرنسي، الجنيه الإسترليني، الين الياباني.

حيث عرفت بمصطلح "تركيبية السلة المعيارية" الذي يقضي بجعل قيمة هذه الوحدة مرتبطة بمتوسط ترجيحي لقيم عملات الدول الرأسمالية القوية، وتتم مراجعة هذه السلة وأوزانها الترجيحية كل خمس سنوات. وذلك بناء على حجم التجارة الدولية، وحجم الاحتياطات المحتفظ بها، وحصّة هذه العملات من الصفقات المالية والمصرفية الدولية.

ونورد فيما يلي مكونات السلة ونسب ترجيحها لسنة 1978.

الجدول (1-9): مكونات السلة المعيارية لـ: SDR (سنة 1978).

¹ - François Gauthier, relation économique Internationales, les presses de l'université Laval, 1962, p 317.

¹ - صندوق النقد الدولي، التقرير السنوي، واشنطن، 2008، ص 61،

العملات المكونة لسلة DTS	نسب ترجيحية في السلة %
- الدولار الأمريكي	40 %
- المارك الألماني	19 %
- الفرنك الفرنسي	13 %
- الجنيه الإسترليني	13 %
- الين الياباني	13 %

المصدر: بسام الحجاز، العلاقات الاقتصادية الدولية، 2003 مجد للنشر والتوزيع، لبنان، ص: 184. واختيرت هذه السلة على أساس معيارين¹:

- تزايد الفجوة بين صادرات الدول الخمسة وصادرات بقية الدول.
- الاعتماد على الأسواق المالية قصيرة الأجل للدول الخمسة في تحديد أسعار الفائدة على SDR منذ 1974.

وفي سنة 2007 كانت السلة المعيارية لـ SDR مكونة مما يلي:

الجدول رقم (1-10): مكونات السلة المعيارية لـ SDR (سنة 2007).

العملات المكونة لسلة DTS	نسب ترجيحية في السلة %
- الدولار الأمريكي	40%
- الأورو	35%
- الين الياباني	13%
- الجنية الإسترليني	12%

المصدر: IFS, May 2007, IMF.

ويقوم صندوق النقد الدولي بنشر أسعار مجموعة كبيرة من العملات بالنسبة لوحد DTS.

حيث بلغ سعر وحدة حقوق السحب الخاصة في أبريل/2007 بالدولار كما يلي:

دولار أمريكي 1,51 → 1 DTS

وتحصل الدول على فائدة من صندوق النقد الدولي مقابل ما تحتفظ به من حقوق السحب

خاصة زيادة على حصتها وفي نفس الوقت تدفع عمولة إذا نقصت حقوق السحب الخاصة عن حصتها.

حيث سعر الفائدة يساوي المتوسط المرجح لأسعار الفائدة على الأدوات قصيرة الأجل في

الأسواق بعملات سلة التقييم، وبلغ سعر الفائدة على DTS في أبريل/ 2007 = 4,22%.

¹ - أمل عصام زكي عبد الكريم، مرجع سابق، ص 31.

وتجري مراجعة طريقة التقييم كل خمس سنوات وقد استكمل الصندوق آخر مراجعة في نوفمبر 2005، وقرر المجلس التنفيذي للصندوق في أول يناير 2006 إجراء تغيير في سلة التقييم ويتم حساب سعر الفائدة على SDR أسبوعياً.

3/ تقييم دور SDR كعنصر عناصر احتياطات الصرف الأجنبي:

إن الهدف الأساسي من إنشاء وحدة حقوق السحب الخاصة SDR هو إحلالها محل الدولار والذهب وجعلها الوسيلة الأولى للاحتياطات الدولية، ولكن هذا لم يتحقق حتى الآن رغم المحاولات الدائمة والتعديلات التي تم إدخالها لعلاج أوجه القصور في النظام النقدي الدولي. ورغم أن اتفاقية صندوق النقد الدولية تنص على التزام البلدان الأعضاء بجعلها وحدات حقوق السحب الخاصة الوسيلة الأولى للمدفوعات الدولية في نظام النقد الدولي، وتتمتع حقوق السحب الخاصة بقدر كبير من الاستقرار كأصل احتياطي دولي، إلا أن الواقع يدل على فشل تحقيق هذا الهدف ويتضح قصور دور حقوق السحب الخاصة في تحقيق الهدف منها من خلال تتبع نسبة مساهمتها في تكوين احتياطات الصرف الأجنبي ومن خلال الجدول (1- 11) نجد:

إن دور DTS يبقى هامشياً للأسباب التالية¹:

- 1- قدرة الدولار والعملات القوية مثل اليورو على فرض نفسه كعملة احتياطي رئيسية فهو يمثل حوالي 70 % من إجمالي الاحتياطات الدولية العالمية ويجري به أكثر من 50 % من العمليات التجارية والمالية.
 - 2- لا يزال الذهب يلعب دوراً هاماً في تكوين احتياطات الصرف الأجنبية في العديد من بلدان العالم.
 - 3- استخدام وحدات DTS حصراً على السلطات النقدية فقط وعدم السماح بتحويل ملكيتها مما يحد من انتشارها رغم أن ذلك يساعد على استقرارها ليعدها عن المضاربة.
 - 4- رغم تحديد قيمة SDR سلة عملات إلا أن سيرة الدولار عليها على أساس تجعل قيمتها تتأثر بشدة بتقلبات المستثمرة في سعر الدولار.
- وتتبع جاذبية حقوق السحب الخاصة كأصل احتياطي لآخر التزام كل الدول لقبولها من بعضها البعض. ونظراً لدرجة قابليتها العالمية، فإن SDR تمثل جزءاً من الاحتياطي الرسمي الدولي¹، وحيث أن حيازتها تكون فقط لدى البنك المركزي.

ومن ناحية أخرى تستخدم SDR كمعيار يتم ربط العديد من العملات به²، أي كعملة مرجعية « Anchor currency » حيث جاء في تقرير صادر عن صندوق النقد الدولي، أن اختيار تركيبة

¹ - د/ وسام الملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، مرجع سابق ص، 400.

¹ - مورد خاي كريتايني، ترجمة ابراهيم منصور، الاقتصاد الدولي مدخل للسياسات، دار المريخ، الرياض، السعودية، 2007، ص 295.

الفصل الأول: الإطار النظري لاحتياطات الصرف الأجنبية

SDR كترتيب لسلة الربط يبدو مناسباً حيث تتمتع SDR بقدر كبير من الاستقرار لا تتمتع به أي عملة أخرى، ذلك لكونها لا تتبع دولة معينة ولا تتأثر بالأداء الاقتصادي لهذه الدولة.

يقوم الإصلاح على صيغة أكثر بساطة وشفافية لحساب حصص الأعضاء، مقارنة بالنظام السابق للصيغة التي كانت تتألف من: خمسة متغيرات، وتتمثل الصيغة الجديدة على 4 متغيرات:

- إجمالي الناتج المحلي، الانفتاح، التغير، الاحتياطات.

بأوزان ترجيحية 50% و 30% و 15% و 5% على التوالي ويتكون متغير إجمالي الناتج المحلي من مزيج بمقدار 60% من إجمالي الناتج المحلي بأسعار الصرف في السوق، 40%. هي إجمالي الناتج المحلي مقاساً بتبادل القوى الشرائية في أسعار العملات.

الجدول (1-11): نسبة تطور حجم SDR في جملة الاحتياطات الصرف الأجنبي للبلدان العالم

للفترة (2001 مارس 2007) بالمليار وحدة سحب خاصة.

السنوات	إجمالي الاحتياطات	قيمة SDR	نسبة SDR إلى % إجمالي الإحتياطات
2001	1,915.3	19,6	1,02
2002	2,092.4	19,7	0,94
2003	2,379.4	19,9	0,83
2004	2,743.1	20,3	0,74
2005	3,285.0	20,1	0,61
2006	3,750.9	18,2	0,48
2007	3,921.7	18,3	0,46

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقرير السنوي الصادر عن صندوق النقد الدولي 30 أبريل 2007 .

مع العلم أن سعر وحدة واحدة من SDR 1 = 1,51 دولار (أفريل 2007).

ويتضح قصور دور SDR في تحقيق منها من خلال تتبع نسبة مساهمتها ومن خلال الجدول نجد أن القيمة المطلقة والنسبة تزايدت من سنة 2002 ووصلت إلى 17,9% وحدة SDR وتمثل 0,94% من إجمالي الاحتياطات، ثم زادت إلى أقصى حد لها ووصلت سنة 2004 إلى 20,3 مليار وحدة SDR وتمثل 0,74% من إجمالي الاحتياطات.

ثم أخذت أهميتها النسبية في التراجع رغم تزايد قيمتها المطلقة في بعض السنوات وأصبحت أهميتها النسبية حوالي 0,48%، 0,46% من إجمالي احتياطات خلال سنتي 2006، مارس 2007 على التوالي.

مطبوعات مصرف سوريا المركزي، 2007/08/27، ص SDR² - مصرف سورية المركزي، دراسة حول ربط الليرة السورية بوحدة

ومما لاشك فيه أن SDR لم تقدم علاجاً ناجحاً لمشكلة السيولة الدولية، فوزنها النسبي لم يتعد 0,5% من إجمالي الإحتياطيات سنة 2007.

ثانياً- شريحة الإحتياطي (موقف الدولة لدى صندوق النقد الدولي):

1. مفهوم شريحة الإحتياط: تغير مسمى الشريحة الذهبية إلى شريحة الإحتياط بموجب التعديل الثاني تأكيداً لحق العضو في استخدام موارد الصندوق دون تشاور مسبق معه، وشريحة الإحتياط تعرف بأنها قيام الدولة العضو بشراء عملة من الصندوق 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 الإحتياطية بعملة مقبولة من الصندوق أو بحقوق السحب الخاصة.

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 الإحتياطية، والسبب في تفادي نفاذ الشريحة الإحتياطية هي أن الصندوق والدول الأعضاء تعتبر أن هذه الشريحة بمثابة أصل إحتياطي قد ترغب الدولة العضو في الحفاظ عليه إلى أن يحين الوقت الذي نحتاج فيه لتعبئة أصل إحتياطي دون أي تأخير.

كما تعرف على أنها¹ عبارة: عن حق الدولة في السحب من صندوق النقد الدولي في حدود الشريحة الائتمانية المخصصة لها (التسهيلات الائتمانية غير المشروطة).

حيث تستطيع أي دولة عضو بالصندوق أن تلجأ إليه عند حدوث عجزا طارئاً أو مؤقت في ميزان مدفوعاتها لتسحب أو تقترض منه مبلغاً يعادل نسبة 25% من حصتها بالصندوق وهو ما يساوي قيمة الشريحة الذهبية لحصة العضو، ولا يجوز أن تستخدم تلك الشريحة لتمويل استثماراتها طويلة الأجل وتمويل حركات مستثمرة برؤوس الأموال أو مواجهة اختلال هيكلية في ميزان المدفوعات".

2-الجدل الاقتصادي حول اعتبار شريحة الإحتياط عنصر إحتياطي: يعتبر بعض الاقتصاديين أن شريحة الإحتياط تعد قرصاً وليست ضمن عناصر الإحتياطيات نظراً للقيود المفروضة على استخدامها ومنها:

أ- لا يجوز استخدامها لمواجهة اختلال أساسي في ميزان المدفوعات وقصور دورها على معالجة الاختلال المؤقت.

- البنك الأهلي المصري، تطور الإحتياطيات الدولية في مصر في ظل برنامج الإصلاح الاقتصادي، النشرة الاقتصادية، العدد الرابع، 2005،¹ ص 79.

ب- 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.

ج- تحسب الدولة الشريحة الذهبية عن طريق شرائها من صندوق النقد الدولي بعملاتها الوطنية ويدفع عنها فائدة أو عمولة تتراوح بين 0,5 - 1,5 % بالإضافة إلى نسبة أخرى تتوقف على مقدار المبلغ وأجل رده وتتراوح بين 3- 5 % سنويا.

إلا أن هذا القول مردود عليه حيث أن¹:

- تلك الشروط المحددة لاستخدام الشريحة الذهبية لا تعد قيودا على استخدام العضو لحجم الشريحة المخصصة له بل تعد ضوابط تحكم عملية إنشاء السيولة وتنظيم السحب منها.

- أي عنصر من عناصر الاحتياطات النقدية الدولية ينطوي على تكلفة عائد أيضا ونسبة الفائدة على شريحة الاحتياط تتراوح بين 0,5 - 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- مدى مساهمة شريحة الاحتياطي في إجمالي عناصر الاحتياطات الصرف الأجنبي (تقييم دور مركز الدولة لدى صندوق النقد الدولي كأصل احتياطي).

يلاحظ من الجدول (1-12) الذي يبين مدى مساهمة دور مركز البلد لدى صندوق النقد الدولي في إجمالي احتياطات الصرف الأجنبية ما بين:

أ- ضآلة مساهمة مركز الدولة لدى صندوق النقد الدولي في حجم الاحتياطات حيث لم تتعدى نسبة مساهمتها في البلدان النامية عن 0,19 % نسبة 2007 (مارس) ويرجع ذلك إلى سيطرة العملات الأجنبية على سلة الاحتياطي من الصرف الأجنبي في هذه البلدان بصفة عامة، إضافة إلى أن هذا المركز مرتبط بحصة العضو في صندوق النقد الدولي، وهذه الحصة لا يتم زيادتها إلا كل خمس سنوات.

ب- بالرغم من ضآلة مساهمة مركز الدولة لدى صندوق النقد الدولي في إجمالي الاحتياطات إلا أن صافي مركز الدول الصناعية أعلى من الدول النامية نظرا لأنه يتناسب مع حجم حصة كل منهما:

حيث وصل نصيب الدول الصناعية سنة 2001 5,44 % لتخفيض 3,9 % سنة 2004، ثم ليصل 0,09 في مارس 2007، أما نصيب الدول النامية تبلغ سنة 2001 حوالي 0,94 % وهو في تناقض ليصل سنة 2004 حوالي 0,75 % لينخفض سنة مارس 2007 إلى 0,19 %.

إن أهم عائق أمام عدم تزايد هذا الأصل الاحتياطي هو ارتباطه بحجم حصة العضو لدى

الصندوق.

¹ - جون هدسون، سياسات العلاقات الاقتصادية الدولية، دار المريخ، الرياض 1987، ص 777.

الفصل الأول: الإطار النظري لاحتياطات الصرف الأجنبية

الجدول (1-12) نسبة شريحة الاحتياطي: إلى إجمالي احتياطات الصرف الأجنبي.

السنوات النسبة	2001	2005	مارس 2007
إجمالي بلدان العالم	2,97	0,96	0,39
الدول الصناعية	5,44	1,75	0,09
الدول النامية	0, 94	0,36	0,19

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات التقرير السنوي الصادر عن

صندوق النقد الدولي 30 أبريل 2007 (الملحق I).

المبحث الثالث: مصادر تراكم احتياطات الصرف الاجنبي

إذا كانت الدول تقوم بحساب الناتج المحلي الاجمال لتكون لديها فكرة عامة عن مستوى الانتاج المحلي فان اغلب الدول تقوم أيضا بحساب ميزان مدفوعاتها الدولية لتحفظ بمعاملاتها مع الدول الأخرى في وضعها الصحيح ، و على هذا فان حساب ميزان المدفوعات هو تقرير عن ما يلخص تدفق المعاملات الاقتصادية للبلد مع الأجانب .

إن حالة ميزان المدفوعات هي انعكاس لقيمة احتياطات الصرف الأجنبي لدى السلطات النقدية ، ففي حالة الفائض تزداد قيمة هذا الاحتياطي و في حالة العجز تقوم السلطات النقدية باستنزاف هذه الاحتياطات أن هناك علاقة بين مستوى غنى الدولة و مستوى احتياطاتها من الصرف الأجنبي ، فكلما كانت مدفوعات الدول إلى الأجانب اقل من مقبوضاته من الأجانب استطاعت الدولة إن تراكم الأصول المالية الأجنبية ، و هو ما تعبر عنه المعادلة التالية :

العجز/ الفائض في الحساب الجاري + العجز/ الفائض في الحساب الرأسمالي = التغير الصافي في احتياطات الصرف الأجنبي .

إن التراكم السريع لاحتياطات الصرف الاجنبي في السنوات الاخيرة اثار الاسئلة التالية:

1- ماهي مختلف القنوات التي من خلالها راكمت الدول احتياطاتها من الصرف الاجنبي؟

2- هل الاحتياطات ظهرت كنتيجة للفوائض في الحساب الجاري ام كنتيجة للفوائض في الحساب الراسمالي؟

3- ماهي الآلية المتبعة في تراكمه لدى السلطات النقدية؟

المطلب الاول: فوائض الحساب الجاري كمصدر لتراكم احتياطات الصرف الأجنبي

يتضمن الحساب الجاري جميع المدفوعات و الهبات الناتجة عن شراء أو بيع السلع و الخدمات خلال فترة محددة ، و بصفة عامة هناك نوعان من المعاملات التي تدخل في هذا الحساب التي شكلت أهم مصادر تراكم الاحتياطي الأجنبي للنقد لبعض الدول¹:

- فائض الميزان التجاري .

- تحويلات المهاجرين و المعونات الأجنبية .

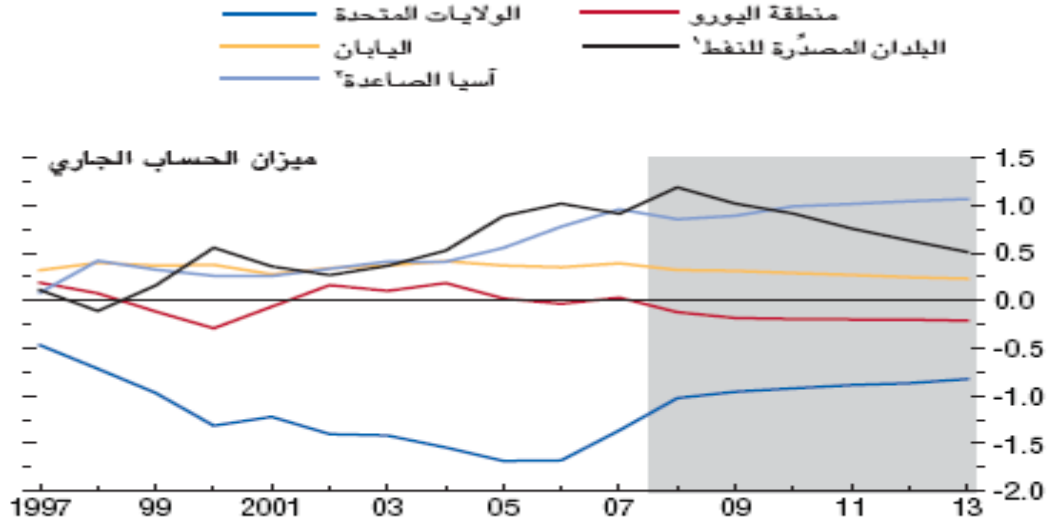
ففي الكثير من الدول يمثل الفائض في الحساب الجاري أهم مصدر لموارد النقد الأجنبي ، إلا أن أهم عنصر في هذا الحساب هو الميزان التجاري ، و بخاصة في الدول ذات درجة التركيز السلعي العالية مثل الدول المصدرة للنفط .

¹ -Adam elhiraika , reserves accumulation in afirican countries : sources , end effects, UNECA, work paper, November ,2007p05

أولاً : فائض الميزان التجاري كمصدر لتراكم الاحتياطي :

يعبر فائض الميزان التجاري 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 (انظر الشكل التالي:

الشكل (1-02) :تطور فائض الحساب الجاري لبعض الدول كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي

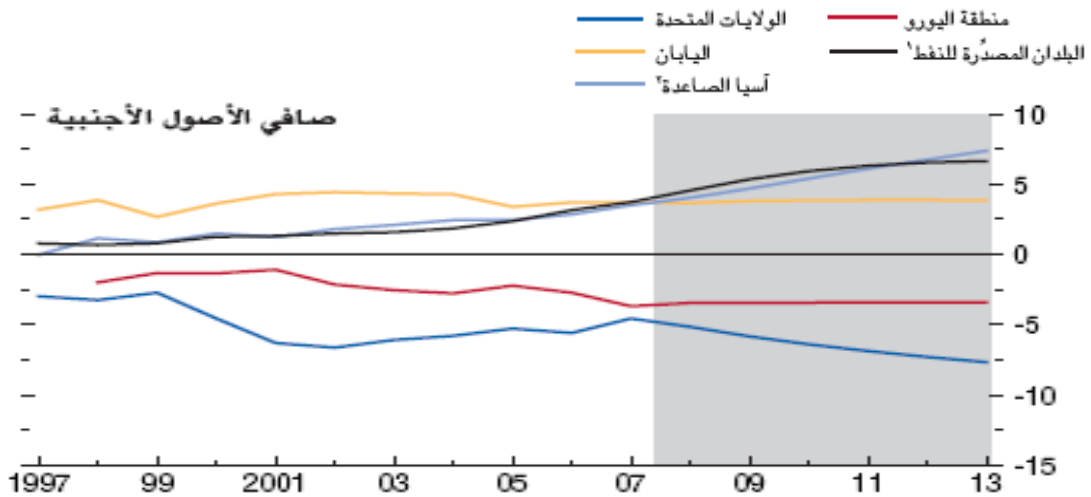


المصدر: تقرير افاق الاقتصاد العالمي، صندوق النقد الدولي، افريل 2008، ص54
 حيث شهدت الصين على مدى ثلاثة سنوات الماضية (2006.2005.2004) فوائض تجارية ضخمة تتصاعد سريعاً ، ففي فترة 2001 2006 نما الناتج المحلي للصين بمعدل 9.80 % ، و بفضل انفتاح الصين اخذ الاستثمار الأجنبي المباشر في التدفق داخل البلاد و بخاصة في القطاعات الموجهة نحو التصدير ، و في سنة 2006 كان حجم الصادرات و الواردات التي يمولها الأجانب يمثل 58.9 % من حجم التجارة الخارجية للصين و 51.4 من الفائض التجاري ، بالإضافة إلى ذلك دفع الهيكل الاقتصادي لبعض البلدان المتقدمة (و بخاصة الو.م.ا) انظر نفس الشكل السابق و الذي يتسم بصورة حرجة بمعدل ادخار منخفض ، نمو عالي ، استهلاك كبير و مديونية عالية إلى زيادة الطلب على الصادرات الصينية .

حيث بلغ الفائض التجاري للصين لسنة 2007 حوالي 218 مليار دولار ، أي أكثر منة 8 % من الناتج المحلي الإجمالي للصين سنة 2007 ، و مما دفع الفائض التجاري للتصاعد هو زيادة حادة في قطاع الصناعات التحويلية حيث تمثل أكثر من نصف الفائض التجاري المحقق، بالإضافة إلى الصين شهدت الدول المصدرة للنفط فائضا في ميزانها التجاري و الذي تزامن مع طفرة في أسعار النفط ، حيث سجلت أسعار النفط ارتفاعات متتالية ، ليرتفع متوسط البرميل من 25 دولار سنة 2002 إلى 75 دولار سنة 2006 .

يعكس تطور القيمة الاسمية لبرميل النفط خلال السنوات القليلة الماضية تحقيق طفرات متلاحقة ، أما على الجانب الآخر تشير عدة دراسات إلى القيمة الحقيقية لسعر البرميل (بعد استبعاد الضغوط التضخمية) إلى حقيقة كون سعر النفط لا يزال قريبا من نظرة المحقق خلال الطفرة الأولى و اقل من نظيرتها خلال الطفرة الثانية ، وفي هذا الإطار خلص تقرير حديث لبنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي بنويويورك انه وفقا لمؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلكين في الولايات المتحدة الأمريكية ارتفع سعر البرميل خلال الطفرة النفطية الأولى من نحو 16.85 دولار في عام 1972 إلى نحو 45.4 دولار عام 1984 (بأسعار 2005) كما ارتفع متوسط سعر البرميل خلال الطفرة الثانية من نحو 41.95 دولار عام 1978 إلى نحو 88.25 دولار في عام 1980 وفقا لذات الأسعار . انعكست الطفرة النفطية بصورة على حجم العوائد المحققة بالدول النفطية حيث اثر ذلك ايجابيا على موازين مدفوعات هذه الدول و بخاصة ميزان الحساب الجاري الشكل . و هذا ما عزز الاحتياطات الأجنبية لدى البنوك المركزية ، حيث كان لارتفاع أسعار النفط أثرا ايجابيا على احتياطات النقد الأجنبي . (انظر الشكل 1-03) .

الشكل (1-03):تطور صافي الاصول الاجنبية كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي



المصدر: المصدر: تقرير افاق الاقتصاد العالمي، صندوق النقد الدولي، افريل 2008، ص

ثانيا: تحويلات المهاجرين و المعونات الرسمية :

في الكثير من الدول يمثل حساب التحويلات الأحادية الجانب مصدرا مهما للنقد الأجنبي مثلما هو الحال بالنسبة لمصر ، الأردن ، لبنان ، غانا ، ايثيوبيا ، ... الخ .

1- تحويلات المهاجرين : workers remittances تعرف تحويلات المهاجرين في الخارج¹ " بأنها تحويلات جارية تضم السلع و الأصول المالية من المهاجرين أو المقيمين خارج الدولة لفترة نقل عن

¹ صندوق النقد العربي ،تحويلات العاملين في الخارج والتنمية الاقتصادية في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد

سنة في دول المهجر و من ثم فإنها تعتبر دخلا جاريا و يتم تسجيلها ضمن بند الدخل في ميزان المدفوعات .

حيث تعبر عن ذلك الجزء من الدخل الذي يقوم العمال بتحويله من الدول المضيفة إلى الدول الأصل من خلال قنوات رسمية أو غير رسمية، ولعل أهم اثر لتحويلات العاملين هو أثرها على ميزان المدفوعات ، فالتحويلات تؤدي إلى التخفيف من حدة اختناقات النقد الأجنبي للدول المصدرة للعمالة و تحسن موقف حسابها الجاري ، الأمر الذي جعل ميزان المدفوعات لعدد كبير من الدول المصدرة للعمالة يعتمد بصفة كبيرة على تدفقات تحويلات العاملين .

قد أصبحت تحويلات العاملين تمثل مصدرا أساسيا لتدفقات النقد الأجنبي للدول المصدرة للعمالة بالشكل الذي أصبحت تفوق المصادر الأخرى مثل المعونات الأجنبية ، الاستثمارات الأجنبية المباشرة. حيث يوضح الجدول التالي ان العمالة الوافدة في كافة الدول المضيفة في العالم قد تمكنت من تحويل حوالي 2 ترليون دولار (2000 مليار) خلال فترة (1996 / 2007) ، و ان التدفق السنوي حاليا يزيد عن 240 مليار دولار سنويا .

و تشير تقديرات البنك الدولي كما يرد في الجدول أن إجمالي التحويلات للعاملين في الخارج للدول النامية قد قدر بنحو 178 مليار دولار سنويا في نهاية 2005 مقابل 96.5 في عام 2001¹، فبذلك تعتبر أهم مصدر إيرادات من العملات الأجنبية، فتعبر تحويلات العاملين بالنسبة للأردن مصر، لبنان من أهم الموارد المالية التي توفر جزءا هاما من العملات القيادية التي ترد إليها و لاشك أن التحويلات لعبت دورا بارزا في الزيادة التي حققها احتياطي هذه الدول من العملات الصعبة وذل نظرا لتزايد أهميتها النسبية بالقياس إلى مصادر أخرى .

و بلغت تحويلات العاملين في بعض الدول العربية حسب ما ورد في تقرير التمويل التنموية العالمية 2007 الصادر عن البنك العالمي مستوى اكبر من التدفقات الأخرى :

حيث بلغت في مصر حوالي 5.9 مليار دولار ، المغرب 5.7 مليار دولار ، لبنان 5.5 مليار دولار .

الجدول (1-13) تحويلات العاملين في العالم (بالمليار دولار)

السنة	تحويلات العاملين	الاستثمار الأجنبي المباشر	المعونات الرسمية	نسبة تحويلات العاملين للاستثمار الأجنبي	نسبة التحويلات إلى المعونات %

¹-البنك الدولي ، تقرير تمويل التنمية العالمية ، واشنطن، 2006 ، ص3

	المباشر %				
180	73	60.669	150.706	109.242	1996
265	71	51.354	266.823	136.178	2000
188	58	103.235	334.285	193.543	2005

المصدر: البنك الدولي ، تقرير تمويل التنمية العالمية ، 2006 واشنطن ، ص 3 .

2- المعونات الأجنبية foreign aid

تمارس المعونات الأجنبية الخارجية دورا هاما في علاج الاختناقات النقد الأجنبية في الاقتصاد القومي و بخاصة في الدول المنخفضة الدخل¹.

تتميز تدفقات المعونات إلى البلدان الفقيرة في اغلب الأحيان بالكبر و شدة التقلب ، حيث شهدت فترة 1990 إلى 2005 تدفقات معونات صافية تتجاوز ال 10 % من إجمالي الناتج المحلي ل 40 دولة فقيرة (مستبعدا من ذلك عبء الديون الخارجية) .

فكثير من البحوث و الدراسات أثبتت أن المعونة تتسم بالتقلب و عدم الوضوح، و هذا ما يمثل تحديات اقتصادية كلية لصانعي السياسات الاقتصادية في البلدان المنخفضة الدخل .

و لعل اكبر تحدي هو المرض الهولندي ، و الذي يمثل مصدر قلق كبير للبلدان التي تتلقى معونات بمقادير اكبر .

فلجأت الكثير من السلطات المالية العامة في هذه البلدان إلى عدم إنفاق المعونة في السنة التي تتلقاها فيها ، بينما راكم البنك المركزي احتياطات بالنقد الأجنبي (إثيوبيا ، غانا) ، و في بلدان أخرى زادت سلطة المالية العامة من الإنفاق بما يتماشى مع الارتفاع الهائل في المعونات الأجنبية ، بينما سعت السلطة النقديّة إلى إبطال ارتفاع سعر الصرف الحقيقي و ذلك عن طريق تعقيم التوسع النقدي المرتبط بزيادة الإنفاق العام (موزامبيق ، غانا ، تنزانيا) .

فكل هذا يعبر عن جزء من المعونة في شكل احتياطات دولية و هو ما يمكن من التخفيف من مشكلات المرض الهولندي و غيرها من الآثار الأجنبية للمعونات الأجنبية .

فادخار جزء على شكل احتياطات صرف أجنبية في الأجل القصير يمكن أن يكون له ما يبرره من منظور الإدارة الاقتصادية الكلية .

المطلب الثاني : فوائض الحساب الراسمالي كمصدر لتراكم احتياطات الصرف الأجنبي

يشمل الحساب الرأسمالي حركة رؤوس الأموال الدولية و هي نوعين :

¹ هشام حفنل عبد الباقي ، تقدير الحجم الأمثل للمعونات الخارجية للاقتصاد البحريني ، مجلة البحوث الاقتصادية العربية ، مركز دراسات

الوحدة العربية ، العدد 40 سنة 2007 لبنان . ص 09 .

أولا :رؤوس الأموال طويلة الأجل :وهي التي تتجاوز سنة واحدة كقروض طويلة الأجل، استثمارات مباشرة أو شراء أوراق مالية (أسهم و سندات) أو بيعها من إلى الخارج .

ثانيا: رؤوس الأموال القصيرة الأجل :وهي التي لا تتجاوز سنة واحدة مثل الودائع الحكومية ، الأوراق المالية القصيرة الأجل ، و تتميز هذه الاستثمارات عادة بالسيولة الفائقة و سهولة حركتها بين الدول (رؤوس الأموال الساخنة hot money) و لاشك أن هذه الأشكال من التحويلات تشكل في النتيجة حقا أو دينا للاقتصاد على الخارج و العكس .

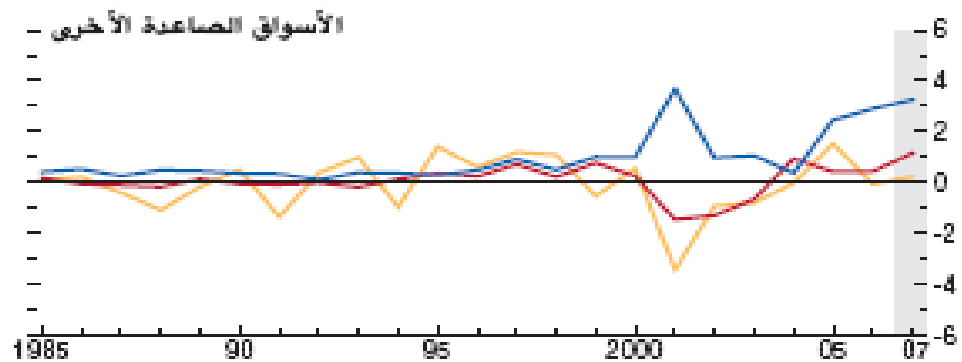
إن كثير من الدول و بفعل دخول التدفقات الرأسمالية (تدفقات خاصة) كنسبة مئوية من الناتج و منذ سنة 2004 ، و التي وصلت سنة 2006 إلى متوسطات مرتفعة ، حيث انتقل من العجز الخارجي في التسعينات إلى تحقق فوائض مالية قياسية في سنة 2006 مما أدى إلى تراكم كبير في احتياطات الصرف الأجنبي .

فمثلا في آسيا الصاعدة ¹، انتعش صافي التدفقات الرأسمالية الخاصة الداخلة بعد التحول الخارجي اتجاهها بعد الأزمة المالية الآسيوية 1997 ، حيث عاد إلى مستويات مرتفعة مما يعد قوة دافعة لتراكم احتياطات الصرف الأجنبي .

أما في الاقتصاديات الصاعدة الأخرى ² شهدت التدفقات الرأسمالية الداخلة الصافية تصاعدا قويا أيضا في السنوات الأخيرة .

إن السمات الأخيرة للتدفقات الرأسمالية الداخلة الصافية إلى الأسواق الصاعدة و التي تختلف عن فترة التسعينات هي هيمنة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الصافية قياسا إلى التدفقات المالية (أي تدفقات الحوافظ المالية) ، و يعكس هذا قوة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشرة الداخلة انظر الشكل التالي:

الشكل (1-04): تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر و غير المباشر (نسبة مئوية من الناتج)



المصادر: إحصاءات ميزان المدفوعات الصادرة عن صندوق النقد الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.
¹ القيم الخاصة بعام 2007 هي توقعات خبراء صندوق النقد الدولي.

¹ - تشمل الصين و تجمعات الآسيان .

² - تشمل الجزائر، مصر، إسرائيل، المغرب، جنوب إفريقيا و دول أخرى .

ومن خلال استقرائنا للبيانات الصادرة عن دائرة التحليل الاقتصادي للبنك الاحتياطي الهندي (RBI)¹ نجد أن أهم عنصر مساهم في تراكم احتياطاتها هو الحساب الرأسمالي، ومتمثلاً في الاستثمارات الأجنبية المباشرة والغير المباشرة بالإضافة إلى القروض التجارية والقروض قصيرة الأجل.

الجدول (1-14) مصادر تراكم احتياطات الصرف الأجنبية في البنك المركزي الهندي للفترة أبريل 2007 مارس 2008 بالمليار

دولار أمريكي

الحسابات	أفريل - 2006 مارس 2007	أفريل -2007 مارس 2008
+ ميزان الحساب الجاري:	-9.80	-17.40
+ ميزان الحساب الرأسمالي:	46.4	109.60
1 الاستثمارات الأجنبية	15.60	44.80
1.1 المباشرة	08.50	15.50
1.2 الغير مباشرة	1.9	11.8
2 رأسمال البنوك	6.6	17.7
3 قروض قصيرة الأجل	16.2	22.2
4 القروض التجارية	4.3	11.0
	11.0	18.3

¹ - Reserve Bank of India , source of exchange reserve, 2007/2008 P2.

		الخارجية 5 عناصر أخرى في الحساب الرأسمالي 6 تغيير التقييم
110.5	47.6	إجمالي (III+II+I)

source: The reserve bank of India department of economic analysis and Policy, June 30; 2008. www.rbi.org.in

المطلب الثالث: آليات تراكم احتياطات الصرف الأجنبي

إن كل الموارد المتزايدة لأي بلد ، و التي تصب في سوق الصرف الأجنبي و التي لم يقابلها زيادة مناظرة في الطلب على هذا النقد ، فمن الطبيعي أن تعج سوق الصرف بفائض واضح¹. و تحرص المصارف المركزية على شراء الفائض و تركيبه في شكل احتياطات الصرف الأجنبية ، أي أن مبلغ الاحتياطات هو رصيد الاحتياطات مضافا إليه مشتريات البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي .

أولاً- تدخل البنوك المركزية في سوق الصرف الأجنبية: لا يرقى تدخل البنك المركزي في سوق الصرف إلى درجة تدخل البنوك التجارية فهو تدخل يتميز بالقلّة في حالة المقارنة ، إلا انه ذو أهمية كبيرة و يمكن حصر مجالات تدخله في العمليات التالية :

- شراء و بيع العملات الأجنبية بغرض تدعيم العملة الوطنية أو تلبية حاجيات العملاء (بالبنوك المركزية الأجنبية ، البنوك التجارية ، خزينة البلد) .

¹ رمزي زكي ، الاحتياطات الدولية في مصر ، مرجع سابق ، ص 305-306 .

- بيع و شراء العملات الأجنبية بقصد التأثير على مستوى الطلب و العرض للعملة و التأثير على أسعار صرف العملات ارتفاعا و انخفاضاً بهدف الحفاظ على استقرار هذه الأسعار خاصة في ظل نظام التعويم .
- تتدخل البنوك المركزية باستخدام عمليات لتثبيت أسعار الصرف لعملاتها ، حين تتعرض لضغوط مضاربة و لتوفير سيولة للاقتصاد المحلي .
- و قد يتعين على المصارف المركزية التدخل في سوق الصرف الأجنبي لتوفير عملات أجنبية و مراكمة الاحتياطات الدولية .¹
- هناك العديد من البنوك المركزية التي تحصل على النقد الأجنبي بانتظام من إيرادات الاحتياطات (إيرادات توظيف الاحتياطات) ، و كذلك من اضطلاعها بدور بنك الحكومة التي تقترض أو تتلقى معونات بالنقد الأجنبي .
- تستهدف المصارف المركزية في العادة مستوى معيناً من الاحتياطات (المستوى الكافي) مما يقتضي شراء النقد الأجنبي بانتظام للحفاظ على هذا المستوى .
- ثانياً- الرقابة على النقد الأجنبي (الرقابة على الصرف) : تساهم عمليات الرقابة على النقد الأجنبي كذلك في تسهيل عملية مراكمة احتياطات النقد الأجنبي من خلال:
- تركيز عمليات الصرف سواء كانت عمليات بيع عملات أجنبية أو شراءها بين يدي السلطة واحدة " مجمع مركزي للعملات الأجنبية " يكون في العادة تابعاً للبنك المركزي حيث تصبح عمليات الصرف احتكاراً بين يدي الدولة الممثلة في البنك المركزي ، غير أنها قد تحول هذه السلطة للبنوك التجارية .
- إلزام كل مصدر أن يورد لهذا المجمع كل ما يحصل عليه من عملات أجنبية سواء كانت عمليات تصدير أو الاستيراد ف شراء العملات الأجنبية يكون من مجمع أو البنوك المرخص لها .
- تحفز الدولة تصدير رأس المال إلى الخارج ، حيث تحرم الدول التعامل في الصرف بالنسبة لبعض العمليات حيث تحفز تصدير رأس المال إلى الخارج ، و هكذا تفرق الرقابة على الصرف بين العمليات الجارية و حركات رأس المال .
- كما سبق ذكره فإن عملية تراكم الاحتياطات تتطلب تدخل البنوك المركزية في سوق الصرف الأجنبي حيث تقوم المصارف بشراء الصرف الأجنبي مقابل العملة المحلية ، وهناك فئتين لتراكم الاحتياطات¹ كما يوضحه الشكل الشكل (1- 05) .

1- في حالة الاحتياطات المقرضة : borrowed reserves

¹ - روبا دوتا غويتا و آخرون ، **التحرك نحو مرونة سعر الصرف** ، سلسلة القضايا الاقتصادية ، صندوق النقد الدولي ، العدد 38 ، ص 9 .
¹ - J. ONNO , **RESERVE ACCUMILATION OBJECTIVE OR BY Product ?** occasional paper series, n:073,2007,ecb,GERMANY,P23.

لما تكون إيرادات الأصول الأجنبية معدومة (تدفق الأصول الأجنبية لكن بدون تكلفة) تقوم المصارف المركزية بالاقتراض لنفسها لزيادة النقد الأجنبي و هذه العملية ليس لها تأثير على القاعدة النقدية بحيث يحتفظ البنك المركزي بالنقد الأجنبي في ميزانيته .

و لاقتراض المصارف المركزية لبناء الاحتياطات الدولية له عدة صيغ في سوق رؤوس الأموال الدولية و لعل أهم آلية هي القروض البنكية الدولية international syndicat bank loans وهو المعروف بدرجة كبيرة في الاقتصاديات الناشئة الأوروبية .

باعتبار ابنك المركزي وكيل الحكومة فيما يتعلق بالصرف الأجنبي يقوم البنك المركزي بالاقتراض لحساب وزارة المالية (الحكومة) ، حيث تقوم الحكومة ببيع الصرف الأجنبي إلى البنك المركزي مقابل العملة المحلية .

إن الاحتياطات المقترضة من طرف القطاع الخاص تكون على عدة أشكال :

- استثمارات أجنبية مباشرة و غير مباشرة (سوق مالية) .

- أو عن طريق القروض المباشرة .

حيث يقوم القطاع الخاص ببيع النقد الأجنبي في سوق الصرف (تسليمه للبنوك المركزية) مقابل حصوله على عملة محلية .

2- في حالة الاحتياطات الغير مقترضة : (إيرادات فوائض الحساب الجاري)

في الاقتصاديات المعتمدة على اقتصاديات السوق القطاع الخاص هو الذي يحقق الفائض في الحساب الجاري (القطاع الخاص هو الذي يصدر) ، أو تحويلات للعاملين حيث يقوم بطرح الفوائض في سوق الصرف و تسلمها للمصارف المركزية مقابل العملة المحلية .

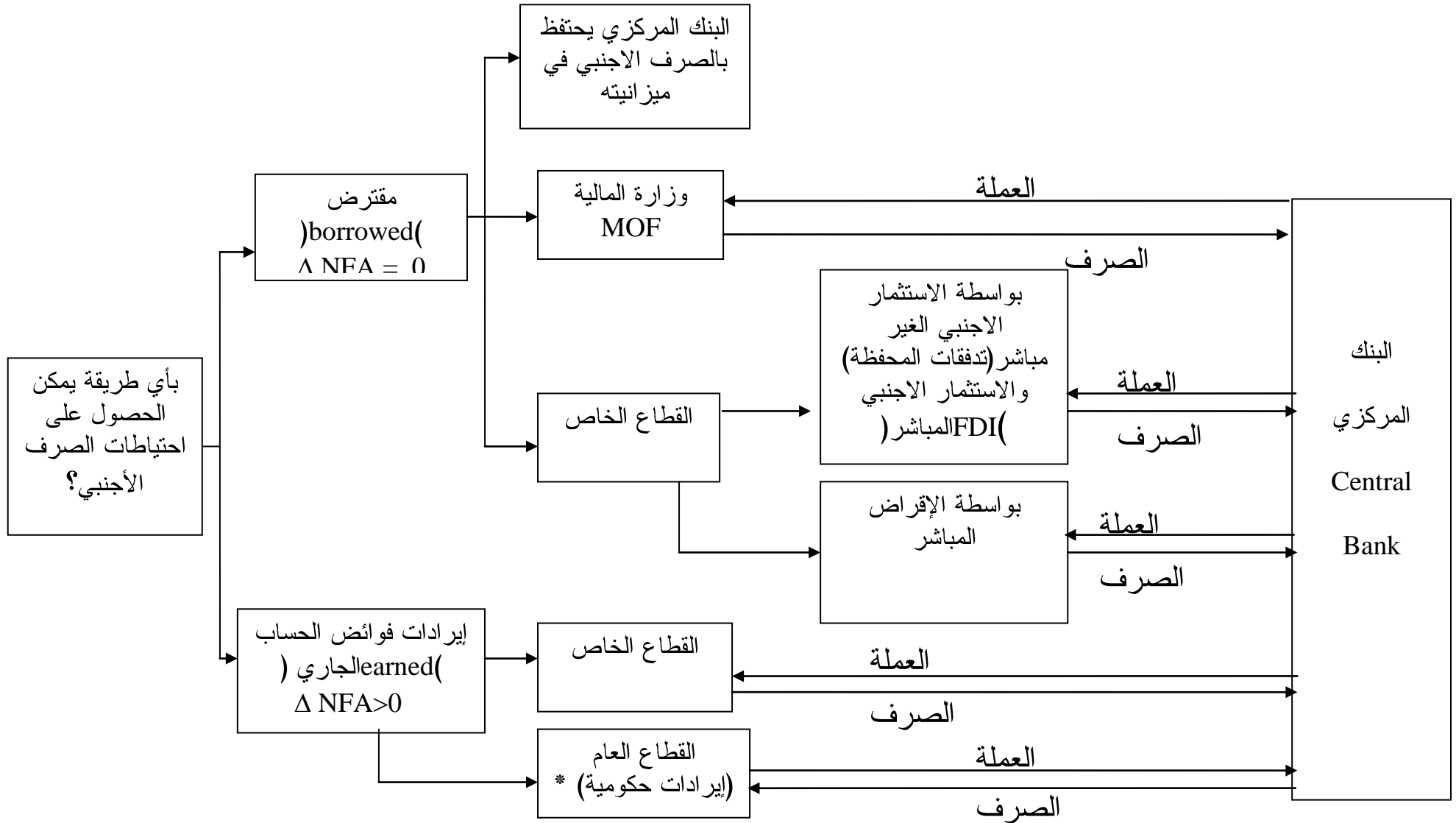
أما في الاقتصاديات النامية أين يكون مصدر هذه الفوائض هو القطاع العام نتيجة تصدير الموارد الطبيعية (حكومات) الأولية نتيجة تصدير المواد الأولية (النفط) أو تدفق المعونات ، و يكون البنك المركزي هو وكيل القطاع العام فيما يتعلق بالصرف الأجنبي .

ففي البلد هذا تحول بسرعة معظم حصيلة الصادرات بالعملة الأجنبية لدى البنك المركزي مقابل العملة المحلية (إيرادات القطاع الخاص من النقد الأجنبي) ، وعلى عكس ذلك ففي البلدان المصدرة للسلع الأساسية تحصل الحكومات وحدها على عائدات النفط المصدر مثلا فان الزيادة في احتياطات الصرف الأجنبي لن تنعكس في شكل زيادة في القاعدة النقدية إلا إذا قامت الحكومة بحقن السيولة في الاقتصاد¹.

كذلك بالنسبة للبلدان المتلقية لمعونات تقوم الحكومات بتسليم النقد الأجنبي للبنك المركزي ثم تستخدم النقد المحلي في الإنفاق .

¹ - محمود حميدات ، مدخل للتحليل النقدي ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 1996 ، ص 20-21 .

الشكل رقم (1- 05): قنوات تراكم احتياطات الصرف الأجنبية



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

خلاصة الفصل الأول:

تعتبر احتياطات الصرف الاجنبي عن الأصول المالية الأجنبية المملوكة للسلطات النقدية، لغرض تمويل اختلالات ميزان المدفوعات، فهي تعبر عن السيولة الغير المشروطة اما السيولة المشروطة فلا تملكها السلطات النقدية ملكية مطلقة، وبالتالي فلا تعتبر من فئة الاحتياطات، ان لاحتياطات الصرف الاجنبي معايير تتصف بها وهي الملكية المطلقة للسلطات النقدية وشرط السيولة، فالاصول المملوكة لغير البنوك المركزية كالحكومات والصناديق الحكومية، لاتعتبر من قبيل الاحتياطات، اما بخصوص شرط السيولة فيجب على الاصول الاحتياطية ان تتوفر على صفة السيولة اي نقدا في خزائن السلطات النقدية، او توظيفات قصيرة الاجل فالاصول المستثمرة في ادوات مالية طويلة من طرف البنوك المركزية لاتدخل ضمن دائرة الاحتياطات نظرا لاختلال شرط السيولة لان الاحتياطات انشئت لاغراض انية.

وتتكون احتياطات النقد الاجنبي من الذهب النقدي لا الذهب لاغراض الصناعة او التجارة، و حقوق السحب الخاصة وشريحة الاحتياطي، بالاضافة الى العملات الاحتياطية الدولية وهي العملات القوية المقبولة في المعاملات التجارية والدولية، وتحفظ بها الحكومات ممثلة في بنوكها المركزية لغرض تسوية اختلالات مدفوعاتها التجارية والمالية مع العالم الخارجي، وتتمثل هذه العملات في الدولار الذي يمثل اكبر نصيب في هيكل عملات الاحتياطي بالاضافة الى اليورو الاوروبي، والين الياباني، والجنيه الاسترليني، والفرنك السويسري.

وتتراكم احتياطات الصرف الاجنبي من خلال فوائض ميزان المدفوعات والمتمثلة في فوائض الحساب الجاري وفوائض الحساب الراسمالي.

الفصل الثاني:

أثر مستوى احتياطات الصرف الأجنبي على الاقتصاد
الخليج

تمهيد:

تسعى الحكومات جاهدة الى تكوين احتياطات الصرف الاجنبي لكي تستخدمها كاحتياطات وطنية في الفترات التي يحدث فيها عجز ظارئ او مؤقت في موازين مدفوعاتها, حتى لاتضطر لاجراء تغييرات اساسية غير مرغوبة في سياساتها وأهداف سياستها الاقتصادية والاجتماعية .

ان مدى ملائمة هذا القدر من الاحتياطات وكفايته في مواجهة هذا العجز الناتج عن تقلبات اسعار الصادرات والواردات وكذا تقلبات اسعار الصرف, هو المحدد الاساسي لموقف السيولة الدولية للبلد, ومعنى هذا ان هناك نفعا ينتج عن تكوين احتياطات الصرف الاجنبي ويتمثل هذا النفع في انه يمكن للبلد تجنب اجراءات التكيف الغير المرغوبة والتي يتعين عليها اجراؤها في حال عدم وجود هذه الاحتياطات,

ان تكوين هذه الاحتياطات قد ينجر عنه تكلفة يضجى به الاقتصاد, نتيجة احتفاظه بهذه الاصول الصعبة والنادرة, من هنا وجب التفكير في القدر الملائم من هذه الاصول التي يتعين على البنوك المركزية الاحتفاظ بها.

سنحاول في هذا الفصل توضيح المنافع الاقتصادية الكلية وكذا التكاليف الاقتصادية الكلية لحيازة احتياطات الصرف الاجنبية .

المبحث الأول: احتياطات الصرف الأجنبية كتامين ضد الصدمات الخارجية.

المبحث الثاني: احتياطات الصرف الاجنبي و تقلبات اسعار الصرف

المبحث الثالث: تكاليف حيازة احتياطات الصرف الاجنبي.

المبحث الأول: احتياطات الصرف الأجنبية كتامين ضد الصدمات الخارجية

انه في ظل الاضطرابات الاقتصادية و المالية التي يشهدها الاقتصاد العالمي يجعل من البلاد النامية و بخاصة عرضة للصدمات الخارجية التي تتجاوز نطاق تحكمها, مشكلة مخاطر على استقرار اقتصادياتها الكلية .

إن تقلبات الاقتصاد الكلي ترتبط بشكل واضح بانعدام التنمية ، و تحدث بشكل متواتر في البلدان النامية عنه في البلدان الغنية ، علاوة على ذلك لا تقتصر على الاقتصاديات الصغيرة فقط ، بل أنها أيضا تشمل بلدان كبيرة الحجم كالصين ، و من الملاحظ أن الكثير من الاقتصاديات التي تعاني حالة من التقلب و عدم الاستقرار هي البلدان المصدرة للسلع الأولية بالدرجة العالية .

إن ارتفاع درجة التقلب في الاقتصاد الكلي في البلدان النامية ينبع من ثلاث مصادر هي :

- كبر حجم الصدمات الخارجية كتلك الناجمة عن أسواق السلع .
- ارتفاع درجة تواتر الصدمات المحلية بما في ذلك بما في ذلك وقوع في أخطاء من السياسات الداخلية .

- ضعف آلية الامتصاص للصدمات للتخفيف من حدة الآثار الناجمة عن الاضطرابات.

يمكن أن يتبع الصدمات الخارجية الأكبر حجما التي تتعرض لها البلدان النامية من الأسواق المالية (مثال حدوث توقف مفاجئ في التدفقات الرأسمالية الداخلة) أو من أسواق السلع .

المطلب الأول: احتياطي الصرف الأجنبي كتأمين ضد صدمات الصادرات (انخفاض أسعار الصادرات)

إن العديد من صناعات القرار في الدول النامية لجؤا إلى التأمين الذاتي " self - insurance " أو ما يسمى بالحماية الذاتية " self protection " ¹ ضد قابلية التعرض للازمات, انه من الرشادة الاقتصادية

أن نقول انه كلما كانت صادرات البلد من حيث الحجم و القيمة أكثر تعرضا للتقلبات الدورية و الفجائية ، فان احتمالات العجز الذي يحدث في ميزان المدفوعات يكون كبير ، و هذا ما يتطلب من صناعات السياسات الاقتصادية في البلد تكوين مستوى كافي من احتياطات الصرف الأجنبي خاصة البلدان التي تصدر المواد الأولية (السلع الأساسية) إذ كثيرا ما تتعرض هذه الصادرات إلى تقلبات متنوعة (قصيرة ، طويل) و هذه التقلبات تعرض ميزان المدفوعات لهذه البلدان إلى اختلالات عديدة وهو ما يوضحه الجدول التالي.

و في هذه الحالات تكون البلدان في حاجة إلى السيولة الدولية .

الجدول (1-2): درجة تقلبات اسعار صادرات السلع الأساسية (1980-2007) الوحدة نسبة مئوية

¹ Ronald U , mendoza , **international reserve holding in the developing world : self insurance in a crisis , prone era ? , emerging markets review,n=2004,05,p.62**

٨,٢٥	النفط الخام
٤,٠٣	القمح
٥,٥٣	الألومنيوم
٥,٩٨	النحاس
٦,٦٥	الأخشاب
٥,٠٣	القطن
٧,٩٤	البن
٥,٢٤	الأسماك
٥,٤٧	فول الصويا
٤,٧٨	القمح

المصدر: صندوق النقد الدولي، تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، الطبعة العربية، أفريل 2007، ص36
 إن الشيء الأكثر خطورة هو أن تقلب أسعار الصادرات و من ثم حصيلة الصادرات لا تقتصر فقط على ما تزاوله من حجم الاحتياطات المناسبة المطلوبة و إنما يمتد ليشمل تأثير هذا التقلب على المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل مستوى الدخل ، الاستهلاك الاستثمار التوظيف ، حصيلة إيرادات المالية العامة ناهيك عن قدرة البلد على الاستيراد .
 فالأمر المهم هو انه في البلاد النامية إذا ما تعرضت أسعار الصادرات إلى تقلبات غير متوقعة فان ذلك يعرض مستويات الاستهلاك و التشغيل و الاستثمار إلى الانخفاض ، و يجعل عملية التنمية أمرا صعبا .

إن التقلب في حصيلة الصادرات من السلعة المعنية في الدول النامية يحدث أما بسبب التقلبات التي تطرأ على ما يصدر منها ، أو بسبب تأثير تقلبات الأسعار العالمية لهذه السلعة المصدرة . و الجدير بالذكر أن التقلب في حجم ما يصدر يعتبر اقل حدة على موازين المدفوعات هذه البلدان من تقلبات الأسعار العالمية لهذه السلع .

اولا: درجة التركيز السلعي للصادرات : أن أهم عنصر مفسر لحدة التقلب في إجمالي حصيلة الصادرات هو درجة التركيز السلعي $commodity^1 concentration of exports$ فقد اثبت التحليل الاقتصادي انه كلما استأثرت سلعة واحدة أو سلعتين بنسبة كبيرة من حجم صادرات البلد فان احتمال التقلب في إجمالي حصيلة الصادرات يكون كبيرا و من ثم احتمالات اختلال ميزان مدفوعات البلد تكون اكبر، انظر الجدول التالي .

الجدول (2-2): درجة التركيز السلعي لبعض الدول كنسبة الى إجمالي حصيلة الصادرات

¹ تعتبر **CCE** بمثابة مؤشر فرعي مكون لمؤشر الضعف الاقتصادي الصادر عن المجلس الاقتصادي و الاجتماعي للأمم المتحدة و الذي يعكس تأثير الصدمات الخارجية التي يواجهها البلد و إلى أي مدى يكون هذا البلد عرضة لها .

السلعة	البلد	درجة التركيز السلعي للصادرات
الالمنيوم	غينيا	36
البن	بورندي	43
الكاكاو	كوت ديفوار	34
القطن بوركينفا سو	بوركينفا سو	42
ليبيا	الوقود	97
قطر	الغاز	89

المصدر: صندوق النقد الدولي، تقرير افاق الاقتصاد العالمي، الطبعة العربية، عدد سبتمبر 2006
إن الدول التي تعتمد على إنتاج و تصدير سلع واحدة أو سلعتين، و يشكل التصدير النصيب الأكبر منها و الأعظم من جملة الصادرات، تكون اشد تقلبا في حصيلة الصادرات لو قورنت ببلاد أخرى تعتمد على التنوع في الصادرات.

أن خطورة التقلب في حصيلة الصادرات و مدى تأثيره على طلب الدول على احتياطات الصرف الأجنبي، لا ينحصر فقط في الأجل القصيرة بل يمتد إلى أجال طويلة مما يهدد النمو الاقتصادي. أن تقلب حصيلة الصادرات و نظرا لأنها مصدرا للنقد الأجنبي، يعرق إمكانات تخطيط التنمية (الاستهلاك، الإنتاج، الاستثمار) و في مثل هذه الحاجة تزداد الحاجة إلى تكوين احتياطات الصرف الأجنبية عند مستويات ملائمة¹.

لتبديد الانعكاس السلبي لحصيلة الصادرات على متغيرات الاقتصاد الكلي الرئيسية و التي ثبت في الآثار الاقتصادية و الاجتماعية السلبية بما في ذلك تراجع الإنفاق الحكومي، و تدني مستوى الأجور و ضياع الناتج.

و إذا ثبتت الصدمة المؤقتة للصادرات مثلا لمدة سنة، يمكن التخفيف من حدة أي اثر سلبي على النمو بتوفير السيولة الدولية اى النقد الاجنبي بحيازة البنك المركزي على وجه السرعة، مما قد يسمح بإبقاء على الواردات و الإنفاق الحكومي في مستويات عادية.

إن مؤشر درجة التركيز السلعي المطبق حاليا لا يشمل الخدمات، حيث في العديد من الدول تبلغ صادرات الخدمات نسبة كبيرة من إجمالي الصادرات.

ثانيا: التحوط ضد انخفاض اسعار الصادرات

لاتزال اسعار صادرات السلع الاساسية متقلبة وحساسة، ولعل اهم هذه السلع النفط، وقد كان انخفاض اسعار النفط في اوت -سبتمبر 2006، نتيجة لعوامل مجتمعة تتمثل في تباطؤ الطلب العالمي وزيادة العرض من غير منظمة الاوبك خلال النصف الثاني من عام 2006، وفي بداية 2007 انخفض

¹ رمزي زكي، الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية، مرجع سابق، ص 143.

مجددا لفترة قصيرة ليعود الى الارتفاع مجددا، ثم يعود الى حدة الانخفاض بالغا مستوى 31 دولار للبرميل في بداية ديسمبر 2008.

الشكل (2-1): تقلبات اسعار النفط سلة الاوبك دولار للبرميل (سبتمبر 2008 - فيفري 2009)



المصدر: منظمة الدول المصدرة للنفط، الاوبك، التقرير الشهري لاسواق النفط، فينا، مارس 2009 ص5
ان السؤال الذي يطرح: هو كيف يمكن للدول ذات درجة التركيز العالية التحوط ضد انخفاض اسعار صادراتها؟ وبخاصة البلدان المصدرة للنفط التي تتعرض لتقلبات اسعار النفط. و في العادة هناك ثلاث خيارات أمام الحكومات هي الحماية الذاتية، التأمين الذاتي، التحوط و التأمين بشكل عام. يمكن أن تؤدي الحماية الذاتية (مثلا خفض مستوى الانفتاح التجاري.... الخ) إلى الحد من إمكانية التعرض للمخاطر الخارجية، إلا إنها تعيق المكاسب الناشئة عن الاندماج في الأسواق العالمية. كما أن التحوط و التأمين التامان لا تتوافر للبلدان النامية على هذه الأدوات المتطورة بفعل ضعف الأسواق المالية.

و يشمل التأمين الذاتي الاحتفاظ بالموارد اللازمة مع مرور الوقت " تكوين احتياطات الصرف الأجنبية " في أوقات الرفاه و النمو القوي، و هو احد الخيارات الشائعة¹.

تتعرض البلدان المصدرة للنفط لتقلبات كبيرة في حساباتها الخارجية، لان صادراتها بطبيعة الحال غير متنوعة نسبيا، بينما تشهد اسعار النفط تقلبا كبيرا، وينعكس هذا مباشرة في ارتفاع درجة التقلب في معدلات التبادل التجاري، والحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي لهذه البلدان وعادة ماتسود ارصدة المالية العامة في الدول المصدرة للنفط تذبذبات في ايرادات المالية ذات الصلة بالصادرات النفطية، ومن ثم فانها ترتبط ارتباطا وثيقا بالحساب الجاري.

¹ Norman loayza , **the structural determinants of external vulnerability** , economic review . vol 21 , no 03 , p04.

ان تقلب اسعار النفط، وخاصة اذا تجاوز التقلب في اسعار السلع الاساسية الاخرى، يمكن ان يضع عقبات امام اخطط الموازنة العامة والخطط المالية والاستثمارية للحكومات والشركات، ومن ثم فهو حافظ واضح للحكومات المصدرة للنفط كي تعمل على التحوط منه¹.

ان التحوط هو شكل من اشكال التامين، ينطوي على أنشطة مالية وغير مالية، تساعد في الحد من المخاطر، وغالبا ما تستخدم هذه الدول اساليب تحوط غير مالية بغية التعامل مع تاثير تقلبات اسعار النفط على عائدات الصادرات وايرادات المالية العامة، ولادارة مخاطر المالية العامة انشا العديد من الدول صناديق تثبيت، وتستخدم بعض الحكومات افتراضا متحفظا لاسعار النفط (سعر مرجعي)، في موازنتها سعيا للحد من المخاطر².

وتهدف هذه الدول الى تركيز اصول اجنبية واستخدام هذا الاصول في موازنة الدخل النفطي المتناقص لكي تتلافى حدوث انخفاضات حادة في الطاقة الاستيعابية متى تراجعت الصادرات النفطية³.

المطلب الثاني: احتياطات الصرف الأجنبية كتأمين ضد ارتفاع أسعار الواردات

تعتبر الواردات أهم عامل محدد لتكوين احتياطات الصرف الأجنبي و من المعلوم انه توجد علاقة عكسية بين مستوى الواردات و مستوى الدخل الوطني و التي تعرف بالميل المتوسط للاستيراد و الذي يعبر عنه ب :

$$M=m(y).$$

حيث M تعبر عن الواردات . m الميل المتوسط للاستيراد . y الدخل الوطني .

و عموما يعد ارتفاع الميل المتوسط للاستيراد في الدول النامية (دول مصدرة للسلع الأساسية) ، مؤشر تبعية للاقتصاديات الخارجية . و يعكس إلى حد كبير مدى اعتماد الاقتصاد على العالم الخارجي ، و يلعب دورا مهما في تحديد طلب هذه الدول على الاحتياطات من الصرف الاجنبي. فلما يكون الميل المتوسط للواردات مرتفعا ، و تطرأ زيادة في أسعار الواردات مما يؤدي إلى حدوث عجز في ميزان المدفوعات ، هذا ما لم ترافقه زيادة تعويضية في حصيلة الصادرات ، الأمر الذي يجعل هناك ضرورة لوجود قدر ملائم وكافي من احتياطات الصرف الأجنبي معدل تغطية الاحتياطات للواردات انظر الجدول التالي الذي يبين معدل تغطية الاحتياطات للواردات .

¹ - صندوق النقد الدولي، تقرير افاق الاقتصاد العالمي، الطبعة العربية، واشنطن، افريل 2007، ص54

² - DANIEL JAMES hedging government oil price risk, IMF working paper N =1/ 8501 ، 2001 ، P13

³ -صندوق النقد الدولي، تقرير افاق الاقتصاد العالمي، العدد اكتوبر 2008 و واشنطن ص201

الجدول (2-3): تغطية الاحتياطات الخارجية الرسمية في بعض الدول العربية للواردات السلعية بالأشهر (2001-2006) .

2006	2005	2004	2003	2002	2001	
7.3	5.8	4.6	3.9	3.8	3.9	تونس
45.2	34.0	28.9	29.8	23.2	22.9	الجزائر
5.2	5.8	8.0	8.0	8.3	7.4	السعودية
6.1	6.5	5.5	7.1	6.8	5.3	عمان
5.7	6.0	7.4	7.9	4.9	4.6	قطر
10.5	7.5	8.5	9.2	13.6	13.1	الكويت
18.8	17.0	16.6	22.5	14.6	8.8	لبنان
53.7	42.4	45.7	42.2	29.4	36.9	ليبيا
10.1	10.3	9.1	12.2	12.3	11.2	مصر
13.1	11.7	13.1	13.6	12.1	10.7	المغرب
2.0	0.8	2.2	9.1	11.0	7.3	موريتانيا
19.2	15.6	17.6	16.8	17.4	16.9	اليمن

المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، صندوق النقد العربي .2008 .ص125

أولا - التكوين الهيكلي للواردات:

إن الاقتصاديات التي تكون لها قدرة على الضغط على الواردات (الحد من الواردات) تكون أقل طلبا على احتياطات الصرف الأجنبي ، إلا أن مسالة الضغط على الواردات تتوقف على طبيعة التكوين الهيكلي للواردات و تصنف الواردات إلى¹ :

- الواردات ضرورية : و هي تشمل السلع الغذائية و الاستهلاكية الهامة (كالقمح و الأدوية) التي لا ينتجها الاقتصاد الوطني ، أو ينتجها بكميات لا تلبي حاجات السوق المحلي ، و يضاف إليها الخدمات التي تحصل عليها الدول من العالم الخارجي و لا يتوقع أن يستغني عنها مثل : مثل خدمات النقل و التأمين .

- الواردات الإنمائية (سلع التنمية) : و هي تضم السلع و الخدمات التي ينتجها الاقتصاد لتنفيذ برامج التنمية و الاستثمار مثل المواد الخام ، الوقود ، المواد الوسيطة اللازمة لعملية الإنتاج و تجهيزات الاستثمار .

¹ رمزي زكي، الاحتياطات الدولية، مرجع سابق ذكره . ص 144.

- الواردات القابلة للضغط : و هي السلع و الخدمات التي يحصل عليها الاقتصاد الوطني من العالم الخارجي و يمكن أن تصنف على أنها سلع كمالية و خدمات كمالية .
 إن من الملاحظ أن هيكل الواردات في الدول النامية يتوقف على مدى الاختلافات القائمة بين هذه البلدان فيما يتعلق بهيكل الإنتاج ، إستراتيجية التقدم الاقتصادي و الاجتماعي المتبعة ، و مدى رشادة استخدام الموارد المتاحة... الخ .
 و على أية حال فان الواردات الضرورية (واردات التنمية) في الدول النامية تمثل الحجم الأكبر في وارداتها و من ثم فانه يجب تحديد الحد الأدنى الضروري للواردات (القابل للضغط) حيث يتعين على الحكومات تخصيص قدر مناسب من السيولة الدولية لتمويل تلك الواردات حتى لا تتأثر برامج الاستهلاك و الاستثمار (برامج النمو ، و يكون الاقتصاد حساس للواردات بمعنى أن مستويات الإنتاج و التوظيف و الاستثمار و الاستهلاك و النمو تتأثر إلى حد كبير بالتغيرات التي تطرأ على قدرتها الاستيرادية .

ثانيا- قياس القدرة الاستيرادية :

و يمكن تحديد القدرة الاستيرادية الكلية للبلد على ما يلي ¹ :

$$Cm=(x+f)-(d+p)/B.....(1).$$

حيث Cm تعبر عن الطاقة الكلية للاستيراد .

تعبر x عن حصيللة الصادرات ، f مقدار انسياب رؤوس الأموال الأجنبية على اختلاف أنواعها (قروض ، مساعدات ،...) ، d مدفوعات خدمات الدين ، p تحويلات الأرباح و دخول الاستثمارات الأجنبية الخاصة المباشرة للخارج . B سعر الوحدة من الواردات .
 إذن الطاقة الكلية للاستيراد تتحد بحجم العملات الأجنبية المتاحة لدى الحكومات و مستوى أسعار الواردات .

و هناك قدرة ذاتية للاستيراد (أهم مؤشر) و هو الجزء الممول ذاتيا من احتياطات الصرف الأجنبي للبلد و يمكن قياس ذلك :

$$Ms= x-d/M$$

أما الطاقة الاستيرادية المقترحة فيقصد بها نسبة ما تموله القروض الخارجية لعملية الاستيراد .
 ان التركيب الهيكلي للواردات يوتر تأثيرا كبيرا في طلب البلاد على احتياطات الصرف الاجنبي لمواجهة العجز الذي يحدث في ميزان المدفوعات، فكلما كان النصيب النسبي للحد الأدنى من الواردات الضرورية كبير في اجمالي واردات البلد ، كلما كانت احتمالات العجز بالميزان كبيرة اذاما تعرضت اسعار هذه الواردات لاي ارتفاع في السوق العالمي هن نجد ان احتياطي الصرف الاجنبي الواجب مراكمته يكون كبيرا ¹. انظر الجدول التالي:

¹ عبد المجيد قدي ، مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية ، ديوان المطبوعات الجامعية ، 2004 . ص43.

الجدول (2-4) نسبة الانفاق على الواردات الغذائية الى اجمالي الواردات لبعض الدول خلال سنة 2008 (نسبة مئوية)

البلدان	نسبة الانفاق على واردات الاغذية (%)
وم الامريكية	10
المانيا	10
مصر	42
الاردن	40
كينيا	51
بتغلادش	65

source:: OECD and FAO, OECD-FAO Agricultural Outlook 2008-2017, Paris and Rome, 2008p39

إن الارتفاع المتواصل لأسعار الغذاء له تأثيرات على الاقتصاد الكلي بالنسبة للبلدان المستوردة للغذاء ، و هو ما يشمل آثار سلبية على النمو و التضخم و التذبذبات الحادة في معدل التبادل التجاري . إن هناك ضررا يلحق بالبلدان المستوردة الصافية للغذاء من جراء الصدمات السلبية الصدمات السلبية التي تتعرض لها (ارتفاع واردات الغذاء) ، و إذا استمرت أسعار الغذاء في الارتفاع يمكن أن تصل مراكز المالية العامة للبلدان إلى مستوى غير قابل للاستمرار و تصبح موازنة هذه الدول ضعيفة تجاه هذه الصدمة .

لقد تسببت الزيادات المتتالية في أسعار الغذاء في تأثيرات هائلة على ميزان المدفوعات (خاصة في البلدان المتوسطة و المنخفضة الدخل) منها² :

1 - إن تأثيرات ارتفاع أسعار الغذاء تجاوزت 0.5 % من إجمالي الناتج المحلي في فترة (افريل 2007 إلى افريل 2008) .

2 - تعرض ميزان المدفوعات إلى ضغوط شديدة ، و باستخدام غطاء من الاحتياطات مقداره 3 أشهر لكفاية الاحتياطات خلص التقرير إلى أن 27 بلد منخفض الدخل و 20 بلد متوسط الدخل سوف يصل مركز احتياطياته من الصرف الأجنبي إلى مستوى دون الكافي بعد التعرض لصدمة ارتفاع أسعار الواردات

¹ -البنك الدولي، تقرير عن التنمية في العالم، الطبعة العربية، واشنطن، 1993 ص303

² - صندوق النقد الدولي، استجابات المالية العامة لآثار الزيادات الأخيرة في أسعار السلع الأولية: دراسة تقييمية، تقرير افاق الاقتصاد

أن المستوى الكافي من احتياطات الصرف الأجنبي له أهمية كبيرة تلافي هذه الصدمات المتعلقة بأسعار الواردات و ما يمكن أن يتعرض له الاقتصاد الكلي في حالة عدم وجود هذه المستويات من الاحتياطات .

المطلب الثالث : كفاية احتياطات الصرف الأجنبي

تهدف الدول بشكل عام من بناء احتياطاتها الأجنبية إلى ضمان سهولة تدفق ميزان المدفوعات لديها، و الإيفاء بالتزامات ديونها الخارجية بالعملة الأجنبية، و إيجاد مبالغ بالعملة الأجنبية تضمن لاقتمادياتها الصمود أمام الهزات الاقتصادية و المالية.

يعد مستوى الاحتياطات الدولية من العوامل المحددة لثقة الدائنين في الدولة. كما أنها توفر مناخ من الاطمئنان للمستثمرين الأجانب في جدوى الاستثمار في هذه الدول بعد تطبيق حزمة من الحوافز و الامتيازات المقررة لرأس المال.

على هذا الأساس، لا خلاف بين المتخصصين حول ضرورة تكوين الاحتياطات الدولية عند المستويات الآمنة و الملائمة التي تلعب دورا مهما في تجنب الدولة السياسات الاقتصادية و الاجتماعية غير المرغوبة في حالة عدم وجود أو كفاية تلك الاحتياطات¹، فضلا عن دورها في الحيلولة دون تدهور سعر الصرف للعملة المحلية. و لكن عندما يكون هناك إفراط في تكوين هذه الاحتياطات و ترتفع إلى مستويات عالية و مغالية و أكثر من اللازم، فلا بد أن يطرح ذلك خلاف في وجهات النظر.

للحكم على مدى كفاية أو ملائمة (adequacy) الاحتياطات بحثت العديد من الدراسات في مدى تحقق الغرض الذي من اجله يتم تكوين الاحتياطات الدولية. و لقد دار نقاش حول المعايير التي يمكن الاعتماد عليها لتحديد الحجم، أو المستوى الأمثل للاحتياطات الدولية. و هنا نجد عدة مقاييس مقترحة في الأدب الاقتصادي كمؤشر على كفاية الاحتياطات²:

و يستخدم الاقتصاديون عادة أرقام الاحتياطات الأجنبية في قياس قدرة الدول على تفادي المشاكل المالية في اقتصادها، و كذلك قدرتها على مجابهة أي مضاربات على بيع عملتها، تستهدف أمنها الاقتصادي و استقرارها.

فما هو المستوى الكافي للاحتياطات الدولية الذي يتعين أن تسعى إليه البنوك المركزية حتى تكون في وضع امن و سليم يحصنها تجاه الصدمات الطارئة التي يمكن أن يتعرض لها ميزان المدفوعات و يجعل-في نفس الوقت-تكلفة هذه الاحتياطات عند حدودها المقبولة اقتصاديا؟

¹ جوسلين لانديل- ميلز، التكلفة المالية للاحتياطات، التمويل و التنمية، ديسمبر. 1989 ص ص 17-19.

² - صندوق النقد الدولي، المؤشرات المرتبطة بالديون و الاحتياطات لقياس الحساسية ازاء التقلبات الخارجية، واشنطن، مارس 2000، ص6.

أولاً : نسبة الاحتياطيات الدولية إلى الواردات:

يعد مقياس حجم الاحتياطي بالمقارنة مع حجم الواردات (مقياس تغطية الواردات) احد أهم المقاييس التقليدية لمعرفة مستوى كفاية حجم الاحتياطيات في العملات الأجنبية، بسبب أن الواردات هي أهم متغير في بنود ميزان المدفوعات و نظراً لصلتها الوثيقة بمستويات الاستهلاك المحلية و الإنتاج الجاري و النمو الاقتصادي.

و يرى أنصار هذه الصيغة (IMF, 1970) أن اللجوء إلى استخدام الاحتياطيات، في أحوال الطوارئ، يضمن للدولة تدفق وارداتها الضرورية و يجنبها السياسات الاقتصادية و الاجتماعية غير المرغوبة التي تضطر إلى تطبيقها في حالة عدم كفاية هذه الاحتياطيات¹.

إن النتيجة الأساسية من استخدام هذا المؤشر يؤدي إلى تناسب الطلب على الاحتياطيات الدولية مع قيمة الواردات. بمعنى أن هذا الطلب ينحو نحو التزايد مع تزايد قيمة الواردات. و الطلب على الاحتياطيات الدولية في ضوء هذا المؤشر إنما يعني أن الدافع الأساسي لتكوينها و الاحتفاظ بها هو دافع المعاملات. و يعتقد أنصار هذا المؤشر أن نسبة تدور حوالي 30 في المائة من قيمة الواردات سنوياً أو تغطية حجم الاحتياطيات مدة ثلاثة أشهر من الواردات تعد مستوى ملائم للاحتياطيات. إن الظروف الحالية التي تواجهها الدول النامية المدينة ربما تتطلب زيادة هذا الرقم إلى 4 أو 5 أشهر، و إن كان بعض الكتاب يعتبر أن نسبة الاحتياطيات إلى الواردات يجب أن تتراوح فيما بين 30-40 في المائة (John Williamson, 1988,169).

اقترح Triffin عام 1947 نسبة الاحتياطيات إلى الواردات (R/IM) كمؤشر على كفاية الاحتياطيات.

ثانياً: استخدام نسبة الاحتياطيات إلى عجز ميزان المدفوعات:

الدافع لتكوين هذه الاحتياطيات لا يكمن في ضمان تدفق الواردات، و إنما التحوط لمواجهة احتمالات العجز الطارئ في ميزان المدفوعات التي قد تنشأ إما بسبب تدهور حصيللة الصادرات و /أو زيادة أسعار الواردات أو تدهور شروط التبادل التجاري، أو لأي سبب آخر.

الاحتياطيات هنا يمكن اعتبارها رصيماً لمواجهة العجز *Buffer Stock* و لتجنب ما عسى أن تضطر إليه الدولة من سياسات غير مرغوبة، و لا ينبع من تأمين المعاملات و إنما من باب التحوط أو الاحتياط *Precautionary* (J.Niehans, IMF, 1970).

¹ Onno de Beaufort Wijnholds J & Arend Kateyn, Reserves Adequacy in Emerging Market Economics, IMF Working Paper, Sep, 2001.

و الالتزام بهذه النسبة/المؤشر تعني أن الاحتياطات الدولية يجب أن تتغير بنفس معدلات التغير المتوقع في العجز بميزان المدفوعات. فإذا كان منحني العجز هو التزايد، فإن الاحتياطات يجب أن تنمو بنفس معدلات نمو هذا العجز، أخذا بعين الاعتبار سلسلة زمنية معقولة لتوضيح اتجاه العجز و توقعات حدوثه في المستقبل.

فمثلا إذا أخذنا متوسط عجز الحساب الجاري بميزان المدفوعات في فترة سابقة معقولة (خمسة أو عشرة سنوات)، فلو كان متوسط هذا العجز يساوي (س) من الدولارات، فإنه يتعين أن يكون حجم الاحتياطات مساويا لهذا المقدار.

اقترح Brown عام 1964 نسبة الاحتياطات إلى القيمة المطلقة لاختلال ميزان المدفوعات كمؤشر على كفاية الاحتياطات.

ثالثا: محاولة هيلر:

-اقترح Robert H. Heller في عام 1966 في المجلة الاقتصادية (Economic Journal) مقياسا حاول من خلاله تحديد نسبة المستوى المتحقق فعلا من الاحتياطات إلى المستوى الأمثل في سنة معينة (Heller, H. Robert, 1966, P306). و تتمثل معادلة المستوى الأمثل للاحتياطات كما صاغها Heller كما يلي¹:

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

حيث:

R_{opt} = المستوى الأمثل للاحتياطات الدولية.

H = التغير الذي يحدث في مستوى الاحتياطات الدولية.

M = الميل الحدي للاستيراد.

R = تكلفة الفرصة البديلة.

0.5 = احتمال حدوث عجز في ميزان المدفوعات.

هذه الصيغة تعني أن الزيادة التي تحدث في m أو r ستؤدي إلى خفض المستوى الأمثل

للاحتياطات الدولية، بينما الزيادة في h تؤدي إلى زيادة هذا المستوى.

إذا كانت:

$R_{opt} = 1$ ، فإن الدولة تكون قد حققت المستوى الأمثل *Optimal*.

$R_{opt} > 1$ فهناك عجز *Deficit*.

$R_{opt} < 1$ فهناك إفراط في الاحتياطات *Excess Reserves*.

¹H.R. Heller, 1976, Optimal International Reserves, in, Economic Journal, Vol Lxxvi, N° 302, June, PP 2096-311.

رابعاً: محاولة اجاروال:

نشر الاقتصادي اجاروال *J.P.Agarwal* دراسة مهمة في عام 1971 في مجلة سجلات الاقتصاد العالمي *Welwirtschaftliches Archiv* حاول فيها أن يحدد مقياساً لتقدير الحجم أو المستوى الأمثل للاحتياطات الدولية في سبعة دول نامية في آسيا. من خلال بناء نموذج يعكس الفروق الهيكلية و المؤسسية القائمة بين مجموعة الدول الصناعية المتقدمة و مجموعة الدول النامية (*J.P.Agarwal, 1971*).

و لتحديد المستوى الأمثل للاحتياطات يرى اجاروال شأنه في ذلك شان هيلر، أن هناك ثلاثة عوامل جوهرية لا بد من أخذها بعين الاعتبار، و هي¹:

-نفقة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالاحتياطات .

-الكلفة التي سيتحملها الاقتصاد الوطني في حالة اضطراره تنفيذ سياسات المواءمة عندما يحدث عجز طارئ في ميزان المدفوعات و لا توجد احتياطات لمواجهة هذا العجز .

-احتمالات استخدام هذه الاحتياطات.

و يرى اجاروال أن الدول النامية تحتفظ بالاحتياطات الدولية لكي تمول بهذا العجز المتوقع و الطارئ في ميزان المدفوعات و الذي يمكن أن ينشأ من النقص غير المتوقع في حصيللة الصادرات أو الزيادة الطارئة في أسعار الواردات.

و يرى اجاروال أن المستوى الأمثل هو ذلك المستوى الذي تتعادل فيه التكلفة مع المنفعة لا أكثر و لا أقل. و لقد صاغ معادلة المستوى الأمثل للاحتياطات على الشكل التالي:

$$R_{opt} = \frac{m}{q_1} = R_{opt} \frac{(\pi) R_{opt} / D}{q}$$

أو

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

حيث أن:

π : احتمالات حدوث العجز في ميزان المدفوعات.

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

Q²: نسبة السلع الاستثمارية المستوردة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

D: العجز في ميزان المدفوعات.

¹ - Agarwal, optimal monetary reserves for developing countries, *Welwirtschaftliches Archiv*, N°11, 1971, P29

M: مقلوب معامل رأس المال.

Q1: نسبة المكون الاستيرادي في الاستيراد المحلي.

خامسا: المؤشرات الأخرى :

التي تم استخدامها كدلالة على كفاية الاحتياطات خاصة في الفترة الأخيرة في الدول ذات الأسواق الناشئة Emerging Market Countries هي ما أطلق عليها أنظمة التحذير المبكر لوقوع أزمة مالية (EWS) Early Warning Systems و تشمل نسبة الاحتياطات إلى عرض النقود بالمعنى الواسع (R/M2)، و نسبة الاحتياطات إلى الديون الخارجية قصيرة الأجل (R/STED) (Onno de Beaufort Wijnholds J & Arend Kateyn, 2001, P15).

المبحث الثاني: احتياطات الصرف الأجنبي و تقلبات اسعار الصرف

لاحتياطات الصرف الأجنبي دورا مهما في الاقتصاد, فبالإضافة الى نظرية التامين الذاتي ضد الصدمات السلبية للصادرات والواردات, هناك نظرية ثانية للاحتياطات وهي ادارة اسعار الصرف, وسنتطرق في هذا المبحث الى نظم اسعار الصرف ومستوى طلبها على الاحتياطات, ثم مؤشر مقاومة ضغوطات اسعار الصرف, وفي الاخير دور الاحتياطات في علاج ظاهرة المرض الهولندي في الدول المصدرة للموارد الطبيعية النفط مثلا اي ارتفاع سعر الصرف الحقيقي.

المطلب الأول : نظم أسعار الصرف و الحاجة إلى احتياطات الصرف الأجنبية

إن الكثير من الدراسات التي تمت حديثا لقياس الطلب على احتياطات الصرف الأجنبي في الدول المتقدمة و النامية ، و جدت أن سياسة الصرف التي تنتهجها الدولة ذات تأثير لا يمكن إنكاره في تحديد طلبها على الصرف الأجنبي و من ثم على المستوى المرغوب و الأمن لتلك الاحتياطات .

أولا- سعر الصرف الثابت و الاحتياطات :

يعبر سعر الصرف الثابت على تبني السلطة النقدية لقيمة ثابتة للعملة الوطنية تجاه العملات الأجنبية بالاعتماد على أساس نقدي معين¹، وفقا لهذا النظام تكون أسعار الصرف ثابتة أو يسمح لها بالتذبذب في حدود ضيقة جدا ، و إذا ما بدأت أسعار الصرف في التحرك بصورة كبيرة فإنه يمكن للحكومات أن تتدخل في سوق الصرف لإبقائها في حدود مقبولة .

إن البلدان التي تأخذ بنظام أسعار الصرف الثابتة و بخاصة البلدان العربية التي تنتهج غالبيتها نظام تثبيت أسعار الصرف الاسمية أمام عملة رئيسية أو سلة من العملات .

و لتثبيت سعر الصرف يعلن البنك المركزي عن سعر صرف العملة المحلية مقابل عملة التثبيت ، و تتدخل السلطات النقدية في سوق الصرف من خلال عمليات شراء و بيع العمل ة المحلية لمقاومة الضغوط على أسعار الصرف ، مما يؤثر مباشرة على احتياطي الصرف الأجنبي² ، (استنزاف احتياطي الصرف الأجنبي).

فالبلدان التي تعمل بنظام سعر الصرف الثابت بما في ذلك البلدان التي تستخدم مجلس العملة .

¹ هوشيار معروف " تحليل الاقتصاد الدولي ، دار الجريد للنشر و التوزيع ، عمان ، 2006 . ص 287.

² مجموعة باحثين في صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، صندوق النقد العربي ، 2008 . ص 185 .

انه من المتوقع للبلد الذي ينتهج نظام سعر الصرف الثابت ، أن يضع ضمن أهدافه النقدية الدفاع عن استقرار أسعار الصرف ، و أن يكون طلبه على الاحتياطات اكبر من البلدان التي تنتهج نظاماً أخرى أسعار الصرف المرنة)¹ .

إن البلدان الحريصة على تكوين احتياطات الصرف الأجنبي و التي يمكنها من التدخل في سوق الصرف الأجنبي لتهدئة ما عسى أن يطرأ عليه من اضطرابات فتدخل بائع للنقد الأجنبي في حالة تعرض هذا السعر للارتفاع (تراكم احتياطات الصرف الأجنبي) .

فإذن في ظل أسلوب الربط (التثبيت) تزداد حاجة البلد إلى الاحتفاظ باحتياطات الصرف الأجنبي² . فعلى عكس أسعار الصرف الحرة تكون أسعار الصرف الثابتة أسعار لا يسمح لها بتقلبات في السوق استجابة للتغيرات اليومية في العرض و الطلب ، و بدلاً من ذلك تقوم السلطات النقدية بتثبيت قيمة معينة للعملة .

و كما هو موضح في فان السلطة النقدية الأوروبية يمكن ان تثبت سعر الصرف عند 1 دولار = 1 يورو او 1 يورو = 1 دولار و يتم وضع حدود قصوى و دنيا لسعر الصرف أي يسمح لسعر الصرف أن يتقلب في تلك الحدود ، و يحافظ ECB على سعر الصرف داخل تلك الحدود ، و ذلك من خلال بيع و شراء الدولارات في أسواق الصرف الأجنبية ، و أن الفرق بين الحد الأقصى و الحد الأدنى يسمى بالنافذة spread .

و لو انخفض الدولار عن الحد الأدنى (1 \$ مقابل 0.9 €) فان ECB يقوم بشراء كميات من الدولارات و مبادلتها باليورو و ذلك حتى يتم الحفاظ على هذا الحد . أن الدولارات المحتفظ بها من طرف ECB هي احتياطات صرف أجنبية بالنسبة إليه ، و لذا فقيامه بشراء دولارات فان احتياطاته سوف ترتفع و العكس في حالة بيع الدولارات فان احتياطي الصرف الأجنبي سوف ينخفض³ .

فمن الأهمية بما كان في ظل أسعار الصرف الثابتة و التي يتم تحديد سعر الصرف مسبقاً يكون البنك المركزي ملزماً بالحفاظ على السعر (سعر الربط) و على حدوده و من ثم فان سعر الصرف يمكن إلا يترتب عليه مساواة بين الكميات المعروضة و المطلوبة في السوق و من ثم التغيرات في احتياطي في احتياطي الصرف الأجنبي يجب أن تسد الفجوة في حالة حدوث زيادة في الطلب أو العرض على النقد الأجنبي و من يمكن أن اعتبار احتياطات الصرف الأجنبي مقياساً ملائماً للفائض أو العجز في المعاملات الخارجية .

¹ رمزي زكي، الاحتياطات الدولية ، مرجع سابق . ص 203 .

² سيد عابد ، التجارة الدولية ، الإسكندرية ، مصر ، 2001 . ص 374 .

³ مورد خاي كرياني ، الاقتصاد الدولي مدخل للسياسات ، مرجع سابق ، ص 282 .

أما في حالة عدم توفر الاحتياطات للبلد الذي ينتهج أسعار صرف ثابتة ، و يقبل البلد إجراء التكيف adjustment حينما يطرأ اختلال مؤقت أو هيكلية في ميزان المدفوعات فتقوم السلطة النقدية للبلد بتخفيض قيمة العملة المحلية devaluation ، أي تترك إجراء التوازن في ميزان المدفوعات لتحقيق عبر تحويل سياسات الإنفاق الكلي و التي ينتج عنها سياسات التخفيض¹ .

و هو ما يطرح إشكالية فعالية سياسة تخفيض قيمة العملة في معالجة اختلالات ميزان المدفوعات و خاصة في الدول النامية التي لا تتوافر لديها ما يعرف بشرط تخفيض قيمة العملة بسبب طبيعة هيكل صادراتها .

فمن الأهمية بناء مستوى كافي من احتياطات الصرف الأجنبي للدفاع عن تعادل سعر الصرف .

ثانيا- سعر الصرف المعوم المدار و الاحتياطات :

يعبر سعر الصرف المعوم المدار (أو ما يسمى بالأنظمة الوسطية أين يكون بين التثبيت و التعويم) عند قيام السلطات النقدية بتعديل أسعار صرفها بتواتر على مستوى احتياطاتها من الصرف الأجنبي و على أساس وضعية ميزان المدفوعات² .

إن اخذ بنظام أسعار الصرف الوسيطة و مثال ذلك التعويم المدار يتطلب من السلطات النقدية القيام بأنشطة في سوق الصرف الأجنبي لدعم الترتيبات المتبعة و قد يستدعي ذلك القيام بعمليات تعتمد درجة نشاطها على السوق و أوضاعها مما سيتبعه ، ذلك من اختيار مستوى السيولة الملائم الذي تجب الحفاظ عليه .

ثالثا- سعر الصرف الحر و الاحتياطات :

إن هناك اختلافان أساسيان بين سعر الصرف المعوم (الحر) و سعر الصرف المعوم المدار :
 - ففي حين انه في ظل نظام الصرف الحر يتحدد سعر صرف عند قيمة يتمخض عنها توازن في ميزان المدفوعات ، و لا يتوافر ذلك في ظل نظام الصرف المدار فيمكن ان يؤدي التدخل من قبل البنك المركزي إلى الابتعاد عن المستوى التوازني لسعر الصرف .
 - لا تتراكم الاحتياطات و لا توجد حاجة إليها في ظل نظام الصرف المعوم بحرية حيث يساوي سعر الصرف بين المعروض و المطلوب من العملات الأجنبية و العكس في حالة إدارة سعر الصرف ، فان الاحتياطات من الصرف الأجنبي تكون في غاية الأهمية ، حيث يتم تراكم مستويات الاحتياطات الصرف الأجنبي بغرض الحد من التقلبات فيه³ .

¹ من أكثر الامور خطورة في برامج التثبيت الاقتصادي التي تضطر البلدان الدائنة ان يفقدها مع صندوق النقد الدولي كشرط اساسي لتقديم دعم اضافي لموازن مدفوعاتها .

² عبد المجيد قدي ، مدخل للسياسات الاقتصادية الكلية ، مرجع سابق ، ص 116 .

³ مورد خاي كرياني ، الاقتصاد الدولي مدخل للسياسات ، مرجع سابق ، ص 288 .

ففي ظل سعر الصرف الحر فإن العجز (الفائض) الخارج ينعكس في صورة انخفاض (ارتفاع) قيمة العملة ، و في ظل سعر الصرف الثابت ، فإن عدم التوازن الخارجي المدار يتم امتصاص جزء منه خلال تقلبات أسعار الصرف .

إن في ظل التعويم الحر يتمتع مديرو الاحتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية بحرية كبيرة في تحديد الهيكل الملائم لمحفظة الاحتياطات من الصرف الأجنبي و سيولة الاحتياطات¹ ، و نظرا للالتزام العام من قبل السلطات النقدية لعدم ممارسة أنشطة في سوق الصرف الأجنبي ، إلا أن السلطات قد تسعى في الواقع العملي إلى الاحتفاظ بقدرتها على تأمين انضباط الأسواق خلال فترات التعديلات الحادة في أسعار الصرف أو في فترات ضغوطات السوق .أو حتى بقدرتها عموما على مواجهة الصدمات الداخلية و الخارجية الغير متوقعة .

المطلب الثاني: احتياطات الصرف الأجنبية وأسعار الصرف الحقيقية (ظاهرة المرض الهولندي)
من وجهة النظرية الاقتصادية ربطت ظاهرة " المرض الهولندي" أو " لعنة الموارد" كنتيجة لتدفقات العملات الأجنبية بمبالغ كبيرة في فترات طفرة الموارد الطبيعية من يحدث من تغيرات في الاقتصاد و فرص إنتاج السلع المتداولة في التجارة الأولية وليكن تصنيف هذه الآثار إلى²:

- أثر الإنفاق

- أثر تحويل المواد

وتحدث هذه الآثار سواء كانت منفصلة أو مجتمعة ارتفاعا في السعر الصرف الحقيقي، و نتيجة لذلك يمكن أن يكون لهذه الظاهرة آثار سلبية على إنتاج السلع الغير النفطية التي تحول التركيبة الإنتاج من الزراعة والصناعة إلى الخدمات.

ويلعب الاحتياطي من الصرف الأجنبي دورا كبيرا في تفادي أعراض " المرض الهولندي" في ظل انخفاض الطاقة الاستيعابية للاقتصاد.

أولا: مفهوم سعر الصرف الحقيقي:

من التعاريف العديدة لسعر الصرف الحقيقي، يستخدم تعريفان على نطاق واسع هما:

1 - نسبة الأسعار المحلية للسلع القابلة للتبادل التجاري إلى السلع المحلية غير القابلة للتبادل التجاري. وفي هذا السياق، يقصد باللع القابلة للتبادل التجاري جميع البضائع التي تستورد أو تصدر عبر الحدود، أما السلع غير القابلة للتبادل التجاري فهي منتجات غير قابلة للتداول عبر الحدود الوطنية، أما الأسباب تتعلق بارتفاع كلفة نقلها في السوق العالمية أو لأسباب تتعلق

¹ صندوق النقد الدولي ، دليل المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات الصرف الأجنبي ، 2000 . ص13.

² - الامم المتحدة، التقرير الاقتصادي والاجتماعي لدول غرب اسيا ، مرجع سابق، ص86

بطبيعة السلع، ومن هذه السلع الأراضي والخدمات والبنى التحتية المنزلية غير القابلة للتداول أو السريعة الهلاك.

2 - المقارنة المطلقة بين الأسعار الدولية للسلع ذاتها، وهذا القياس يشمل إما السلع القابلة للتبادل التجاري أو السلع القابلة وغير القابلة للتبادل التجاري، فيقيس في المبدأ معادل القوة الشرائية. يأخذ التعريف الأول في الحسبان السعر النسبي للسلع التجارية في بلد معين باعتباره مؤشرا للقدرة التنافسية في التجارة الخارجية. ويفترض أن أسعار السلع القابلة للتبادل التجاري ستكون ذاتها في جميع الأسواق عندما تحول إلى سعر الصرف الإسمي في ظل قانون السعر الواحد. ووفقا لهذا القانون، في حال عدم وجود تكاليف النقل وغيرها من تكاليف المعاملات، تتساوى أسعار السلع المتشابهة في الأسواق التنافسية لبلدين عندما تحسب هذه الأسعار بالعملة ذاتها. ويفترض أن يتهافت الباعة على السعر الأعلى والمشترون على السعر الأدنى في السوق. وفي سوق ذات كفاءة، يحدث الاتفاق على سعر واحد فورا.

ويرتبط هذا القانون بثلاثة شروط لازمة هي: (أ) انخفاض تكاليف النقل وغيرها من التكاليف المعاملات وغياب العوائق أمام التجارة، (ب) وجود أسواق تنافسية للسلع والخدمات في البلدين، (ج) الاقتصار على السلع القابلة للتبادل التجاري لأن السلع غير القابلة للتبادل التجاري مثل الخدمات المحلية والمنازل لا يمكن تبديلها بين البلدان. وتحسب هذه الصيغة لسعر الصرف الحقيقي وفقا للمعادلة (1) التالية¹:

$$RER = \frac{P_t}{P_n} = e \frac{P^*_t}{P_n} \quad (1)$$

ويرمز P_t و P^*_t إلى السعر المحلي والسعر الدولي، ويشير الرمز P_n إلى سعر السلع غير التجارية، والحرف e إلى سعر الصرف الاسمي. وفي هذا التعريف يمثل انخفاض سعر الصرف الحقيقي ارتفاعا في قيمة العملة المحلية.

ويرتكز الخيار الثاني على تعريف معادل القوة الشرائية، وهو تقدير نسبة مؤشر الاسعار في بلد ما إلى مؤشر الاسعار في البلدان الشريكة في التجارة، مضروبة بسعر الصرف الاسمي، ويستخدم في الحساب عادة مؤشر اسعار الاستهلاك أو مؤشر اسعار الانتاج في بلد معين والبلدان الشريكة في التجارة. وإذا استخدم مؤشر اسعار الاستهلاك تكون الحصيلة قياس معادل القوة الشرائية، إذ تشمل السلع غير التجارية. وأما مؤشر بيع الجملة، فيستثنى من القياس النقل وبعض يعتبر هذا التعريف قياس النقل وبعض الخدمات الأخرى، ويكون بمثابة مقارنة للسلع التجارية. وأيا يكن مؤشر المستخدم، يعتبر هذا التعريف قياسا نسبيا إذ يرتكز على مؤشرات مركبة. ومن الناحية الحسابية يمثل هذا التعريف بالمعادلة (2) التالية:

¹- لويس كاتوا، لماذا اسعار صرف حقيقية ، مجلة التمويل والتنمية، العدد سبتمبر صندوق النقد الدولي، 2007، ص 47

$$RER = e \frac{Pf}{P} \quad (2)$$

إذا كان مؤشر أسعار البلدان الشريكة في التجارة واردا في الجزء الأعلى من الكسر الذي تتضمنه المعادلة، يعني هبوط سعر الصرف الحقيقي ارتفاعا حقيقيا في قيمة العملة. وهناك شروط لرصد معادلة القوة الشرائية بدقة من خلال قياس سعر الصرف الحقيقي بنسبة السلع القابلة للتبادل التجاري الى السلع غير قابلة للتبادل التجاري. وبما أن سعر الصرف الاسمي يقع في الجهة اليمنى من المعادلة في التعريفين، فإذا بقيت نسبة الاسعار في كل قياس بدون تغيير نسبة إلى سعر الصرف الاسمي، وهذا احتمال وارد بما أن السعرين نسبيا، يتحرك سعر الصرف الحقيقيين في الاتجاه ذاته. وإذا اتخذ أحدهما نسبة سعري الصرف الحقيقيين، فيهبط سعر الصرف الاسمي، كذلك مؤشر الاسعار المحلية للسلع التجارية، لأن هذه الاسعار تظهر في التعريفين. ونتيجة لذلك، تكون نسبة سعر الصرف الحقيقي ثابتة إذا كان مؤشر اسعار السلع المحلية غير التجارية ومؤشر اسعار السلع الاجنبية غير التجارية يتحركان في الاتجاه ذاته.

ثانيا- المرض الهولندي: شهدت هولندا في الستينات من القرن 20 زيادة كبيرة في ثروتها بعد اكتشاف كميات كبيرة من الغاز في بحر الشمال، كان لهذا التطور الايجابي انعكاسات خطيرة على أقسام مهمة من الاقتصاد، حيث أصبحت العملة الهولندية (جيلدر) قوية، وجعل الصادرات الهولندية غير نمطية أقل قدرة على المنافسة وأصبحت هذه المتلازمة تعرف بـ"المرض الهولندي"¹ ان مصطلح "لعنة الموارد" او ما يعرف "مفارقة الوفرة" هو وصف الاضرار القصيرة الأجل التي لحقت بهولندا على اثر اكتشاف الغاز في عام 1959. ويستخدم الاقتصاديون ظاهرة المرض الهولندي على التدفق الكبير للعملات الصعبة أي الداخل سواء كان مصدرها النفط، المعونات الأجنبية، الاستثمار الأجنبي. ولأغراض تحليل هذه الظاهرة يفترض وجود قطاعين:

- قطاع السلع القابلة للتبادل التجاري مثال : النفط ، المعونات الأجنبية، (القطاع المزدهر)
- قطاع السلع الغير قابلة للتبادل التجاري الذي يشمل البناء والنقل والعقارات (قطاع السلع الغير متداولة خارجيا)
- قطاع التصدير المتعثر

1 أثر الانفاق: ففي بلاد تصدر النفط ، فحدوث قفزة في صادرات نפט البلد يرفع الدخول في البداية مع تدفق الصرف الأجنبي، فإذا أنفق الصرف الأجنبي كله على الواردات فإن ذلك لن يكون له تأثير مباشر على عرض النقود أو الطلب عليها في البلد وذلك بالنسبة للسلع المنتجة

¹ --كرستين ابراهيم زادة المرض الهولندي، مجلة التمويل والتنمية، العدد مارس، صندوق النقد الدولي 2005، ص 50

محليا، ولكن لنفرض أن النقد الأجنبي يتم تحويله إلى العملة المحلية وينفق على سلع محلية غير متداولة.

ففي حالة ثبات سعر الصرف للبلاد فإن تحويل العملات الأجنبية إلى العملة المحلية يمكن أن يزيد من عرض العملة المحلية في البلد، ويؤدي الضغط من جانب الطلب المحلي إلى رفع الأسعار المحلية وذلك يعادل رفع سعر الصرف الحقيقي، أما إذا كان سعر الصرف مرنا، فإن العرض المتزايد من العملة الأجنبية يرفع قيمة العملة المحلية، وهو ما يعني زيادة سعر الصرف الحقيقي (في هذه الحالة من خلال ارتفاع سعر الصرف الاسمي وليس الاسعار المحلية ومن ثم يسبب انكماش في القطاع التصدير المتعثر (التقليدي) ويسمى هذا الأثر " بأثر الإنفاق"¹

2- تأثير تحويل الموارد: إن تحويل الموارد هو نتيجة للطفرة في قطاع النفط والذي يزيد الطلب على السلع الغير قابلة للتبادل التجاري، وعلى إثر ذلك تتحول عوامل الإنتاج عن سلع أخرى قابلة للتبادل التجاري، منها مثلا الزراعة والصناعة التحويلية، وهذا التحول في الموارد يحدث على أساس افتراض أن الاقتصاد يعمل بطاقة كاملة ، أي أنه يعتمد على حدود إمكانات الإنتاج، ويتوقف حجم أثر تحويل الموارد على حجم الموارد التي يمكن تحويلها من القطاعات الغير نفطية القابلة للتبادل التجاري إلى قطاع النفط وقطاع السلع الغير قابلة للتبادل التجاري، ويؤدي أثر تحويل الموارد إلى إضعاف قطاع الزراعة والصناعة

ثالثا: علاج ظاهرة المرض الهولندي " ارتفاع سعر الصرف الحقيقي": إذا كانت الثروة المكتشفة حديثا مؤقتة " مكاسب عابرة" ، يقوم البنك المركزي بالتدخل في السوق الصرف الأجنبي بغية حماية القطاعات المعرضة للمخاطر، أي تكوين احتياطات صرف أجنبي، حيث يجعل هذا قيمة العملة المحلية أقل مما يمكن ان تكون عليه، مما يساعد على عزل الاقتصاد عن الاضطرابات القصيرة الأجل للمرض الهولندي².

فمما للاحتياطي الدولي، له أهمية بالغة بالنسبة للبلدان المصدرة للنفط، لأنه يزود هذه الدول بغطاء يقيها من آثار هبوط أسعار النفط ويحصنها من الداء الهولندي.

المطلب الثالث : مؤشر مقاومة ضغوطات أسعار الصرف

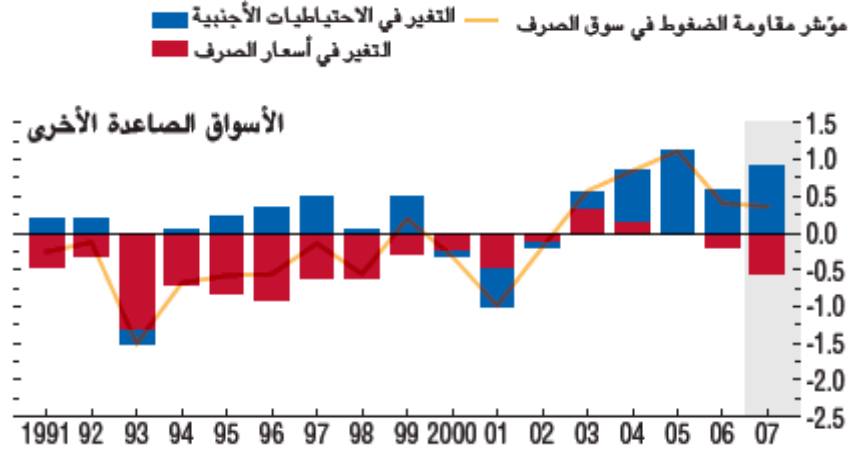
لقد ارتبطت التدفقات المالية سواء كان مصدرها فوائض الحساب الجاري أو الحساب الرأسمالي لضغوطات قوية من أسواق الصرف و هو ما تحقق مقاومته " باحتياطات الصرف الأجنبي " و في الوقت ذاته بالسماح أيضا بحركة صعودية في أسعار الصرف انظر الشكل 2-4 في الأسواق الصاعدة³ .

¹ -محمد عماد الليثي،التبادل الدولي، دار النهضة ، مصر ، 2002 ،ص 80

² -كرستين ابراهيم زادة المرض الهولندي، مرجع سابق ،ص 52

³ تشمل مجموعة البلدان هذه ألبانيا ، الجزائر ، و قبرص ، و مصر ، و إسرائيل ، و مالطة و المغرب ، و جنوب إفريقيا و تركيا و تونس .

الشكل (2-2): مؤشر مقاومة ضغوطات أسعار الصرف في الأسواق الصاعدة



المصدر: صندوق النقد الدولي، تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، أكتوبر، 2007، ص 145

و يختلف هذا النمط عن نمط الموجات السابقة من التدفقات الرأسمالية الداخلة (1991-1993) و التي شهدت ضغوطا سالبة على أسعار الصرف ، بالنسبة لمعظم بلدان الأسواق الصاعدة و ذلك تعبيرا عن وجود عجز في الحساب الجاري و لقد انخفضت أسعار الصرف في هذه المراحل .

و كانت آسيا الصاعدة هي الوحيدة هي المنطقة الوحيدة التي شهدت ضغوطات ايجابية من أسواق الصرف في فترة 1994 1996 و لكن هذه الضغوطات تم امتصاصها عن طريق تراكم الاحتياطات . و كون أن احتياطات الصرف الأجنبي ازدادت في التسعينات في منطقة آسيا الصاعدة قد يشير إلى عدم تجانس في الاستجابات في مواجهة الضغوطات لأسعار الصرف مع وجود ميل إلى التدخل لمنع ارتفاع قيمة العملة انظر الجدول (2-5) ، و لكن ليس لوقف انخفاض قيمتها إلا عندما تصبح ضغوطات الأسعار بالغة الشدة خاصة في الأزمة المالية الآسيوية 1997 كما يتضح من الانخفاض الكبير في الاحتياطات اعم 1997 في منطقة آسيا الصاعدة ، و في السنوات الماضية (بعد الأزمة المالية الآسيوية)¹

¹ Francis y .kumah. **a markov-switching approach to measuring exchange market pressure** . IMF working paper , IMF , 2007 p05.

الجدول 2-5 خصائص ضغوطات أسعار الصرف.

انخفاض قيمة العملة $e\Delta \geq 0$	ارتفاع قيمة العملة $e\Delta < 0$	
علاقة سعر الصرف الاسمي بالنقد (النموذج النقدي لحركات سعر الصرف)	ضغوط الارتفاع (مقاسة باستعمال تعادل القوى الشرائية)	تراكم احتياطات الصرف الأجنبي $\Delta r > 0$
ضغوط الانخفاض (مقاسة باستعمال تعادل القوى الشرائية)	علاقة سعر الصرف الاسمي بالنقد (النموذج النقدي لحركات سعر الصرف)	استنزاف احتياطات الصرف الأجنبية $\Delta r \leq$

Source : Francis y .kumah. a markov-switching approach to measuring exchange market pressure . IMF working paper , IMF , 2007 p05.

و بخاصة من سنة 2000 ارتفاع كبير في أسعار الصرف في مواجهة ضغوط أسعار الصرف الايجابية و استمرار ارتفاع تلك الضغوط و هو ما يفسر زيادة الاتجاه نحو مرونة أسعار الصرف و التي لا تتطلب مبالغ ضخمة من الاحتياطات .
في أدبيات مقاومة ضغوطات أسعار الصرف من خلال ما قدمه roper and girton عام 1977¹ فإنه يمكن قياس ضغوط أسعار الصرف² (أسعار الصرف) قياسا كميًا من خلال مؤشر إحصائي يبين تغيرات أسعار الصرف و احتياطات النقد الأجنبي بالبنوك المركزية المحلية :

$$EMP_t = \Delta e_t + \eta^d [\Delta d_t^a + (1 - \lambda) \Delta r_t]$$

حيث يمثل λ نسبة التدخل في سوق العملات الأجنبية و المعقمة بالتغير في القروض الداخلية .
 η^d الأثر السلبي لمرونة التغير في سعر الصرف بالنسبة للتغير في القاعدة النقدية .
 $e\Delta$ التغير في أسعار الصرف .

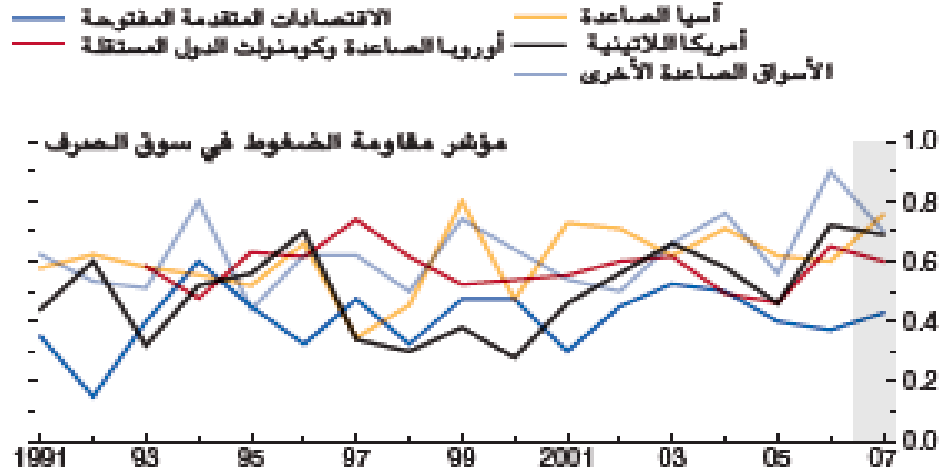
تحدد خصائص سياسة سعر الصرف استنادا إلى مؤشر مقاومة ضغوطات أسعار الصرف و هو مزيج من الحركات في سعر الصرف و في احتياطات الصرف الأجنبي و من الجهة النظرية في حالة

¹- Mikko spolander, **measuring exchange market pressure , and central bank intervention** , bank of Finland studies , E17.1999. p15.

²- روبرتو كارداريللي و سليم اليكداغ ، ، إدارة التدفقات الرأسمالية الكبيرة ، تقرير آفاق الاقتصاد العالمي صندوق النقد الدولي ، اكتوبر 2007. ص 129 .

التعويم الكامل من شأن التغيير في أسعار الصرف أن يتناظر بشكل دقيق مع مؤشر المقاومة في ضغوطات سوق الصرف .

الشكل (2-3) مؤشر مقاومة ضغوطات اسعار الصرف لبعض الاقتصاديات بالنسبة المئوية



المصدر : صندوق النقد الدولي ،التقرير توقعات الاقتصاد العالمي ، اكتوبر 2007 ، ص 250
أما في حالة الربط يكون سعر الصرف الثابت و من شأن التقلبات في مؤشر ضغوطات أسعار الصرف أن تكون مدفوعة بالكامل بالتغيرات في احتياطات الصرف الأجنبي عن طريق التدخل و قسمة التغيرات في الاحتياطات على مؤشر ضغوط أسعار الصرف يولد نسبة تقيس نصيب ضغوط سوق الصرف التي تقاوم عن طريق التدخل (احتياطات الصرف الأجنبي) ثم يتم تتميط تلك النسبة من اجل إنشاء مؤشر لدرجة المقاومة للتغيرات لأسعار الصرف "resistance index" و تتراوح قيمته بين الصفر و الواحد صحيح ،و يعني ذلك انه كلما اقتربت القيمة من واحد صحيح زادت الدرجة لمقاومة ضغوط أسعار الصرف .ويعبر عن المؤشر كالتالي:
بالنسبة للبلد i في السنة t ، يعرف مؤشر المقاومة في ضغوط في سوق الصرف بأنه المتوسط المرجح للعنصرين التاليين¹ :

1 -التغير كنسبة مئوية في سعر الصرف الاسمي مقارنة بالبلد المرجعي في السنة t و تشير الزيادة إلى حدوث ارتفاع .

2 -التغير في الاحتياطات الأجنبية في السنة t

¹ - Weymark, ageneral approach to measuring exchange market pressure , oxford economic papers, vol 50 ,1998p106

و الأوزان الترجيحية هي مقلوب الانحرافات المعيارية لهذين العنصرين ، و ذلك من اجل عدم هيمنة أي منهما على المؤشر

$$EMP_{i,t} = \frac{1}{\sigma_{\Delta\%er_{i,t}}} \Delta\%er_{i,t} + \frac{1}{\sigma_{\Delta res_{i,t}}} \Delta res_{i,t}$$

حيث $\Delta\%er_{i,t}$ هي النسبة المئوية للتغير من سنة إلى أخرى في سعر الصرف الثنائي الاسمي لعملة البلد i مقابل عملة البلد المرجعي محددة على النحو الوارد في دراسة lev-yeyati and sturzenegger 2005 .

و $\Delta res_{i,t}$ هو التغير في صافي الأصول الأجنبية لدى البنك المركزي في البلد i في السنة t بعد استعداله بالقاعدة النقدية MB في السنة t-1 ، و $\sigma_{\Delta\%er}$ و $\sigma_{\Delta res}$ هما الانحرافان المعياريان للمتغيرين في السنة t (استنادا إلى التغيرات الشهرية في أسعار الصرف و الاحتياطات الأجنبية في المنطقة التي ينتمي إليها ذلك البلد .

$$\Delta\%er_{i,t} = \frac{er_{i,t} - er_{i,t-1}}{er_{i,t-1}}, \Delta res_{i,t} = \frac{NFA_{i,t} - NFA_{i,t-1}}{MB_{i,t-1}}$$

و استناد إلى مؤشر المقاومة في ضغوط سوق الصرف ، يتم حساب مؤشر المقاومة كما يلي¹ :

$$\text{مؤشر المقاومة}_{i,t} = 1 - \frac{\Delta\%er_{i,t}}{\sigma_{\Delta\%er_{i,t}} EMP_{i,t}}$$

و رغم أن المؤشر يتراوح بين $-\infty$ و $+\infty$ ، فان قيمه المنمطة بين فترتي الثقة صفر و واحد صحيح . و عندما يكون المؤشر مساويا للصفر ، فانه يعني انه لا توجد أي مقاومة لضغوط أسواق الصرف (أما أن يكون مسموحا بالتعويم الحر لسعر الصرف أو السياسة المتبعة هي "الميل مع الريح" ، و هو ما يزيد من حدة الضغوط الخارجية على سعر الصرف و لا يخففها . أم عندما يكون المؤشر مساويا للواحد صحيح ، فانه يشير إلى وجود أقصى قدر من المقاومة (أما أن سعر الصرف ممنوع من الحركة على الإطلاق أو أن تكون السياسة المتبعة أشكالا متطرفة من سياسة " الصمود أمام الريح " و هو ما يجعل سعر الصرف يتحرك في الاتجاه العكسي للاتجاه الذي كان سوف يتحرك فيه في غياب التدخل ، أما القيم الوسيطة الواقعة بين الصفر و الواحد صحيح فتشير الى مدى تخفيف ضغوط الأسواق الناتج عن التدخل في سوق النقد الأجنبي .

¹ - صندوق النقد الدولي ، تقرير آفاق الاقتصاد العالمي ، مرجع سابق ص 117 .

المبحث الثالث: تكاليف حيازة احتياطات الصرف الأجنبي

تؤدي احتياطات الصرف الأجنبي منافع متعددة، تتمثل في مواجهة الصدمات التي يتعرض له ميزان المدفوعات للبلد، ولكن هناك تكلفة يتحملها الاقتصاد جراء الاحتفاظ بهذه الاحتياطات، وتتمثل في تكلفة التعقيم وتكلفة الفرصة البديلة .

المطلب الأول : تكلفة الفرصة البديلة لحيازة احتياطات الصرف الأجنبية

إن حيازة احتياطات الصرف الأجنبية لا يخلوا من تكلفة، فهي أصول مالية (عملات صعبة) كثيرا ما تكون نادرة ويمكن استخدامها في أغراض أخرى¹، فيجب على المصارف المركزية وهي تدير احتياطات الصرف الأجنبي أن تأخذ بعين الاعتبار تكاليف حيازتها لهذه المستويات وأثرها على الاقتصاد الكلي، إن تكلفة الاحتياطات كأصول مالية مهم نظريا، والإشكال الذي يطرح هو:

أولا: تحديد الاستخدام البديل المناسب للاحتياطات ، إذ لم يحتفظ بها كاحتياطي صرف أجنبي؟

إن الأصول المالية التي تستخدم في زيادة الاحتياطات، كان من الممكن أن تستخدم استخداما آخر، ونظرا لأن الاحتفاظ بالاحتياطات يكون عادة في أصول مالية آمنة وقصيرة الأجل (مراعاة لشرط السيولة) تدفع أسعار فائدة أقل من الأصول ذات فترة أطول، فإن هذه التكلفة تعبر عن الفرق بين العائدات الأدنى والعائدات من أعلى البدائل إيرادا.

إن الحكومات لا ترى بأن الاستثمار المحلي أفضل بديلا للاحتفاظ بالاحتياطات، والفكرة أن الحكومات ترى بأن البديل هو سداد الدين الخارجي باعتباره البديل المناسب، أي " التكلفة البديلة الصحيحة" للاحتفاظ بهذه الاحتياطات ، وذلك لان الدول تعطي أهمية عالية لسداد الدين في مواعده لكي تحتفظ بجدارتها الائتمانية، لتجد آفاق أفضل للاقتراض في المستقبل بتكاليف أقل، وتكلفة الفرصة البديلة هنا هي تكلفة الوحدة من الاقتراض الأجنبي للبلد مطروحا منها ما تدره استثمارات الاحتياطي في أصول قصيرة الأجل سندات الخزينة الأمريكية عادة.

إن مفهوم تكوين الاحتياطات (الطلب على الاحتياطات) هو نفس المفهوم الكامن وراء الطلب على النقود، بمقتضاه يحتفظ الناس بالنقود كاحتياط ضد نقص المداخيل.

ويميل الناس إلى الاحتفاظ بالنقود أكثر لما ترتفع دخولهم (الثروة)، ويحتفظ الناس بنقود أقل حين ترتفع عائدات الأصول الأخرى مثل معدلات الادخار .

¹ - تسديد الدين الخارجي، تمويل التنمية (المكون الأجنبي للاستثمار)، التوظيف الخارجي (عائد كبير).

إن تكلفة الفرصة البديلة تلعب دوراً مهماً في تحديد حجم الاحتياطات الذي تحوزة الدولة، فالطلب على الاحتياطات يتم تحليله دائماً من مدخل : التكاليف والمنافع لحيازة احتياطات الصرف الأجنبية. لقد اختلف الكثير من الاقتصاديين حول تعريف تكلفة الفرصة البديلة¹:

1- ففي دراسة أجراها " المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية الأمريكية" في دراسة عمل قام بها "سباستيان ادوارد ردرز" بافتراض أن: "تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطات² هي معدل الذي تستطيع به الافتراض من الأسواق الدولية مطروحا منه ما تدره عليها الأصول التي يستثمر فيها الاحتياطات³. يعتبر معدل الافتراض الدولي (معدل الافتراض من الأسواق المالية الدولية) محدداً لحيازة الاحتياطات، ففي بلد يعاني من صعوبات في خدمة الدين الخارجي (خاصة الدول النامية) فهي حساسة لتكلفة حيازة الاحتياطات.

2- : لقد قام الاقتصادي "Ben Bassant" و "Gottlich" بتعريف تكلفة الفرصة البديلة لحيازة احتياطات الصرف الأجنبي⁴ بأنها الفرق بين العائد على الاحتياطات الصرف الأجنبية وبين الإنتاجية الحدية المضحي بها من الاستثمار البديل في رأس المال الثابت" وقد حاولت هذه الدراسة قياس هذه التكلفة كمياً من خلال افتراض أن معدل العائد الحقيقي على رأس المال "ع" والذي تحسب على أنه معدل الأرباح على رصيد رأس المال في قطاع الأعمال "ع ح"، ولكن في فترات الركود ينخفض هذا المعدل، ومن ثم لا يمثل هذا المعدل أفضل بديل لمعدل العائد من حيازة احتياطات الصرف الأجنبي، ومن ثم اتجهت هذه الدراسة إلى استخدام معدل العائد الحدي على المشروعات الحكومية (ع ح) الذي يعتبر كمعدل عائد ملائم بديل لحيازة الاحتياطات، وتم في الأخير استخدام معدل العائد على مشروعات البنية الأساسية

3- وفي دراسة أخرى قام بها الاقتصادي "Iyoha" والذي أدخل سعر الفائدة على حيازة احتياطات الصرف الأجنبي، ووجد أنه كلما ارتفع سعر الفائدة، كلما ارتفع المستوى الأمثل لحيازة الاحتياطات⁵

¹ -Leslie lipschitz, reserve adequacy , IMF Institute, april ,2006 , p11

² - تقاس تكلفة الفرصة البديلة بما تم الاستغناء عند اتخاذ القرار.

³ - جوسلين لنديل -مليز، التكلفة المالية للاحتفاظ بالاحتياطات، مرجع سابق، ص 17.

⁴ -Ben- Bassant, and Gottlich "on the effect of opportunity cost on international reserves holding" REVIEW of economics and stats this ,USA,1991.P329

⁵ - محمد بن علي العقلا، محددات الاحتياطات الدولية في الدول العربية، مجلة آفاق جديدة، العدد الثالث، يوليو 1998، جامعة المنوفية، ص174.

إن احتياطات النقد الأجنبي يجب أن تأخذ شكلا من أشكال الأصول الخارجية، ومن ثم فالتكلفة الفرصة البديلة لحيازة احتياطات الصرف الأجنبي يجب أن تكون أيضا معدلا خارجيا كمقابل لمعدل العائد الداخلي.

4- : وفي دراسة أخرى لـ "Hepple"¹ استخدم سعر الفائدة قصير الأجل في الولايات المتحدة الأمريكية ولندن يمثل تكلفة الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطات.

5: أما مقادير الاقتصادي "Heller" يتمثل في أن العائد من استثمار النقد الأجنبي يجب أن يخضع منه مقابل خسائر السيولة.

6- : وفي دراسة "Kelly" يرى أن تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطات يصعب قياسها، فقد تقاس بنوع ما من أسعار الفائدة على سندات حكومية طويلة الأجل ولكن أسواق رأس المال في الدول النامية تتميز بعدم الكفاءة والضعف، ومن ثم فإنها ذات تكلفة فرصة بديلة عالية، ومن ثم يتوقع أنه كلما كان البلد أكثر غنى كلما قام بحيازة مقادير أكبر من الاحتياطات حتى ولو كانت تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطات أعلى نسبيا.

أما المقياس الثاني الذي قدمه "Kelly" هو : المديونية الدولية، حيث أن هذا المقياس يعكس الندرة النسبية لرأس المال كمقابل للندرة المالية.

7: ولقد أدخلت دراسة "Landell Mills"² بجانب تكلفة الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطات في ظل الصعوبات الدين الخارجي ومن ثم صعوبات خدمة الدين فعند تقييم تكلفة حيازة الاحتياطات بسعر الفائدة يجب على الدولة أن تدفعها في السوق الاقتراض الدولي، فإن حيازة الاحتياطات ستكون مكلفة. ويعرف Mills تكلفة الفرصة البديلة بأنها: الدخل المضحي به من وراء حيازة احتياطات الصرف الأجنبي مع طرح العائد على استثمار تلك الاحتياطات .

ثانيا: تحديد المستوى الأمثل للاحتياطات:

إن التحليل الذي قدمه هربرت جروبل Herbert G.Grubel، حول المستوى الأمثل للاحتياطات يعتمد على مبادئ التحليل الحدي الذي يستند إلى قانون تناقص الغلة و على مساواة التكلفة الحدية مع العائد الحدي لتحديد الوضع الأمثل (Herbert G.Grubel,1977 , P41-45). و لتحديد هذا المستوى سوف نستعين بالشكل رقم (2-4) الذي نفترض فيه وجود دولة تحاول أن تحدد المستوى الأمثل لاحتياطاتها الدولية من خلال المساواة بين تكلفة الاحتفاظ بها و العائد المتحقق منها. حيث³:

¹ - محمد بن علي العقلا، المرجع السابق ، ص 175 .

²Landell -mills "the demand for international reserves and their opportunity cost" ImF STAFF paper Vol 36 n° 3,1989, P 708

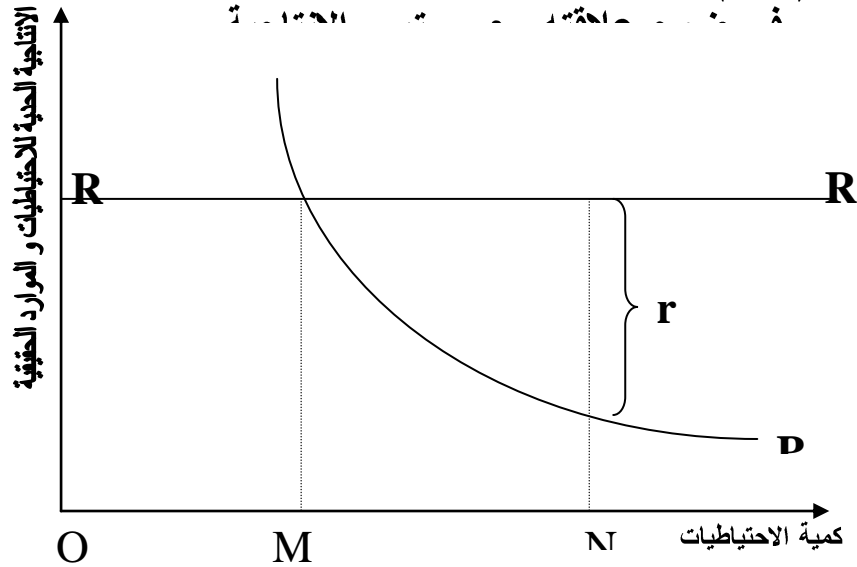
³- رمزي زكي ، الاحتياطات الدولية ، مرجع سابق ، ص 249

MP: يعبر عن الإنتاجية الحدية للاحتياطات و الموارد الحقيقية طبقا لظروف هذه الدولة (حجم الموارد و نمط استخدامها، نمط و طبيعة الاختلالات الخارجية التي يتعرض لها، مدى النفع الذي يتحقق من الاحتفاظ بالاحتياطات الدولية...الخ). و يأخذ هذا المنحنى شكل منحنى الطلب العادي، ينحدر من أعلى اليسار متجها نحو اليمين لأسفل، معبرا عن قانون تناقص الغلة المعروف.

OR: الإنتاجية الحدية للدولة، و يعني ذلك أن الدولة لو احتفظت بكمية من الاحتياطات لكي تستخدمها في مواجهة ما عسى أن يطرأ على ميزان المدفوعات من عجز، فإنها في الواقع ستضحي إذن بهذه الإنتاجية. و إذا افترضنا أن احتياطات هذه الدولة تأخذ شكل ذهب، و أن سعر الذهب سيظل ثابتا على المدى الطويل، و هو ما يعني أن هذا النمط المحدود من الاحتياطات لن يكون له أية مجال استثماري و بالتالي سيكون عائده مساويا للصفر (لأنه لن يحقق أية فائدة أو مكسب). و بالتالي سيكون طلب هذه الدولة على الاحتياطات الدولية على المدى الطويل مساويا للكمية OM، و هو المستوى الذي تتعادل فيه الإنتاجية الحدية للاحتياطات مع الإنتاجية الحدية للموارد (أو الاستخدامات البديلة)¹.

المصدر: رمزي زكي ، الاحتياطات الدولية، دار المستقبل العربي ، لبنان

شكل (2-4): تحديد الطلب على الاحتياطات الدولية

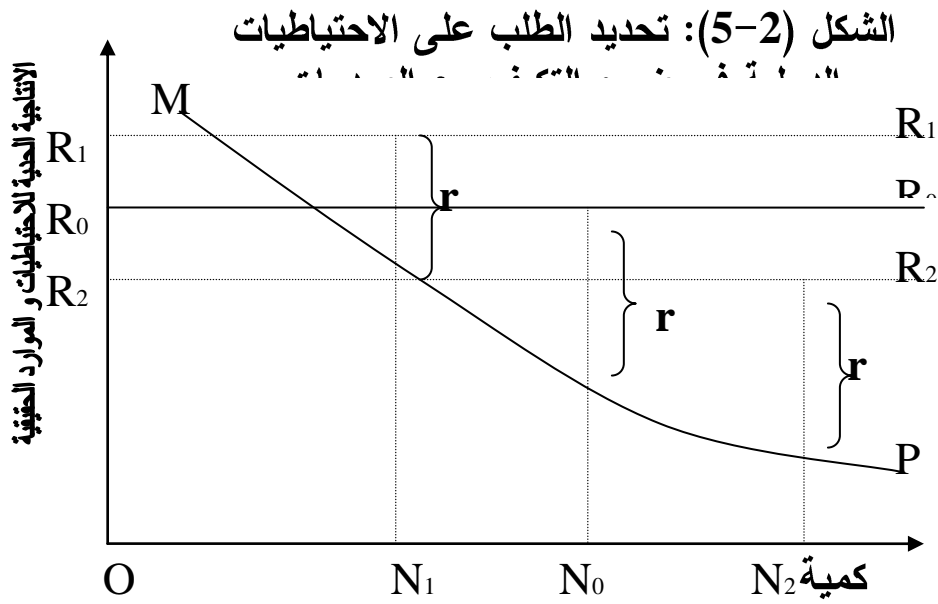


،1994،ص250

و لكن دعنا نفترض الآن، أن تلك الاحتياطات لن تكون في شكل ذهب و إنما في شكل عملات أجنبية يمكن استثمارها في الخارج في شكل أصول قصيرة الأجل وتحصل الدولة من وراء ذلك على سعر فائدة مقداره (r) كنسبة مئوية سنوية. في هذه الحالة سوف نجد أن طلب هذه الدولة على الاحتياطات الدولية سوف يرتفع إلى المستوى ON و الذي نجد عنده، أن الإنتاجية الحدية

¹ - ضياء مجيد الموسوي ، الاقتصاد النقدي ، دار الفكر الجزائري ، 1993،ص322

للاحتياطات مضافا إليها سعر الفائدة المتوقع من استثمار تلك الاحتياطات يكون مساويا للعائد المتوقع من الموارد الحقيقية الأخرى (أو الاستخدامات البديلة).
و لكن ماذا يحدث لو حدث عجز طارئ في ميزان مدفوعات هذه الدولة. إن الشكل رقم (2-)
(5) يحتوي على نفس العناصر الأساسية الموجودة في الشكل رقم (2-4). إذا افترضنا أن هذه الدولة عرفت موسم حصاد سيء لمنتجاتها الأساسية، و بسبب ذلك انخفضت حصيلة الصادرات و حدثت ندرة في النقد الأجنبي و شح في الموارد، مما أدى إلى ارتفاع الإنتاجية الحدية للموارد إلى المستوى OR_1 ، و هو مستوى يزيد عن المستوى السابق (OR).



المصدر: رمزي زكي ، الاحتياطات الدولية، دار المستقبل العربي ، لبنان ،
1994، ص250،

في هذه الحالة فإن المستوى المرغوب من الاحتياطات سيكون عند المستوى ON_1 و يمكن للدولة أن تستخدم الكمية N_1N_1 من احتياطاتها لتمويل العجز بميزان المدفوعات و تحافظ على مستوى وارداتها و تتجنب بالتالي الآثار الانكماشية التي كان من الممكن أن تحدث في حالة اضطرارها إلى خفض الواردات أو خفض القيمة الخارجية للعملة لو لم يكن لديها تلك الاحتياطات. و تستطيع حينئذ أن تحافظ على سعر صرف عملتها و على المستوى العام للأسعار. و إذا حدث و أن جاء حصاد العام التالي مواتيا و فوق المتوسط العادي، فإن صادرات الدولة في هذه الحالة سوف تزيد و سوف تتمكن الدولة من إعادة تكوين احتياطاتها عند مستواها المرغوب السابق ON_0^1 .

¹ - رمزي زكي ، الاحتياطات الدولية ، مرجع سبق ذكره

أما إذا افترضنا الحالة العكسية، و هي أن موسم الحصاد كان جيدا و يزيد عن مستواه العادي، و استمر ذلك لعدة سنوات، فزادت حصيلة الصادرات و موارد النقد الأجنبي، فانه من الممكن أن نتصور في هذه الحالة أن الإنتاجية الحدية للموارد سوف تنخفض إلى المستوى OR_2 ، و من ثم فان قواعد السلوك الرشيد تتطلب أن يكون مستوى الاحتياطات الدولية ON_2 . و النتيجة الهامة من ذلك كله:

-على السلطات في كل دولة أن تحدد بادئ ذي بدء، ذلك الحجم الملائم للاحتياطات الدولية، الذي يمكنها من مواجهة الاحتياجات الدورية و امتصاص الصدمات الخارجية غير المتوقعة (ارتفاع أسعار الواردات، نقص حصيلة الصادرات، صعوبات الاقتراض الخارجي، ارتفاع أسعار الفائدة..الخ). و أن هذا الحجم تحكمه عدة اعتبارات، تتفاوت من دولة إلى أخرى. و من هنا لا يوجد حجم أو مستوى أمثل و عام، أو مقياس كمي مطلق يصلح لكافة الدول-فالحجم المناسب و الأمن للاحتياطات يجب البحث عنه، و تحديده كميًا، في ضوء واقع كل دولة و ما يحيط بها من ظروف و مشكلات. بيد انه في كل الأحوال يجب ألا يكون هذا الحجم مغاليا أو اقل من المستوى الآمن. و مع ذلك يمكن تقسيم هذا الحجم الملائم و الأمن للاحتياطات إلى جزأين أساسيين، الأول يمثل الحد الأدنى و الضروري للاحتياطات التي يتعين توافرها، في جميع الأحوال، لمواجهة الاحتياجات الدورية المتوقعة، و الجزء الثاني يمكن أن نطلق عليه الأرصة (أو الاحتياطات) التحوطية، و هي تتمثل في تلك الأصول التي يمكن اللجوء إليها عند الضرورة لمواجهة أية صدمات غير متوقعة في ميزان المدفوعات و يمكن أن تكون اقل سيولة من الجزء الأول.

-يتعين أن تكون هناك مساواة بين تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطات الدولية و العائد الاجتماعي الذي يتحقق منها حتى يمكن تحديد المستوى الأمثل لهذه الاحتياطات. فإذا زاد حجم هذه الاحتياطات إلى مستوى تزيد فيه التكلفة عن العائد المتحقق منها، نكون هنا إزاء حالة فيها إفراط في الطلب على هذه الاحتياطات. و يتعين في هذه الحالة خفض الاحتياطات و استخدامها في مجالات أكثر إنتاجية. أما إذا كان العائد المتحقق من هذه الاحتياطات يزيد عن تكلفتها، فإننا نكون إزاء حالة فيها نقص، و يتعين زيادة الاحتياطات إلى مستواها الأمثل إن تكلفة الفرصة البديلة تؤثر على الاحتياطات تأثيرا سلبا ن فعلى البلد الاحتفاظ بالمستوى الكافي من الاحتياطات الذي تتعادل عنده التكاليف مع المنافع حتى لا يكون هناك تكاليف كبيرة يتحملها الاقتصاد نتيجة تملكه لتلك الاحتياطات .

المطلب الثاني: تكلفة تعقيم احتياطات الصرف الأجنبي

يسهم تحويل المبالغ الواردة بالعملات الأجنبية إلى العملة المحلية في تغذية احتياطات الصرف الأجنبية بالبنوك المركزية، كما يساهم في الوقت ذاته في زيادة المعروض النقدي المحلي، و تعزز

هذه الزيادة بفعل المضاعف النقدي فتؤدي إلى الزيادة في اللب المحلي ، و بالتالي تظهر فقاعات التضخم .

ويمكن للمصارف المركزية التخفيف من أثار تراكم الاحتياطات على القاعدة النقدية من خلال سياسة التعقيم والتي تحمل الاقتصاد تكاليف مالية .

اولا:تعريف التعقيم :

يعرف التعقيم على انه " عدم السماح للتغيرات الكبيرة في حيازة السلطات النقدية من الأصول الخارجية بان تنتقل إلى القاعدة النقدية ، و إذا لم يسمح للتغيرات في القاعدة النقدية بان تؤثر في المخزون النقدي ، نقول عندئذ أن التغيرات في الاحتياطات الدولية (احتياطي الصرف الأجنبي) قد تم "تعقيمها"¹ .

أي يتدخل البنك المركزي من خلال بيع او شراء الأصول المالية بالعملة الأجنبية مقابل أصول بالعملة المحلية بغرض عدم المساس بالأساس النقدي²، ويعرف التدخل بالتعقيم "sterilization" أي التدخل في التأثير على سوق العملة بدون تغيير في السياسة النقدية المحلية. و يسمى التدخل النقدي من قبل البنك المركزي و الذي يسمح بعرض النقود في دولة ما بتدخل غير معقم " insterilized intervention"³ .

ثانيا: أدوات التعقيم:

إن سياسة تعقيم احتياطات الصرف الأجنبي تتم عبر نوعين من الأدوات⁴ :

1- الأدوات السوقية market instruments :تتم عملية التعقيم تقليديا من خلال سياسة السوق المفتوحة،حيث يتم إصدار " سندات حكومية " أو "سندات البنك المركزي" مقابل شراء الأصول بالعملات الأجنبية وتؤدي هذه العملية إلى زيادة الالتزامات للسلطات النقدية (ديون البنك المركزي)وهو ما يوضحه الجدول الآتي:

عنوان الجدول(2-6):عملية تعقيم أصول مالية أجنبية عن طريق إصدار سندات البنك المركزي

الأصول	الخصوم
--------	--------

¹ محمود حميدات، مدخل للتحديد النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، 1996، ص20 .

² احمد طلفاح،التدفقات المالية الدولية ، سلسلة البرامج التدريبية ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، 2005 ، ص 55.

³مورد خاي كريانين ، ترجمة محمد ابراهيم منصور و علي مسعود عطية ، الاقتصاد الدولي مدخل السياسات ، دار المريخ ، السعودية ، 2007 ، ص 280 .

*صافي الأصول الأجنبية	*خصوم نقدية
*صافي الأصول المحلية	-العملة في التداول
	-احتياطات بنكية
	*خصوم غير نقدية
	-سندات البنك المركزي
	-أخرى
	-رأس المال

Source : m.s mohanty , philip turner , bis quarterly review , September n 2006 .p 42.

وتتطلب عمليات التعقيم عن طريق الأدوات السوقية مشاركة فعالة للسلطة النقدية في السوق النقدية والمالية لبيع و شراء السندات الحكومية وبدأت الأسواق المالية في البلاد النامية تتميز الضيق وغير متطورة والأسواق الثانوية لسندات الحكومة تكون منعدمة، وهذه الأسواق ضرورية لعمليات السوق المفتوحة التي تتطلبها آلية التعقيم.

أي أن التعقيم يتطلب حداً من التطور في الأسواق المالية لكي يكون فعالاً، ولا يعتبر حل أمثل إلا بتوفير مجموعة متنوعة من الأوراق المالية.¹

2- الأدوات الغير سوقية non -instrument market

وتتمثل هذه الأدوات فيما يلي:

أ -ودائع الحكومة لدى البنك المركزي:

فهي الأول التي تحول بسرعة معظم حصيلة الصادرات بالعملات الأجنبية إلى العملة المحلية وتدفع بهذا إلى الأعوان الاقتصادية. لكون قدرة السلطات النقدية محدودة في موازنة الزيارة في صافية الأصول الخارجية NFA مباشرة وعلى العكس من ذلك في بلد آخر مصدر لسلع الأساسية (النفط مثلاً) أين تحصل الحكومة على عائدات النقد الأدنى، فإن زيادة الاحتياطات الدولية لن تنعكس في شكل زيادة القاعدة النقدية إلا إذا قامت هذه الحكومات بحقن السيولة في الاقتصاد وتوضيحا لذلك نأخذ الأمثل التالي:²

¹ اللجنة الأحصائية والاجتماعية لغرب آسيا، مسح التطورات الاقتصادية والاجتماعية، الأمم المتحدة، 2007، نيويورك، ص 68

² محمود حميدات، مرجع سابق، ص 21.

لنأخذ زيادة في احتياطات الصرف الأدنى بمقدار 100 مليون دولار مصدرها تصدير النفط، فإذا لم تتفق الحكومة هذه الأموال فإن ذلك سينعكس في حساب السلطة النقدية على شكل:

- زيادة في الأصول الخارجية مقدارها 100 مليون دولار.

- زيادة مطابقة في ودائع الحكومة لدى البنك المركزي.

والنتيجة أنه لا يحدث أي تغير في القاعدة النقدية انظر الجدول التالي:.

عنوان الجدول (2-7): التغيرات في ميزانية السلطة النقدية نتيجة زيادة في الأصول

الخارجية مقدارها 100 مليون دولار

تغيرات في الأصول	تغيرات في الخصوم
صافي الأصول الخارجية + 100	القاعدة النقدية لا تتغير وداائع الحكومة
صافي أصول محلية لا يتغير	100 +

المصدر: محمود حميدات، مدخل للتحديد النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، 1996، ص 21

ب- صناديق التعقيم أو صناديق الاستقرار: stabilization funds , sterilization funds

تلعب صناديق الاستقرار دورا هاما في الدول المصدرة للسلع الأساسية ، حيث تعمل على تعقيم تراكم الأصول المالية بالبنك المركزي فهي تعمل على تخفيض العبء على السياسة النقدية ففي الحالات تكون فيها أدوات السياسة النقدية غير متطورة، فإن بإمكان صناديق النقطة أيضا أن تلعب دورا نقديا مفيدا¹.

ففي الدول التي يكون فيها التعقيم عبر الأدوات السوقية صعبا بفعل ضعف أسواق المسندات وأوراق البنك المركزي، يكون التعقيم عن طريق صناديق الاستقرار مهم جدا فهو عبارة حساب في الخصوم البنك المركزي بالعملة المحلية ومثال ذلك الصندوق الذي أنشأته روسيا "صندوق استقرار النفط" "oil stabilization" حيث بلغت قيمة 1.800 مليار روبل² حيث توضع في الجباية البترولية الفائضة عن السهم المرجعي لموازنة روسيا 27 دولار للبرميل.

تعتبر ودائع الحكومة وصناديق النفط أدوات تعقيم غير سوقية حيث تتم عملية التعقيم عن طريق إدارة السياسة المالية

¹ حاتم مهرا، التضخم في مجلس التعاون الخليجي ودور صناديق النفط في الاستقرار الاقتصادي، ورقة عمل، API/WPSO 702 المعهد العربي للتخطيط، ص 26.

² Enrique Aliberola , monetary policy and reserve accumulation , work paper , no 0706 . 2007 . bank of espana . p 32.

ج - الإحتياط الإجمالي: إن شروط إحتياطي الاجباري يعتبر أداة تعقيم غير سوقية، ويشبه أثر زيادة الاحتياطي الاجباري الى حد كبير أثر عمليات السوق المفتوحة ولكن ينفي هذا الإجراء محدوداً، نظراً لأن بعض البنوك لديها أصول إحتياطية تفوق الاحتياطي القانوني بالإضافة إلى تعرض البنوك ذات الموقف الضعيف لصعوبات ومخاطر إذا رفعت نسب الاحتياطي القانوني¹ إن التعقيم عن طريق الاحتياطي الإجمالي يمثل تكلفة يتحملها النظام المصرفي، فهو يمثل ضريبة في النظام النقدي، ويساهم في توسيع الفجوة بين أسعار الإيداع وأسعار الإقراض².

ثالثاً - قياس تكلفة التعقيم ودرجته:

1- مؤشر التعقيم:

تقاس درجة التعقيم بالمعامل α في العلاقة التالية³:

$\Delta L = \alpha \Delta R$ حيث ان L هي حجم الاصول المحلية الصافية للبنك المركزي ، و R هي حجم الاصول الاجنبية الصافية ، هناك استقلالية نقدية لما $\alpha = -1$.

كما يمكن قياس درجة التعقيم من خلال نسبة الاحتياطات الأجنبية إلى القاعدة النقدية R/M حيث ان ارتفاع هذه النسبة يفيد بوجود سياسة تعقيم نشطة .

يسجل مؤشر التعقيم المدى الذي تصل ايه قدرة السلطات النقدية على تحصين السيولة المحلية من التدخل في اسواق النقد الاجنبي و على وجه التحديد ، يقيس هذا المؤشر الدرجة التي وصل اليها تضيق السلطات النقدية للائتمان المحلي من اجل موازنة التوسع في القاعدة النقدية المرتبط بتراكم الاحتياطات الاجنبية .

و عندما تكون قيمة المؤشر تساوي واحد صحيح او اعلى منه فانها تعني التعقيم الكامل ، بينما تمثل قيمته عند الصفر او القيمة السالبة عدم التعقيم .

مؤشر التعقيم بالنسبة للبلد i في السنة t يستند مؤشر التعقيم الى المعامل β في الانحدار السنوي التالي ربطريقة المربعات الصغرى العادية (باستخدام مشاهدات 12 شهرا) .

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

حيث $\Delta NDA_{i,t,m}$ التغير الشهري في صافي الاصول المحلية لدى البنك المركزي في البلد i في الشهر t من السنة t .

و يقيس هذا المؤشر جهد البنك المركزي من اجل تعقيم اثر زيادة الاحتياطات على القاعدة النقدية⁴ ، وذلك عن طريق تخفيض رصيد الاصول المحلية ، و قد حدث هذا بوجه عام عن طريق عمليات

¹ محمد الحسن الشيخ، تحديد تدفق رأس المال الأجنبي ، مجلة المصرفي ، البنك المركزي السوداني، العدد 32، السودان 2004 ص 60.

² Enrique Aliberola , previous reference , p 19

³ احمد طلفاح ، التدفقات المالية الدولية ، سلسلة البرامج التدريبية ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، 2005 ، ص 52 .

⁴ - صندوق النقد الدولي، تقرير افاق الاقتصاد العالمي ، سياسة التعقيم ، عدداكتوبر 2007 ص 116.

السوق المفتوحة ، او عن طريق عمليات نقل ودائع الحكومة من البنوك التجارية الى البنك المركزي او بطرق اخرى .
و عندما تكون قيمة $\beta = 1$ او اقل من ذلك فان هذا يعني التعقيم الكامل ، بينما تمثل قيمة 0 عدم وجود تعقيم .

تعني القيم اعلى من 1 " افراط في التعقيم over sterilization " و للتبسيط ضربنا معمل الميل في $1-$ ، فان القيمة المقدرة لمؤشر التعقيم التي تساوي واحد صحيح تعني التعقيم الكامل و يمكن تقدير مؤشر تعقيم اوسع يعكس جهد البنك المركزي من اجل منع تسبب زيادة القاعدة النقدية في توسع عرض النقود ، و يحدث هذا عن طريق زيادة الاحتياطي الالزامي بالنسبة للقطاع المصرفي مما يؤدي الى تخفيف مضاعف النقود ، و بالنسبة للسنة t يصبح هذا المؤشر الاوسع هو معمل له في الانحدار السنوي استنادا الى مشاهدات 12 شهرا :

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

حيث $\Delta M2_{i,t,m}$ هو التغير الشهري في عرض النقود (وفقا ل2
(M) لدى البلد i في الشهر m من السنة t و في هذه الحالة عندما تكون قيمة δ ، فإنها تعني التعقيم النقدي الكامل ، بينما تمثل قيمة الواحد صحيح عدم وجود تعقيم .

2 - تكلفة التعقيم :

جاءت سياسة التعقيم من جانب البنك المركزي لاحتواء الآثار السلبية لعملية تراكم الصرف الأخير ، وبالتالي الحد من آثار هذه التغيرات على القاعدة النقدية، وهكذا تبنى فلسفة هذه السياسة على فكرة اتخاذ التدابير التي تمكن السلطة النقدية من ضبط التوسع النقدي ليوافق حاجات الاقتصاد ، وهذه المسألة تحمل الاقتصاد تكاليف عديدة منها تكلفة التعقيم .
وتعرف تكلفة التعقيم: بالفرق بين الفائدة المدخولة على أدونات الخزينة الجديدة والفائدة من توظيف احتياطات الصرف الأجنبية مع الأخذ بعين الاعتبار تغيير أسعار الصرف ¹ وهو ما توضحه المعادلة التالية:²

$$S = i - v - e$$

حيث : S : تكلفة التعقيم

i : سعر الفائدة المحلل

¹ European central bank, the accumulation of foreign reserves, occasional paper series , N°043, 2006 , Germany , p36

²Robert frenkel , the sustainability of sterilization policy , work paper , centre for economic and policy reaserch (CPER),washington , 2007 , p4

v: سعر الفائدة الدولي (معدل الفائدة على الاحتياطات)

$e: \frac{dE}{E}$ نسبة التغيير في السعر المحلي للعملة الأجنبية (سعر الصرف)

فتكلفة التقييم = 0 إذا كان $i = v + e$

أي أن العائد على الاحتياطات مع الأخذ بتغييرات سعر الصرف يكون مساوي لمعدل العائد المحلي. فالتقييم يعني في أغلب الأحيان تحمل تكاليف شبه مالية عامة لأنه ينطوي بوجه عام على قيام البنك المركزي بتبديل الأصول المحلية مرتفعة العائد باحتياطات منخفضة العائد، فإذا كان التعقيم مطابقاً عن طريق زيادة احتياطات إلزامية للبنوك، والتي لا تدفع عنها فائدة فإن هذه التكلفة ينتقل عبؤها إلى الجهاز المصرفي مما يدفع إلى الاستغناء عن الوساطة المالية. وليكن أيضاً أن تؤدي سياسات التعقيم إلى زيادة غير مرغوبة في أسعار الفائدة إلى مراجعة الاستثمار الخاص كما يمكن أن تسبب في زيادة دين الحكومة (الداخلي) إذا كانت الفائدة على الأصول المباعة أكبر من تلك التي تجنيها الحكومة من الاحتياطات.

المطلب الثالث : صناديق الثروة السيادية كآلية للحد من تكاليف الفرصة البديلة للاحتياطات

غالبا ماتتكون الاحتياطات الدولية لحكومات الدول التي لها مدخرات تفوق استثماراته بشكل متواصل عندما يتوفر لديها فائض متواصل في ميزان الحساب الجاري من ميزان مدفوعاتها مع العالم الخارجي إلى الدرجة التي تتراكم عندها هذه الفوائض المتتالية على شكل احتياطات دولية، تصل إلى مستويات تزيد عن الاحتياجات التمويلية للأغراض الآنية (الحجم الكافي من الاحتياطات الدولية) ، وبالتالي يستطيع القائمون على إدارة هذا الاقتصاد إنشاء صندوق سيادي بغرض إدارة تلك الأرصدة الإضافية من الاحتياطات الدولية والحد من تكلفة حيازة هذه الأرصدة الزائدة عن المستوى الكافي.

الجدول (2-8): احتياطات الصرف الأجنبي وصناديق الثروة السيادية (بالمليار دولار)

الدول	صناديق الثروة السيادية FS	تاريخ الإنشاء	الاحتياطات الرسمية RES	نسبة FS/RES
سنغافورة	430	1974	144	3,0
الصين	200	2007	1900	9,5
النرويج	300	1990	57	5,3
قطر	50	2005	5	10
الكويت	174	1960	21	8,3
الإمارات العربية	875	1976	25	35

18,951 la documentation française,2008,p2source: [les fonds souverains](#), problèmes économiques n=

اولا- مفهوم صناديق الثروة السيادية ونشأتها:

1- مفهوم صناديق الثروة السيادية:

تعرف مجموعة العمل تيلودا المعنية بصناديق الثروة السيادية (IWG) ¹ صناديق الثروة السيادية²: بأنها صناديق وترتيبات للاستثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومات العامة، وتنشئ الحكومة هذه الصناديق لأغراض اقتصادية كلية، وهي صناديق تحتفظ بأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف عالية، مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في أصول مالية أجنبية، وتنشأ SWF في العادة معتمدة على فوائض ميزان المدفوعات أو عمليات النقد الأجنبي أو عوائد الخصخصة أو فوائض المالية العممة أو كل هذه الموارد مجتمعة أما معهد صناديق الثروة السيادية فيعرفها³ : على أنها صناديق مملوكة للحكومات تستثمر في الأصول المالية (الأسهم والسندات) والعقارات والأدوات المالية الأخرى، التي تمول من أصول النقد الأجنبي، ويمكن أن تكون swf على شكل صندوق أو شركة استثمار احتياطات.... الخ بالإضافة إلى ذلك تميل إلى تفضيل العائز على السيولة، وبالتالي لديها مخاطر أعلى من احتياطات الصرف الأجنبي. تتميز صناديق الثروة السيادية عن الأصول المالية الأجنبية الأخرى بمايلي⁴ :

- مملوكة للحكومات إيانها تدل ضمن فئة الأصول السيادية.
 - لها التزامات مالية جد محدودة وليس له التزامات (الديون) ،على عكس الاحتياطات الرسمية بالبنوك الرسمية لها التزامات تتمثل في سندات التعقيم او صناديق التعقيم .
 - ادارة هذه الصناديق تدار بخلاف ادارة الاحتياطات الرسمية حيث تبحث عن عائد اعلى.
- 2- نشأة صناديق الثروة السيادية :** ان صناديق الثروة السيادية قائمة منذ عدة سنوات بعيدة ، وترجع نشأة هذه الصناديق الى عقد الخمسينات من القرن الماضي⁵ ، الى انها شهدت نموا مزدهرا خلال السنوات الخمس عشرة الماضية ، الى ان حدث ارتفاع كبير في عدد هذه الصناديق ابتداء من سنة 2000 انظر الشكل(2-6) ، وجاء تنامي هذه الصناديق نتيجة للفوائض في الحساب الجاري، التي سجلتها الدول المالكة للصناديق وترجمت الى تراكم سريع في الاصول الاجنبية لدى البنك المركزي ،وبلغت الاحتياطات مستوى يعتقد كثير من البلدان انه يوفر قدرا كبيرا من هامش الامان في مواجهة

¹ - IMF, The International Working Group of Sovereign Wealth Funds, **Generally Accepted Principles and Practices (GAPP)—Santiago Principles** ,OCTOBER 2008,P27.

² -هي مجموعة عمل دولية حول صناديق الثروة السيادية بصندوق النقد الدولي انشئت 1ماي 2008 لتحديد مجموعة مشتركو من المبادئ الطوعية والارشادية تسمح بفهم الاطار المؤسسي لهذه الصناديق وعدد اعضائها 20 بلدا

³ - هو معهد يعنى بدراسة صناديق الثروة السيادية مقره كاليفورنيا، والهدف من انشائه دراسة اثر swf على الاقتصاد والسياسة والاسواق المالية والتجارة الدولية، انظر على موقع الصندوق. www.wsf.institute.com

⁴ -MINISTRY OF THE FINANCE AND ECONOMY, **the condition for a positive contribution of sovereign wealth funds to the world economy** ,trésor –economics n=28 ,2008,p03

⁵ - المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات ،صناديق الثروة السيادية واثرها على الاستقرار المالي العالمي ،نشرة ضمان الاستثمار ، الكويت، العدد الفصلي 1 ، مارس 2008 ، ص14.

الصدّات ، ورغم أن كثير من هذه الدول مازال يواجه احتياجات تنموية هائلة فإن طاقته الاستيعابية محدودة.¹

ونتيجة لذلك يسعى الكثير من تلك الدول إلى تعزيز العائدات في تلك المجمعات، وبدلاً من مواصلة الاستثمار المتحفظ من خلال التراكم المستمر للاحتياطات، تقوم هذه البلدان بتحويل تلك الأصول إلى صناديق الثروة السيادية .

ثانياً- أهمية وأنواع صناديق الثروة السيادية:

إن لصناديق الثروة السيادية أهمية بالنسبة للاقتصاديات المنشأة لهذه الصناديق

1- تتمثل هذه الأهمية فيما يلي: انظر الجدول (2-9)

- * حماية استقرار الميزانية والاقتصاد من التقلبات المفردة والمفاجئة في إيرادات الصادرات (تفيد في تجنب دورات الرواح والكساد) وبالتالي فهي آلية مضادة للاتجاهات الدورية.
 - * تنوع الصادرات أي البحث عن مصادر بديلة للنقد الأجنبي.
 - * تعظيم العائد من استثمار احتياطات الصرف الأجنبي مما يساعد السلطات النقدية على تخفيض تكلفة السيولة المتعلقة بحيازة الاحتياطات الدولية.
 - * تسهيل ادخار عائدات الفوائض التي تحققها المالية العامة من صادرات السلع وعمليات الخصخصة.
- الجدول (2-9): مصفوفة صناديق الثروة السيادية الدوافع والتمويل (تشمل البلدان التي تدير أصول بأكثر من 100 مليار دولار 2007)

الدافع الأساسي لإنشائها والتمويل	تنوع مكونات احتياطات الصرف الأجنبي	التوزيع الاقتصادي	الكفاءة الاقتصادية	الإنصاف العدالة بين الاجيال
إيرادات الصادرات السلعية	روسيا	الإمارات العربية المتحدة	/	الكويت النرويج المملكة العربية السعودية
فائق المدخرات الهيكلية	الصين	سنغافورة	الصين سنغافورة	/

¹ - صندوق النقد الدولي، صناديق الثروة السيادية وانعكاساتها على الأسواق المالية العامة ، تقرير افاق الاقتصاد العالمي، العدد أكتوبر 2008 ص204

source: Helmut reisen, **How to spend it commodity and non-commodity sovereign wealth funds, policy brife n° 38**, OECD, France, 2008, P10.

-2 أنواع صناديق الثروة السيادية:

أشار تقرير الاستقرار المالي العالمي الصادر عن صندوق النقد الدولي أكتوبر 2007 إلى انه يمكن التمييز بين صناديق الثروة السيادية حسب الفرض الأساسي من تأسيسها إلى خمسة أنواع هي¹:

أ- **صناديق الاستقرار**: « Stabilization Funds » والتي يتمثل هدفها الأساسي في حماية الميزانية والاقتصاد ككل من تذبذبات الأسعار في السلع الأساسية مثل: النفط ومثال ذلك " صندوق الاستقرار الروسي".

ب - **صناديق الادخار للأجيال القادمة**: " Saving Funds for future Génération "

والتي تهدف إلى تحقيق العدالة التوزيعية بين الأجيال، حيث يتم تحويل الأصول الغير

متجددة إلى حافظة أصول أكثر تفوقا. ومثال ذلك صندوق الكويت للأجيال القادمة

ج - **شركات الاستثمار احتياطات الصرف الأجنبي**: " réserves investment corporation "

يتم إنشاؤها لزيادة العائد على الاحتياطات (أي تخفيض لكلفة حيازة أصول مالية أجنبية زائدة عن

المستوى الكافي) ولا تزال أصول هذه الصناديق تحسب في الغالب ضمن الأصول الاحتياطية للسلطات

النقدية لتوفر شرط ملكيتها من طرف السلطة النقدية. ومثال ذلك: شركة استثمار الاحتياطات الصينية

(CIC)

د - **صناديق التنمية**: " development Funds " تساعد هذه الصناديق على تمويل المشاريع

الاجتماعية والاقتصادية، أو تشجيع السياسات المتبعة في قطاعات النشاط، والتي يمكن أن تعزز نمو

النتائج المحتمل في البلد المعني

ه - **صندوق احتياطات طوارئ التقاعد**: بحيث تغطي هذه الصناديق الالتزامات الطارئة الغير محددة

في الموازنة العامة للدولة ويكون مصدرها غير اشتراكات الأفراد في معاشات التقاعد.

أما من حيث مصدر أصولها من صناديق الثروة السيادية²:

- **Commodity Funds**: أي صناديق سيادية مصدرها إيرادات الصادرات السلعية (مثال

النفط) والضرائب وممتلكات الحكومة.

- **No n-commodity Funds**: عادة ما تنشأ من خلال تحويل الأصول من احتياطات

الصرف الرسمية وذلك لتخفيض تكلفة حيازة هذه الاحتياطات أما بالإضافة إلى أنه قد

يكون مصدرها عائدات الخصخصة أو تحويلات أخرى.

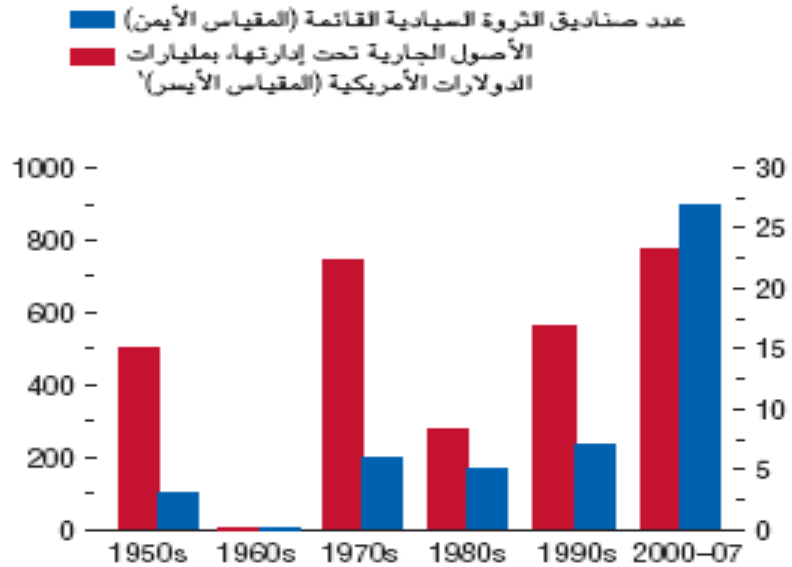
¹ International Monetary Fund, **Global financial stability report « s w F »**, october 2007, P227

² - Helmut reisen, **How to spend it commodity and non-commodity sovereign wealth funds, policy brife n° 38**, OECD, France, 2008, P10.

ثالثاً- اصول صناديق الثروة السيادية وادارتها:

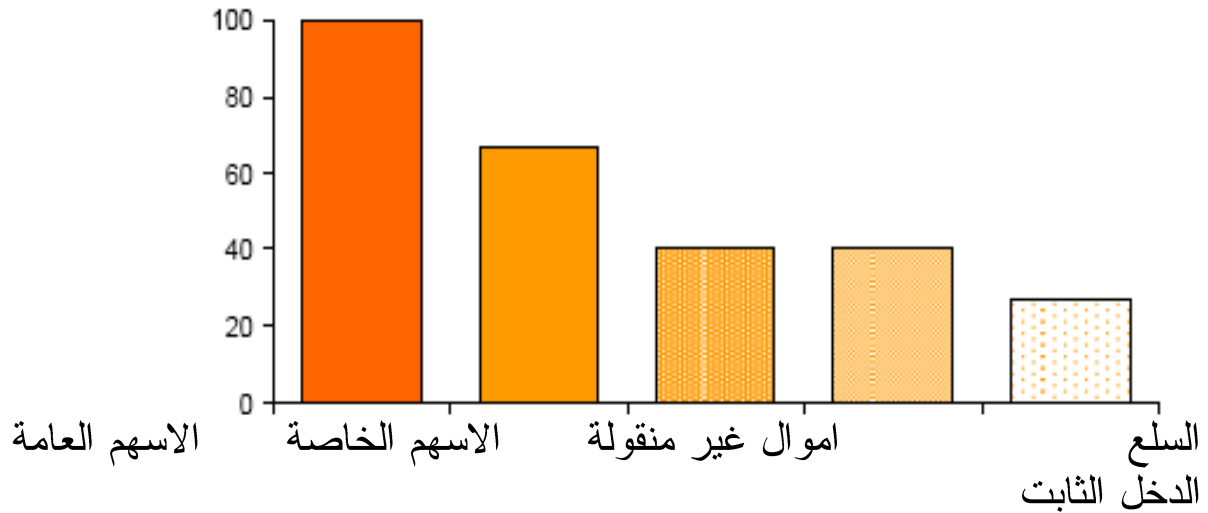
يشير معهد صناديق الثروة السيادية الى ان اصول صناديق الثروة السيادية تتراوح بين 2 و3 ترليون دولار، وتشكل ثلث او ربع الاصول في حوزة البنوك المركزية ، ومتجاوزة اصول صناديق التحوط (1,6 ترليون دولار) ، وبالرغم من ذلك ان اصول صناديق الثروة السيادية لاتزال صغيرة مقارنة بمجموع الاصول المالية العالمية (نحو 190 ترليون دولار) انظر الشكل (2-7).

الشكل (2-7) : عدد صناديق الثروة السيادي و اصولها



المصدر : صندوق النقد الدولي ،صناديق الثروة السيادية وانعكاساتها على الاسواق المالية العالمية ، تقرير افاق الاقتصاد العالمي، اكتوبر 2008، ص204. و تتميز محافظ صناديق الثروة السيادية بانها اكثر تنوعا وذلك مقارنة بالاصول الاحتياطية التي تكون في الغالب مقومة بالدولار وتكون في شكل ادونات صادرة عن الخزينة الامريكية، انظر الشكل (2-13).

الشكل (2-8) : استراتيجيات الاستثمار لدى صناديق الثروة السيادية(%)



Source:IMF, *Sovereign Wealth Fund survey*, SEPTEMBER 15, 2008 ,P15.

تختلف استراتيجية الاستثمار المعتمدة من قبل صناديق الثروة السيادية عن العمليات التقليدية لتخصيص الأصول , وتتمثل مقاربتها فيما يلي¹:

- 40% — 70% استثمار في الاسهم (حصص ملكية)
- 4% — 10% استثمار في صناديق الاسهم الخاصة
- 13% — 40% استثمار في ادوات ذات الدخل الثابت (سندات)
- 2% — 5% استثمار في البنى التحتية
- 2% — 5% استثمار في السلع
- 8% — 10% استثمار في اموال غير منقولة

¹ -IMF, *Sovereign Wealth Fund survey*, Washington, SEPTEMBER 15, 2008 ,P15

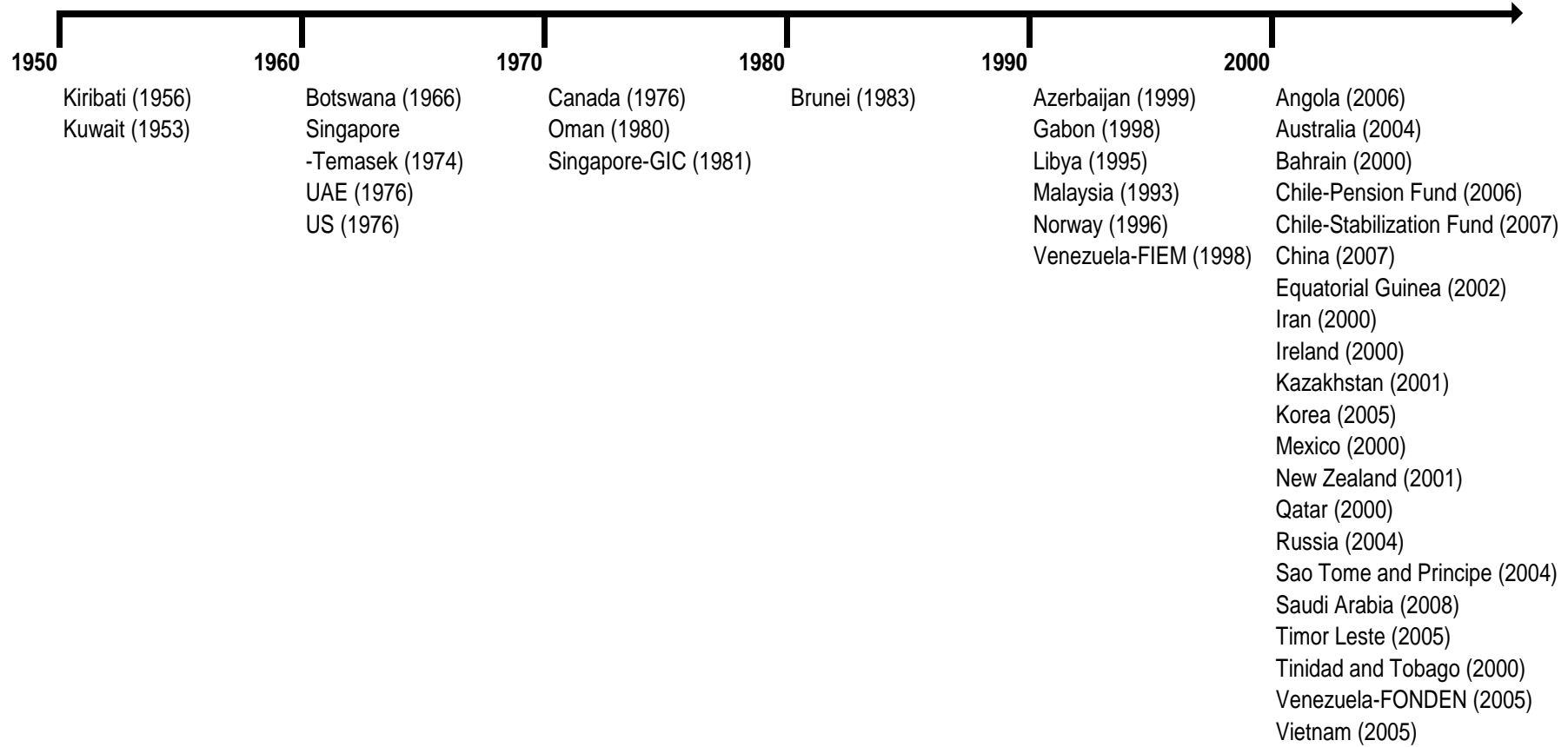
خلاصة الفصل الثاني:

ان امتلاك المستوى الكافي من احتياطات الصرف الاجنبي لاي بلد مهم في التامين ضد الصدمات الخارجية سواء كنت مالية او تجارية وكذا مقاومة تقلبات اسعار الصرف , فاحتياطات الصرف بالنسبة للبلدان النامية على الخصوص, والتي تتميز بارتباطها الكبير بمتغير التجارة الخارجية ,كونها تعتمد على تصدير غير متنوع, فاذا انخفضت اسعار صادراتها في الاسواق العالمية, اثر ذلك على اقتصاد المحلي, وكذلك تتميز بطلب كبير على الواردات وخاصة الغذائية والانمائية, فاذا ارتفعت اسعار الواردات في السوق العالمية, اثر كذلك على الاقتصاد .

ففي ضوء هاتين الحالتين ,فالبلد الذي يملك المستوى الكافي من الاحتياطات يستطيع التكيف والتحوط ضد هذه الصدمات ويواصل عملية التنمية, اي ان احتياطات الصرف الاجنبي هدفها علاج الاختلال المؤقت والطارئ في ميزان مدفوعات البلد وكذلك مقاومة ضغوطات اسعار الصرف.

ان الاحتفاظ بهذه الاحتياطات لا يخلو من تكلفة, اي ان هناك تكلفة فرصة بديلة لتلك الاحتياطات, ولكن في مقابل ذلك منافع كثير تعود بالنفع على الاقتصاد ,من جراء الاحتفاظ بهذه الاحتياطات, وتتمثل تلك التكاليف بالاضافة الى تكلفة التعقيم , في الفرص البديلة ,والمتمثلة في سداد الدين الخارجي اذ كان معدل الفائدة عليها اكبر من معدل الفائدة على توظيف الاحتياطي ,وفي الاستثمار المحلي لكن هذا البديل تحكمه محدودية الطاقة الاستيعابية للاقتصاد, ام البديل الاخر هو توظيف الاحتياطي في بدائل استثمارية طويلة الاجل ذات عائد اعلى كصناديق الثروة السيادية.

الشكل (2-6) : تطور ونشأة صناديق الثروة السيادية



المصدر : صندوق النقد الدولي، مجموعة العمل حول صناديق الثروة السيادية، المبادئ التوجيهية لإدارة صناديق الثروة السيادية

أكتوبر 2008، ص 1.

الفصل الثالث:

أثر مستوى احتياطات الصرف الأجنبي على الاقتصاد
الخلي - دراسة حالة الجزائر -

مقدمة الفصل الثالث:

واصل احتياطي الصرف الاحيث في بنك الجزائر خلال السنوات الأخيرة في الارتفاع، وذلك في ظل التطورات الايجابية في ميزان المدفوعات (الحساب الجاري بالتحديد) فلقد ارتفع إجمالي احتياطات الصرف الرسمية إلى أكثر من 140 مليار دولار في نهاية سنة 2008 وفي الوقت الذي يتميز فيه الاقتصاد الجزائري بشكل هش لميزان المدفوعات ، نتيجة لدرجة التركيز العالية للصادرات النفطية وكذا الطلب الكبير على الواردات من السلع والخدمات الأجنبية.

فلقد كثر الحديث في السنوات الأخيرة ، عن المستوى الذي بلغته هذه الاحتياطات، وما مدى أهمية هذا المستوى من الاحتياطات في الاقتصاد الجزائري.

واستنادا إلى التحليل النظري السابق، سنحاول الآن عرض بعض الجوانب المتعلقة بتراكم احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر وأثارها على الاقتصاد الكلي في الجزائر وذلك من خلال الإجابة على التساؤلات التالية:

-كيف تمت عملية تراكم احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر؟

- ما هي منافع حيازة هذا المستوى من الاحتياطات في الجزائر؟

- ما هي تكاليف حيازة هذا المستوى من الاحتياطات في الجزائر؟

لذا قسمنا هذا الفصل الى المباحث التالية :

- احتياطات الصرف و مصادر تراكمها في الجزائر .

- منافع حيازة احتياطات الصرف في الجزائر .

- تكاليف حيازة احتياطات الصرف في الجزائر

الفصل الثالث: اثر مستوى احتياطات الصرف الأجنبي على الاقتصاد الكلي - حالة الجزائر-

المبحث الأول: مصادر تراكم احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر

يعتبر احتياطي الصرف الاجنبي في الجزائر انعكاسا لوضعية ميزان المدفوعات و بالخاص فوائض الحساب الجاري ، هي المصدر الاساسي لتراكم الاحتياطات في الجزائر . وسنتناول في هذا البحث الميزان التجاري كمصدر لتراكم الاحتياطات ،اسعار النفط والاحتياطات،

المطلب الأول: فائض الميزان التجاري في الجزائر كمصدر لتراكم الاحتياطات

حقق الاقتصاد الجزائري خلال سنة 2007 فائضا تجاريا بقيمة 24, 34 مليار دولار أي انخفاض بنسبة 3,25 بالمائة مقارنة بسنة 2006 (33,15 مليار) وفق معطيات المركز الوطني للإعلام الآلي والإحصائيات التابع للجمارك الوطنية¹.
أما فيما يتعلق بالصادرات الإجمالية فقد بلغت سنة 2007 قيمة 59,52 مليار دولار، أي ارتفاع بنسبة 8,89 بالمائة مقارنة بسنة 2006، في حين وصلت الواردات إلى 27,43 مليار دولار أي ارتفاع بنسبة (+27,88 بالمائة).

الجدول (1-3): تطور الميزان التجاري في الجزائر خلال الفترة 2000-2007.

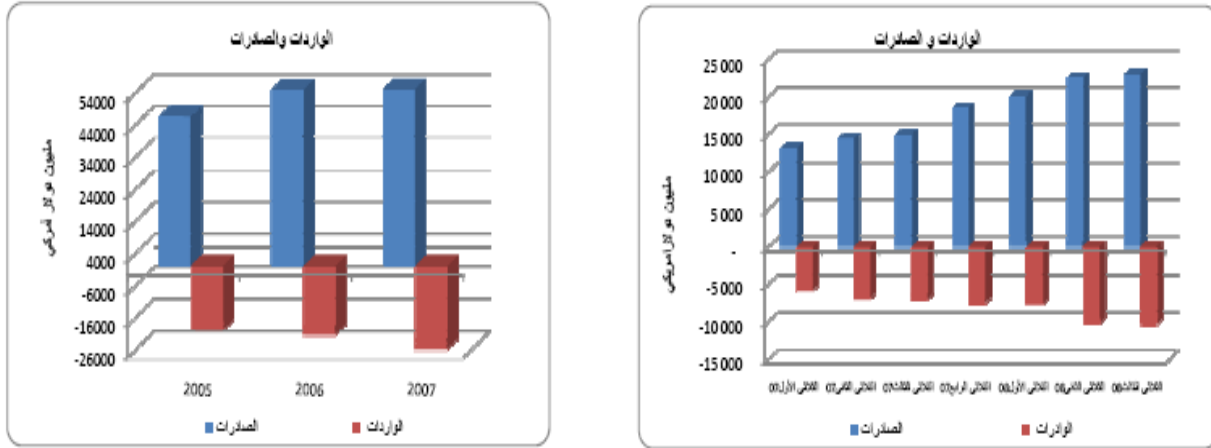
السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
قيمة الصادرات	22031	19132	18825	24612	32083	46001	54613	59518
قيمة الواردات	9173	9940	12009	13534	18308	20357	21456	27439
رصيد الميزان التجاري	12858	9192	6816	11078	13775	25644	33157	32079
معدل التغطية %	240	192	157	182	175	226	255	217

المصدر: المركز الوطني للإعلام الآلي والإحصائيات C.N.I.S

ووفقا للجدول أعلاه فإن الفائض في الميزان التجاري كان كبيرا سنة 2000 ببلوغه قيمة 12,85 مليار دولار ليتقلص بعدها بعامين في حدود 6,81 مليار دولار، ثم عاود الإرتفاع منذ سنة 2003 إلى غاية سنة 2007. وقد وصلت نسبة الإرتفاع خلال تلك الفترة بـ: 189,57%، ويرجع كل هذا الإرتفاع الكبير في الفائض التجاري إلى الإرتفاع المستمر للعائدات النفطية الناتج بدوره عن الإرتفاع المتواصل لأسعار المحروقات. والشكل التالي يوضح تطور كل من الصادرات والواردات في الجزائر خلال السنوات القليلة الماضية:

¹ C.N.I.S. المركز الوطني للإعلام الآلي والإحصائيات

الشكل رقم(3-1): تطور الصادرات والواردات في الجزائر خلال الفترة (2003-2008).

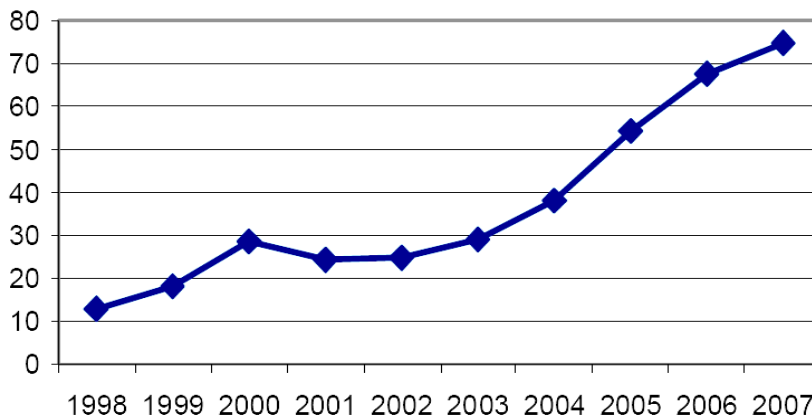


Source: Bank of Algeria "bulletin statistique trimestriel" N-0 2008, 4 . p:22.

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن كلاً من الصادرات والواردات تعرف نمواً مستمرا، غير أن الفارق بينهما في اتساع مستمر، ما يجعل الفائض التجاري في إرتفاع مستمر هو الآخر رغم تراجع قليلا عام 2007 عن عام 2006، وهي السنة التي عرفت نمو الواردات بنسبة أكبر من نمو الصادرات، حيث ارتفعت نسبة الواردات إجمالاً بنسبة الربع ما بين 2006 و2007، فقد بلغت الواردات عام 2006 أكثر من 21,45 مليار دولار وارتفعت عام 2007 إلى 27,43 مليار دولار.

وبقيت صادرات المحروقات تمثل أهم مبيعات الجزائر نحو الخارج وذلك بنسبة 97,79 في المائة من القيمة الإجمالية للصادرات خلال سنة 2007، عززها على الخصوص ارتفاع أسعار النفط الخام في الأسواق الدولية.

الشكل (3-2): تطور أسعار النفط (صحاري بلاند) خلال الفترة:(1998-2007).



الفصل الثالث: اثر مستوى احتياطات الصرف الأجنبي على الاقتصاد الكلي - حالة الجزائر-

المصدر: منظمة الاقطار العربية المصدرة للنفط، التقرير السنوي، 2007، ص14
وارتفعت قيمة وحدة صادرات النفط الخام الجزائرية إلى 74,5 دولار أمريكي للبرميل في عام 2007، مقابل 65,7 دولار في عام 2006، مما ساهم في ارتفاع قيمة صادرات النفط ومشتقاته بنسبة 9 في المائة بالقيمة الاسمية للدولار، لتصل إلى 60 مليار دولار سنويًا. ومن المتوقع أن يتحسن نمو إجمالي الناتج المحلي ليصل إلى 4,9 في المائة في عام 2008، مع نمو إجمالي الناتج المحلي في القطاعات غير الهيدروكربونية بحوالي 6,4 في المائة. وتستهدف الحكومة زيادة إجمالي الناتج المحلي بنسبة 4,9 في المائة عام 2009، مع نمو إجمالي الناتج المحلي غير الهيدروكربوني 6,4 في المائة¹.

الجدول رقم (3-2): نسبة صادرات قطاع المحروقات من الصادرات الإجمالية في الجزائر (2007-2000)

القيمة: بالملء

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
قيمة الصادرات	22301	19132	18825	24612	32083	46001	54613	59518
الصادرات من قطاع المحروقات	21419	18484	18091	23939	31302	45094	53429	58206

المصدر: تقارير المركز الوطني للإعلام الآلي والإحصائيات. C.N.I.S.

يتبين من خلال الجدول السابق أنه إذا تحدثنا عن الصادرات الجزائرية فإننا نعني قطاع المحروقات الذي بقي مهيمنًا بنسبة تتراوح ما بين (96 % و 98 %) من الصادرات الإجمالية، مما يشكل تحدي كبير وعسير أمام السلطات الجزائرية للتحويل إلى اقتصاد ما وراء النفط يتعايش مع تآكل الثروات النفطية.

أما بالنسبة للصادرات خارج قطاع المحروقات، فقد بقيت هامشية لا تتعدى نسبة 2,2 في المائة من الحجم الإجمالي للصادرات بقيمة 1,31 مليار دولار أمريكي فقط خلال سنة 2007، وهذا رغم ارتفاعها بنسبة 23,07 في المائة مقارنة بسنة 2006، كما هو موضح في الجدول التالي:

¹-البنك الدولي" موجز إعلامي عن الجزائر" نشر بتاريخ: 17 سبتمبر 2008. على موقعه الإلكتروني:

<http://siteresources.worldbank.org/INTALGERIAINARABIC/Resources/ALGERIA-BRIEF-2008AM-AR.pdf>

الجدول رقم (3-3): تطور الصادرات خارج قطاع المحروقات خلال الفترة (1997-2007).

القيمة: بالملء ن

السنة	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
منتجات و سلع خارج قطاع المحروقات	516	358	438	612	648	734	673	781	907	1066	1312
% معدل النمو	-	30,6 2-	22,3 5	39,7 3	5,8 8	13,2 7	8,31 -	16,0 5	16,1 3	17,5 3	23,07

المصدر: من إعداد الطالب ، بالاعتماد على إحصائيات المركز الوطني للإعلام الآلي والإحصائيات . C.N.I.S.

يتبين من خلال الجدول أعلاه أن المنتجات والسلع خارج قطاع المحروقات اتجهت نحو الإرتفاع ابتداءً من سنة 1998 رغم تراجعها قليلاً سنة 2003، وقد تزامن ذلك مع بداية تطبيق برنامج الإنعاش الإقتصادي. كما زادت حدة هذا الإرتفاع أكثر ابتداءً من سنة 2003 حتى سنة 2007، حيث وصل معدل نمو الصادرات خارج قطاع المحروقات سنة 2005 إلى 16,13%، ثم إلى 23,07% سنة 2007، وذلك في ظل برامج الإصلاح التي تتبعها الحكومة من أجل رفع معدلات النمو وزيادة التشغيل ومكافحة البطالة وتحسين مستويات المعيشة للمواطنين إلى جانب خلق ظروف مواتية لرجال الأعمال والتجار للإستثمار في كل القطاعات الإنتاجية.

ورغم النمو المتواصل للصادرات الجزائرية خارج قطاع المحروقات منذ سنة 2003 كنتيجة لتكثيف برامج الإصلاحات الاقتصادية على غرار برنامج دعم النمو الاقتصادي، فإنها تبقى تشكل نسبة متواضعة جداً من الصادرات الإجمالية والتي لا تتعدى نسبة 2,16% خلال سنة 2007.

لقد ساعد الارتفاع المستمر لاسعار النفط خلال السنوات الاخيرة على زيادة مستويات الاحتياطات الرسمية لاغلبية الدول النفطية لتصل مستوياتها الاسمية الى ارقام غير مسبوقة تخطت سعر 100 دولار للبرميل انظر الجدول التالي :

الجدول (3-4) : العلاقة بين اسعار النفط و حجم الاحتياطات المتركمة من الصرف الأجنبي
(بالدولار)

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
اسعار النفط	24.9	25.3	29	36	38.6	49.6	65.85	74
احتياطات الصرف	11.9	17.96	23.1	32.9	43.11	56.18	77.78	110

المصدر: تقارير بنك الجزائر من 2000-2007 .

المطلب الثاني: إدارة الموارد بالعملة الصعبة في الجزائر

تعد إدارة مجموع موارد الجزائر من العملات الصعبة الناجمة على الخصوص من ترحيل نواتج تصدير المحروقات من صلاحيات بنك الجزائر، ويتم وفق هذا النظام ترحيل المبالغ المقبوضة في الخارج بالتنازل عنها لفائدة بنك الجزائر¹، ولشرح هذه العملية يتعين علينا فهم تركيبة الاقتصاد الوطني عبر عملياته مع العالم الخارجي، وذلك من زاوية تواج أربعة اعوان اقتصاديون: شركة سونطراك، الدولة، بنك الجزائر، بقية الاقتصاد الوطني².

أولاً- يقوم العون الاقتصادي شركة سونطراك: بترحيل العملات الصعبة الناجمة عن صادرات المحروقات، ويتنازل عنها لبنك الجزائر، وفي مقابل العملات الصعبة المتنازل عنها ن يستلم هذا العون من بنك الجزائر في حسابه لدى البنوك التجارية بالعملة المحلية.

انطلاقاً من هذا الانشاء الاولي للنقد، يقوم العون الاقتصادي شركة سونطراك ب:

- تحويل حصة شركائه الى الخارج
- تسديد الضرائب على المحروقات المباعة والاتاوة السنوية لصالح الدولة
- تسديد وارداته من السلع والخدمات
- تسديد اصل وفوائد دينه الخارجي
- تسديد الفارق بين نفقاته على المستوى الوطني و ايراداته في السوق المحلية

يودع الجزء من ايراداته المرحلة و ايراداته الداخلية التي لم تنفق في حساباته المفتوحة لدى البنوك التجارية في الجزائر، وتعد هذه الودائع جزءاً من الكتلة النقدية.

¹ - بنك الجزائر، المادة 6، قانون النقد والقرض 90/10

² - بنك الجزائر، التقرير السنوي، أكتوبر 2007، ص 183.

ثانيا- يستلم العون الاقتصادي الدولة مايلي:

- الضريبة البترولية والاتاوة السنوية من العون الاقتصادي شركة سونطراك
- جزء من نتائج السنة المحققة من طرف العون الاقتصادي بنك الجزائر
- الضريبة العادية التي يدفعها العون الاقتصادي بقية الاقتصاد الوطنيين والنواتج الأخرى الغير الضريبية

تسمح هذه الإيرادات للدولة القيام بمايلي:تغطية النفقات العامة ، وتسديد خدمة الدين الداخلي ، وتسديد خدمة الدين الخارجي، وإذا لم تنفق الدولة هذه الإيرادات ، تحمل مباشرة الى حساب الخزينة المفتوح لدى بنك الجزائر ، وتكون الضريبة البترولية قد عقت ، وبالتالي لا يتم اعدادها كعنصر من عناصر الكتلة النقدية.

ثالثا- يستلم العون الاقتصادي بنك الجزائر مايلي¹:

يستلم بنك الجزائر العملات الصعبة من العونيين الاقتصاديين شركة سونطراك مقابل صادرات المحروقات وبقية الاقتصاد الوطني مقابل صادرات خارج المحروقات، والتي تمثل دينا على بقية العالم الخارجي ، بالإضافة الى العملات الصعبة المقابلة لنواتج توظيف احتياطات الصرف الاجنبي بالخارج ، وتمثل هذه الإيرادات المدر الاساسي لبنك الجزائر في ظل عدم لجوء البنوك التجارية الى اعادة التمويل بسبب فائض السيولة.

ويدفع العون الاقتصادي بنك الجزائر :استيراد السلع والخدمات، ومصاريف الاستغلال بالعملة المحلية التي تعتبر إيرادات بالنسبة لباقي الاقتصاد الوطني ، ومن جهة اخرى يدفع لحائزي حسابات بالعملة الصعبة فوائد على الودائع والتي تسير لصالحه ، كمايدفع للدولة جزءا من ارباحه ، ويسير ادخاراتها المسجلة في دفاتره.

رابعا- يستلم العون الاقتصادي بقية الاقتصاد الوطني مايلي :

يستلم هذا العون نفقات الاعوان الاقتصاديين الدولة وشركة سونطراك ،وبنك الجزائر والعملات الصعبة المقابلة للصادرات خارج المحروقات (50% بالعملة المحلية الدينار

¹ - بنك الجزائر ، التقرير السنوي ، مرجع سابق ، ص186

الفصل الثالث: اثر مستوى احتياطات الصرف الأجنبي على الاقتصاد الكلي - حالة الجزائر-

و50% بالعملة الصعبة والمسيرة من قبل البنوك التجارية)، كم يستلم بالإضافة الى ذلك تحويلات العاملين في الخارج، والمعاشات ونواتج اخرى من الخارج.

ويقوم هذا العون بدفع الرصيد الصافي للخدمات المستوردة (الفرق بين الخدمات المصدرة والخدمات المستوردة)، وكذا قيمة وارداته من السلع وخدمات الدين الخارجي

المطلب الثالث : احتياطات الصرف وادارتها في الجزائر

ان الارتفاع التصاعدي لاسعار النفط كان له اثار كبيرة في ارتفاع مستويات احتياطات الصرف الاجنبي ، و تجدر الاشارة الى ان كل الزيادة التي طرات على احتياطات الصرف الاجنبية في الجزائر خلال هذه الفترة القصيرة قد تحققت في الحيازات الرسمية من العملات الاجنبية (الدولار تحديدا) ، اما باقي المكونات فلم يطرا عليها أي تغير يعتد به ¹ ، انظر الجدول التالي :الجدول (3-5) :مكونات احتياطات الصرف في الجزائر بالمليون دولار

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
وضعية الاحتياطي	8.3	9.2	9.2	9.2	8.9	9.1	9	8.6
الذهب	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
DTS	0.9	1.1	4.1	0.1	0.3	0.3	0.2	0.1
اصول اجنبية	1434.8	1856.3	2404.4	316.1	4159.8	5559.3	7410.3	828.8
صفقات الدفع الدولية	0.7	0.8	0.8	1.4	1.7	0.3	0.3	0.3

Source : bulletin statistique trimestriel, bank of Algeria, No04, septembre 2008 .p 01.

وإذا كان احتياطي الصرف الجزائري يعرف ارتفاعا مستمرا ، فإن احتياطات الذهب حافظت أيضا على مستوياتها المرتفعة في وقت عرفت أسعار الذهب مستويات قياسية . وجاء في تقديرات مجلس الذهب العالمي في تقريره السنوي لعام 2007 الصادر على موقعه الإلكتروني²، أن الإحتياطي الجزائري من الذهب قدر خلال السنة الحالية بـ 173,6 طن،

¹ - **bulletin statistique trimestriel**, bank of Algeria, No04, septembre 2008 .p 01.

² - مجلس الذهب العالمي، **احتياطات الذهب الرسمية الدولية**، التقرير السنوي، لندن، مارس 2007 ص23،

الفصل الثالث: اثر مستوى احتياطات الصرف الأجنبي على الاقتصاد الكلي - حالة الجزائر-

ويمثل نسبة 5,6 بالمائة من احتياطي الذهب العالمي. وتحتل الجزائر الرتبة الثانية عربياً، بينما تمتلك لبنان التي تعد أول دولة عربية في مجال احتياطات الذهب، احتياطياً يصل إلى 286,8 طن، وتمتلك ليبيا 143,8 طن. أما المملكة العربية السعودية المصنفة في الرتبة 26 عالمياً فتمتلك احتياطياً يقدر بـ 143 طن بنسبة تصل إلى 4,9 بالمائة من الإحتياطي العالمي انظر الجدول التالي.

الجدول (3-6): تطورا احتياطات الذهب النقدي في الجزائر (مارس 2008 - مارس 2009)

احتياطي الذهب النقدي	مارس 2008	جوان 2008	مارس 2009
الذهب النقدي بالاونصة	173,6	173,6	173,6
نصيب الذهب الى الاحتياطات	4,3	3,7	3,6

المصدر: مجلس الذهب العالمي احتياطات الذهب الرسمية الدولية، تقرير مارس 2009، لندن، ص 1،2

عرفت احتياطات الصرف في الجزائر اتجاهًا تصاعدياً كل سنة، وبسبب استخدام الدولار في تسعير النفط، لا بد من أن يكون العملة المهيمنة على هيكله احتياطات الصرف، وبالتالي فإن انخفاض سعره لا بد من أن يؤثر سلباً في قيمتها الحقيقية ، لأن انخفاض قيمة الدولار يؤدي إلى تآكل الإحتياطات الرسمية بالدولار، وأي هبوط في سعره بنسبة معينة يعني خسارة مالية بنفس النسبة. ومع افتراض ثبات سعر صرف الدولار الأمريكي عند مستوى 0,885 دولار للأورو، ومع بقاء سير العوامل الأخرى كما هي عليه (أسعار النفط، الطلب على النفط، نمو الإقتصاد العالمي، تكلفة الواردات..) لكانت الاحتياطات أكبر مما هي عليه، كما هو مبين في الجدول أدناه:

الفصل الثالث: اثر مستوى احتياطات الصرف الأجنبي على الاقتصاد الكلي - حالة الجزائر-

الجدول (3-7) تطور قيمة احتياطات الصرف في الجزائر بالقيمة الجارية والقيمة الثابتة للدولار مقابل الأورو خلال الفترة (1999-2007).

السنة	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
قيمة إحتياطي الصرف بأسعار الدولار الجارية..(1)	4,41	11,91	17,92	23,1	32,92	43,11	56,18	77,78	110,18
سعر صرف \$/€	0.934	1.087	1.111	1.052	0.885	0.806	0.791	0.763	0.722
نسبة التغير في قيمة الدولار بالنسبة لسنة الأساس-2003 (%)	5,53	22,82	25,53	18,87	-	-8,92	-10,62	13,78-	-18,42
قيمة احتياطي الصرف بسعر صرف الثابت للدولار..(2)	4,16	9,19	13,34	18,74	32,92	46,95	62,14	88,50	130,47
الفرق بين (1) و(2)	0,244	2,717	4,575	4,359	0	-3,845	-5,966	-10,718	-20,295

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد معطيات بنك الجزائر للفترة 1999-2007

من خلال الجدول السابق يتضح لنا أن احتياطات الصرف في الجزائر تتآكل كلما انخفض الدولار الأمريكي في مقابل الأورو، وتعتبر الزيادات التي تعرفها الاحتياطات كل سنة بأسعار الدولار الجارية أقل من الزيادات بسعر صرف الدولار الثابت. فلو قمنا بمقارنة تطور الاحتياطات بأسعار الصرف الجارية للدولار لكل سنة وتطورها بسعر الصرف الثابت للدولار عند قيمة 0,885 أورو - كما في سنة الأساس 2003- لكانت الأرقام أكبر مما هي عليه. فمثلا قيمتها سنة 2004 بسعر الدولار الثابت ارتفعت إلى 46,95 مليار دولار مقابل 43,11 مليار دولار بالأسعار الجارية للدولار، أي بفارق يقدر بـ: (-3,845 مليار دولار)، كما تقدر قيمتها أيضاً بسعر الدولار الثابت سنة 2005 بـ: 62,14 مليار دولار بدلاً من 56,18 مليار دولار أي بفارق يقدر بـ (-5,966 مليار دولار)، ويزداد الفارق مع انخفاض الدولار إلى أن يصل سنة 2007 إلى (-20,295 مليار دولار) وهي السنة التي عرفت انخفاضا كبيرا في قيمة الدولار الأمريكي.

وبالتالي، فمع استمرار انخفاض قيمة الدولار الأمريكي في مقابل الأورو، تتدهور وتتآكل القيمة الحقيقية لاحتياطات الصرف.

الفصل الثالث: اثر مستوى احتياطات الصرف الأجنبي على الاقتصاد الكلي - حالة الجزائر-

إن المسؤول عن إدارة احتياطات الصرف في الجزائر - بنك الجزائر - ، و من خلال استقراءنا لقانون النقد و القرض 90-10 تنص المادة 62 الفقرة على أن صلاحيات بنك الجزائر تسيير احتياطات الصرف الأجنبي¹ .

كما تنص المادة 39 من قانون النقد و القرض 90-10 إن الاحتياطي من الذهب الذي يتوفر عليه بنك الجزائر ملك للدولة و يمكن لبنك الجزائر أن يقوم بكل العمليات على الذهب و لاسيما بالشراء و البيع و الاقتراض و الرهن و ذلك نقدا و لأجل .

و امتثالا لشرط سيولة الاحتياطي يقوم بنك الجزائر بتوظيف احتياطي الصرف الأجنبي في سندات الخزينة حيث تبلغ أكثر من 98 مليار دولار موظفة على شكل سندات خزينة أمريكية بنسبة فوائد لا تتعدى 4 % ، لكنها تضل مؤمنة و بعيدة عن المخاطر ، و لسندات الخزينة الأمريكية ثلاث أنواع :

- treasury bonds معدل الفائدة ثابت 6 أشهر لكن التاريخ يمتد إلى 30 سنة.

- treasury bills سندات قصيرة الأجل لا يتجاوز تاريخها 26 أسبوعا .

- treasury notes بمعدل فائدة ثابت كل 03 أشهر و مدتها من سنتين إلى 10 سنوات

يجوز لبنك الجزائر أن يشتري أو يبيع أو يخضم أو يعيد الخضم أو يضع أو يأخذ تحت نظام الأمانة و يرهن و يشتري أو يودع أو يأخذ كوديعة كل السندات الدفع المحررة بالعملات الأجنبية و يدير احتياطات الصرف و يوظفها ، و في هذا الإطار يجوز له الاقتراض أو اكتساب سندات مالية محررة بالعملات الأجنبية و المسعرة بانتظام من الفئة الأولى لدى الأسواق المالية الدولية .

أما بالنسبة لأسعار الفائدة على هذه السندات يمكن تلخيصها فيما يلي:

الجدول رقم (3-8) أسعار الفائدة على سندات الخزينة الأمريكية نسبة مئوية.

السنوات	أسعار الفائدة
2000	6
2001	5
2002	4.6
2003	4
2004	4.2
2005	4.3

المصدر: تقارير بنك الجزائر.

¹ - بنك الجزائر، المادة 39، قانون النقد و القرض، 10/90.

المبحث الثاني : منافع حيازة احتياطات الصرف الاجنبي في الجزائر

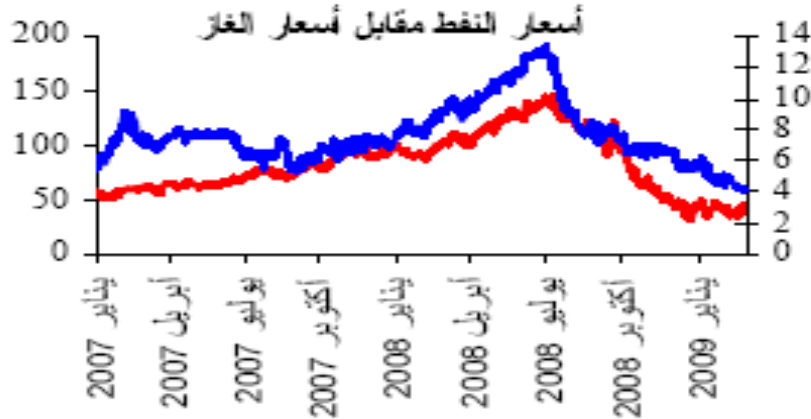
إن المستوى الكافي من الاحتياطات لدى بنك الجزائر جعل من الاقتصاد الجزائري ، مؤمنا ضد الصدمات الخارجية والمتعلقة بانخفاض اسعار النفط ، وارتفاع اسعار السلع الاساسية من غير النفط

المطلب الأول: احتياطات الصرف الأجنبي كتامين ضد انخفاض الصادرات

إن الاحتياطات النقدية من الصرف الاجنبي هي بمثابة ضمان إذا ما شحت الموارد، وتغيرت الظروف كما إن إيرادات الخارجية لا يمكن المراهنة على بقائها عند مستويات المرتفعة ، إذ إن التخطيط الاستراتيجي يضع في الحسبان إمكانية التغير المفاجئ ، مما يؤدي إلى التأثير المباشر على خطط التنمية ومعدل الإنفاق الحكومي في الجزائر.

تتعرض الجزائر إلى تقلبات كبيرة في حساباتها الخارجية لأن صادراتها بطبيعة الحال غير متنوعة ، بينما تشهد أسعار النفط تقلبا كبيرا ، انظر الشكل التالي رقم (3-6).

الشكل (3-3):تطورات أسعار النفط (دولار/ للبرميل) (USD/bbl) ، واسعار الغاز دولار/للمتر المكعب (USD/MMBtu; rhs) / (خلال الفترة 2007- 2009)



المصدر :مجموعة سامبا المالية،افاق التطورات الاقتصادية لدول مجلس التعاون الخليجي،

السعودية،عدد مارس، 2009

اولا :اهمية قطاع النفط في الاقتصاد الجزائري :يعتبر الاقتصاد الجزائري اقتصاد غير متنوع حيث مايزال القطاع النفطي هو المسيطر، ويمكن ملاحظة ذلك من خلال مؤشر الاستقلالية عن النفط¹ (dependence on hydrocarbons) الصادر عن الوكالة الدولية للطاقة.

¹- jolin V Mitchell, Ending dependence hard choices for oil exporting states, London, 2008, p11

الفصل الثالث: اثر مستوى احتياطات الصرف الأجنبي على الاقتصاد الكلي - حالة الجزائر-

الجدول (3-9): مؤشر الاستقلالية عن النفط خلال (2006) نسبة مئوية

الدول	ميزان الحساب الخارجي خارج قطاع المحروقات كنسبة من PIB	ميزانية الدولة خارج قطاع المحروقات كنسبة من PIB
الجزائر	-82	-42
النرويج	-9	-4
نيجريا	-13	-35

Source: jolin V Mitchell, **Ending dependence hard choices for oil exporting states**, London, 2008, p11

ويكون الاقتصاد الجزائري تابعا لمتغير قطاع النفط من خلال مايلي¹ :

- 1 - عندما تكون إيرادات الحكومة او إيرادات الموازنة العامة الغير النفطية لاتكفي لتمويل الانفاق الحكومي او برامج التنمية، وتصل هذه النسبة في الجزائر الى عجز ب: 42% .
- 2 - عندما تكون موارد النقد الاجنبي من الصادرات الغير النفطية لاتكفي لتغطية الواردات وتصل هذه النسبة في الجزائر الى عجز ب: 82% .

عادة ما تسود أرصدة المالية العامة للجزائر كبلد مصدر للنفط، تذبذبات في إيرادات المالية العامة ذات الصلة بالصادرات النفطية² ، ومن ثم فإنها ترتبط ارتباطا وثيقا بالحساب الجاري كما أنها تتسم بقدرة كبيرة من التقلب مقارنة بالبلدان الغير مصدرة للنفط وهو ما نلاحظه من خلال الجدول التالي:

الجدول (3-10): نسبة إيرادات الميزانية من الصادرات النفطية الى اجمالي الإيرادات

خلال الفترة (2003-2007) (نسبة المئوية)

السنوات	2003	2004	2005	2006	2007
نسبة إيرادات المحروقات إجمالي إلى إيرادات	68.4	70.4	76.3	76.9	75.8

المصدر: البنك الجزائر التقرير السنوي أكتوبر 2008 ص 234

وطالما إن عائدات النفط هي وفي الأخير ملك للحكومة ،فان احد أهداف تراكم احتياطات الصرف الرسمية يتمثل في التامين الذاتي ضد انخفاض أسعار النفط والذي يمكن إن ينتقل إلى سياسة الإنفاق العام .

¹ - jolin V Mitchell , Op-cit, p:17

² - الإيرادات ذات الصلة بالنفط تشمل الاتاوات على الاستكشاف النفط والضرائب التصدير ، الضرائب دخل الشركات المفروضة² على الشركات النفطية والأرباح الموزعة للشركات النفط المملوكة للحكومة

فاستجابة للآثار السلبية الحادة لصدمة الصادرات التي شهدتها الجزائر في الثمانينات والتسعينات، ولنقص الآليات التعويضية الفعالة المتاحة، فمن خلال التأمين الذاتي الذي تقدمه للحكومة، فإن الاحتياطات تساعد على تهدئة الإنفاق العام كما تساهم في زيادة الإنفاق العام على المشروعات الاستثمار الضخمة المقامة في الأوقات الجيدة (أوقات ارتفاع أسعار النفط) والتي تغطي عليها في الغالب تكلفة إغلاق هذه المشروعات في أوقات انخفاض أسعار النفط فان الدولة تواجه مثل هذه القيود بوضوح ما يعرف " علاوة السيولة" مما يجعلها تحتفظ بهذه الاحتياطات.

ثانيا - احتياطات الصرف الأجنبي وصدمة انخفاض أسعار النفط الحالية:

مازال قطاع النفط يمثل حوال 45% من الناتج المحلي الاجمالي و 98% من اجمالي الصادرات ، و 80-75% من مجموع إيرادات الميزانية العامة، وهكذا فان الاقتصاد الجزائري معرض بوجه خاص لتداعيات الهبوط المفاجئ لاسعار النفط ،من اعلى مستوى له وهو 174 دولار للبرميل في منتصف 2008 ،الى متوسط قدره 40 دولار للبرميل في الربع الاول من عام 2009.¹

بالاضافة الى التخفيض المقرر في حصتها من الانتاج النفطي وفقا لقرارات منظمة الاوبك، ينتج تاثير مزدوج انخفاض الاسعار والانتاج ، ستراجع إيرادات النفط في عام 2009. ومع ارتفاع الانفاق العام في السنوات السابقة، من المتوقع ان تشهد الموازنة العامة عجزا عند سعر مرجعي اقل من 37 دولار.

والملاحظ في قانون المالية² 2009، إن الموازنة العامة اعتمدت على أساس 37 دولار للبرميل، وإذا ما انخفضت أسعار النفط عن السعر المرجعي فتلجأ الحكومة للتمويل بالعملية المحلية (مقابلها احتياطي الصرف ببنك الجزائر) من صندوق ضبط الموازنة.

ويفوق عجز الموازنة في سنة 2009، 2400 مليار دينار جزائري والذي يمثل 20.5% من الناتج المحلي الإجمالي والذي يتم تمويله من صندوق ضبط الإيرادات (FFR) والذي يبلغ قيمته 400 مليار دج

فبفضل هذه الاحتياطات الجزائر قادرة على مواجهة وتجنب آثار الصدمة حتى ولو انخفض سعر النفط إلى 37 دولار للبرميل شكلت الصادرات من النفط في الجزائر 98.85% بمبلغ إجمالي قدره 58.055 مليار دولار، وهذا يدل على إن باقي الصادرات (خارج المحروقات) تمثل حوالي 02.15% بقيمة تقدرت: 01.312 مليار دولار موزعة على النحو التالي:

¹ - IMF, **country report -algeria** ، n= 108/09, wshington, april, ,,2009 p.04

² - ministère des finances " **rapport de Présentation du projet de la loi de finances pour 2009**"
Version du 31/10/2008

الفصل الثالث: اثر مستوى احتياطات الصرف الأجنبي على الاقتصاد الكلي - حالة الجزائر-

فمع تزايد فائض الخزينة الإجمالي في 2005-2006 منسوبا إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي، حيث انتقل من 7.1% في 2004 إلى 13.6% في 2006 وفي 2007 بلغ 4.7% بسبب ركود قطاع المحروقات، وبتجسد هذا التدعيم في الطاقة التمويلية للخزينة في المستوى العالي في مخزون ادخارها المالي المودع لدى بنك الجزائر.

إن زيادة احتياطات الصرف الأجنبية في الجزائر أعطى قوة للدولة في مواجهة الظروف خاصة الأزمة المالية العالمية) والتي أهم ملامحها انخفاض أسعار النفط.

المطلب الثاني-احتياطي الصرف الأجنبي الجزائر كتامين ضد الصدمات الواردات:

تؤثر الزيادة في أسعار الواردات الجزائرية من العالم الخارجي بشكل أساسي إلى تغير شروط التبادل التجاري التي تواجهها الجزائر ورفع مستوى الأسعار المحلية لديها (خاصة خلال فترات انخفاض أسعار النفط) حيث يتعين عليها دفع مبالغ اكبر للحصول على نسب الحجم السابق لواردها، مما يترك حجما اقل للإنفاق على السلع المستوردة الأخرى.

ويقود ذلك، في المدى القصير على الأقل في ظل عدم توفر المستوى الكافي من الاحتياطات بالبنك المركزي، إلى القيام بعمليات التصحيح والتكيف أي العمل على تخفيض الطلب المحلي الكلي (استهلاكي والاستثماري) فإذا تركزت الزيادة في مستوى الأسعار المحلية الناجمة عن ارتفاع أسعار السلع الأجنبية المستوردة ترتفع تكاليف الإنتاج مما يؤثر على الطلب المحلي مما لضيف تأثيرات متعددة على مسار التضخم المالية العامة موازين المدفوعات وعلى الأوضاع الاجتماعية .

- يتأثر مستوى النشاط الاقتصادي في المدى القصير على الأقل سلبا بارتفاع أسعار الواردات، حيث يؤدي تدهور شروط التبادل التجاري وما ينطوي عليه من تراجع القوة الشرائية إلى انخفاض الدخول الحقيقية، كما يؤدي إلى تكلفة الإنتاج الناجم عن الزيادة خاصة في الواردات الضرورية والواردات الإنمائية.

إن ارتفاع الأسعار العالمية سيرفع من تكاليف الإنتاج مقللا بذلك أرباح الشركات مما يخفض من إنتاجها واستثمارها وطلبها على خاصة عندما تكون غير قادرة على تمرير الزيادة السعرية للمستهلكين.

- يتعرض وضع المالية العامة في الدول المستوردة إلى ضغوط في أعقاب زيادة وارتفاع الأسعار، حيث تؤدي هذه الزيادة بالحكومة إلى الرفع في نفقات الدعم مما يقلص الفائض المالي للحكومة

- يضعف ارتفاع أسعار الواردات وضع الموازين الجارية للدول المستوردة خاصة في ظل غياب ارتفاع مقابل في الأسعار الصادرات وموارد أخرى.

أولاً: تحليل هيكل الواردات الجزائرية:

1- الواردات السلعية:

إن الاتجاه التصاعدي للواردات السلعية في الجزائر انطلقاً من سنة 2003 هي ظاهرة ميزت ميزان المدفوعات الجارية (حساب الجاري)، خصوصاً بداية 2007 حيث كان معدل النمو يساوي 27.4% وبلغ مستوى الواردات 36.35% مليار دولار مقابل 20.68% مليار دولار في سنة 2006 و 13.32 مليار دولار في سنة 2003.

الجدول (3-11): الواردات الجزائرية من العالم الخارجي (بالمليار دولار) خلال الفترة

(2008-2003)

السنوات	2003	2004	2005	2006	2007	2008
حجم الواردات الجزائرية من العالم الخارجي	12.606	17.146	20.044	21.456	27.430	36.3

المصدر: بنك الجزائر النشرة الإحصائية رقم 04 " سبتمبر 2008" ص22.

لقد سجلت سنة 2007 ارتفاعاً هاماً في الواردات بالنسبة إلى المنتجات النصف مصنعة (44%) والمنتجات الغذائية (30%) و سلع التجهيز الصناعي والفلاحي (17%) ويعود الارتفاع في أسعار المواد الغذائية إلى الارتفاع الهام في أسعار هذه المنتجات في الأسواق

الدولية. الجدول (3-12) هيكل الواردات (بالمليار دولار) خلال الفترة (2008-2003)

السنوات	2003	2004	2005	2006	2007	2008
الواردات						
المواد الغذائية	2.516	3.385	3.570	3.800	4.827	5.826
الطاقة	0.041	0.158	0.193	0.244	0.313	3.314
المواد الأولية	0.607	0.737	0.732	0.843	1.277	1.067
المواد النفعية	2.683	3.422	3.981	4.934	6.918	6.995
التجهيزات الفلاحية	0.121	0.157	0.158	0.96	0.133	0.123
تجهيزات صناعية	4.654	6.681	8.361	8.528	9.954	10.622
سلع استهلاكية	1.984	2.610	3.049	3.011	4.008	3.166

المصدر: بنك الجزائر التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر التقرير السنوي أكتوبر 2008 ص

242.

2- الواردات من الخدمات:

إضافة إلى ما سبق، شكلت أيضا واردات الخدمات جزءا مهما من الخدمات من غير العوامل، حيث بلغت في سنة 2006 4.78 مليار دولار وواصلت ارتفاعها لتصل إلى 6.93 مليار دولار ولتصل 7 مليار دولار في 2008، يخص هذا الارتفاع واردات خدمات البناء والإشغال العمومية، الخدمات الفنية والخدمات النقل البحري والبري، وكل هذا الارتفاع مرتبط خصوصا بارتفاع معدل الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي والذي وصل سنة 2007 حوالي 35% من PIB ويرتبط الأمر بتنفيذ ميزانية التجهيز للدولة (نقصد هنا بالمكون الاستثماري الخارجي).

ثانيا - احتياطات الصرف الأجنبي والتصدي لازمة الغذاء العالمي 2007:

شهد الاقتصاد العالمي السنة الماضية (2007) ارتفاعا كبيرا في بعض المنتجات الغذائية (القمح، الذرة، الحليب) انظر الشكل (3-) فالنسبة للعديد من الاقتصاديات والجزائر بخاصة، مثل الأغذية حصة كبيرة من الواردات وتقدر بحوالي 5 مليارات دولار، ممثلة بنسبة 23% من إجمالي الواردات ومن ثم يكون لارتفاع أسعار الغذاء تأثير كبير على صافي الموازين التجارية للبلد المعني.

فمنذ أوائل علم 2007 ارتفعت أسعار الأغذية عن ما يناهز 50% مما اثر سلبا على البلدان المستوردة الصافية للغذاء¹

وهذا العدد، وما لم يكن البلد المعني يملك أو قد تمكن في الفترة السابقة للزيادة، من بناء مستوى مرتفع من الاحتياطات الرسمية من النقد الأجنبي، وان لديه إمكانية الحصول على الموارد المالية الكافية² إن هذان البديلان لا يمثلان خيار قابل للاستدامة فالاحتياطات الخارجية ستكون عرضة للتآكل، كما إن تراكم المديونية الخارجية ستؤدي إلى ارتفاع تكلفة خدماتها وإلى تراجع الجدارة الائتمانية للبلد في المدى الطويل لقد عملت الجزائر على تنمية الاحتياطات الخارجية لرفع تغطيتها للواردات والذي يمثل احد أهداف السياسة الخارجية الاقتصادية

الملاحظة الأخيرة انه في قانون المالية 2009 يبلغ حجم الواردات المستهدف 34 مليار دولار في ظل سعر مرجعي للنفط يبلغ 37 دولار والأزمة المالية الأخيرة نتج عنه انخفاض في أسعار السلع الأساسية مما سمح بتقليص مبالغ مخصصة لدعم الأسعار المحصلة (القمح، الحليب) ويقدر ب1مليار دولار.

2007 ص 12 USA صندوق النقد الدولي تقرير التوقعات الاقتصادية العالمية واشنطن¹

صندوق النقد العربي، دور الصندوق في مساعدة الدول الأعضاء المتأثرة بأسعار النفط العالمية ص 207²

فيفضل الاحتياطات الجزائرية قادرة على مواجهة وتجنب آثار الصدمة ولو انخفض سعر النفط عن 37 دولار للبرميل.

المطلب الثالث: احتياطات الصرف الرسمية وإدارة أسعار الصرف

لقد تزامنت الزيادة المستمرة في احتياطات الصرف الرسمية، في السنوات الأخيرة مع إدارة مرنة لسياسة سعر الصرف للدينار بما يخدم المصالح الاقتصادية للبلد، وتتناسب سياسة سعر الصرف الحالية في الجزائر مع الاستقرار الخارجي المرتكز بدوره على متانة الوضعية المالية الخارجية للجزائر.

أولا: سياسة سعر الصرف في الجزائر:

تتدرج سياسة تسير سعر الصرف من قبل بنك الجزائر في إطار السياسة المسماة " بالتقويم المدار" أو " التقويم الموجه" ¹ لمعدل صرف الدينار مقابل العملات الأجنبية الرئيسية وهي عملات أهم الشركاء التجاريين للجزائر، ويشمل هدف سياسة الصرف في ضمان المعدل الصرف الفعلي الحقيقي للدينار عند قيمته التوازنية التي تحددها أساسيات الاقتصاد الوطني. وتوصف الآلية التي يتبعها بنك الجزائر في تحديد سعر صرف الدينار التقويم المدار والتي تستند إلى "نظرية المرونات" لرونسون، وجوهر هذه النظرية قائم على حجم التجارة الخارجية للبلد (الصادرات والواردات) في تحول الإنفاق على السلع والخدمات ما بين السوق المحلية والسوق الخارجية، حيث توصي هذه النظرية بخفض سعر العملة الوطنية لتقليص فاتورة الواردات لصالح السلع المحلية، ومن ثم تشجيع الصادرات، كما توصي بتقويم العملة بناء على معطيات التجارة الخارجية فقط.

وتستهدف السلطات النقدية سياسية سعر الصرف " تقويم مدار" لدعم قرارات المستثمرين الوطنيين والأجانب الذين يعينهم قرار استقرار العملة " المصدر والمستورد"

ثانيا: سوق الصرف ما بين البنوك:

يتحدد سعر صرف الدينار في سوق الصرف ما بين البنوك، ولقد جاءت فكرة إنشاء هذا السوق موازاة مع تحسين ميزان المدفوعات، و تم دفع سوق للصرف ما بين البنوك من طرف بنك الجزائر بداية 1996، وتعالج في هذا السوق جميع عمليات الصرف بيعا وشراء عاجلة أم آجلة للدينار مقابل العملات الصعبة الأخرى، ويحدد فيه سعر الدينار مقابل العملات الأجنبية وفقا لقوى العرض والطلب وبكل حرية. و تتمثل مورد هذا السوق:

بنك الجزائر، التقرير السنوي، الجزائر أكتوبر 2008، ص 88¹

الفصل الثالث: اثر مستوى احتياطات الصرف الأجنبي على الاقتصاد الكلي - حالة الجزائر-

1- موارد بنك الجزائر: يبقى بنك الجزائر المتدخل الرئيسي في سوق الصرف ما بين البنوك، على أساس أن جزء كبير من إيرادات صادرات المحروقات يغذي احتياطات الصرف الرسمية لدى بنك الجزائر.

2- موارد البنوك التجارية والمؤسسات المالية: تتمثل الموارد من العملات الصعبة التي يمكن إبقاءها تحت تصرف الوسطاء المعتمدين (البنوك) في:¹

- ودائع زبائنهم في حسابات بالعملات الصعبة
- نواتج الصادرات من غير المحروقات والموارد المنجمية باستثناء الجزء العائد للمصدر.
- المبالغ الناجمة عن كل اعتماد مالي أو حرفي بالعملات الأجنبية يعقدها الوسطاء لحسابهم الخاص أو لحساب زبائنهم
- المبالغ الناجمة عن عمليات الشراء في سوق الصرف
- أية موارد أخرى يحددها بنك الجزائر عند الحاجة.

ويمكن ملاحظة موارد البنوك والمؤسسات المالية بالعملات الصعبة من خلال الجدول التالي:

الجدول (3-13): تطور صافي الأصول الأجنبية لبنك الودائع في الجزائر للفترة (2007 -

2008) بالمليار دينار

السنوات	ديسمبر 2007	جانفي 2008	جوان 2008
تطور الأصول الأجنبية لبنوك الودائع	107.7	108.0	129.2

المصدر: بنك الجزائر النشرة الإحصائية، العدد 4 ديسمبر 2008 ص3

فعلى الرغم من ارتفاع ودائع البنوك والودائع المالية بالعملة الصعبة بقي بنك الجزائر يمثل المصدر الرئيسي للعملة الصعبة المعروفة في سوق الصرف ما بين البنوك² ويكون التوفير هذه العملات الصعبة من طرفه لغرض خدمة الدين الخارجي ولتموين سوق الصرف في إطار تسيير احتياطاته³

ففي سنة 2007، واصل بنك الجزائر تدخلاته في سوق الصرف ما بين البنوك مع عرض متزايد للعملات الصعبة استجابة إلى ارتفاع في طلب الذي تم تحفيزه في سنة 2006 بواسطة عمليات السداد المسبق للدين الخارجي.

¹ بنك الجزائر، قانون النقد والقرض 10/90 1990 المادة 98، ص11

² بنك الجزائر، التقرير السنوي، مرجع سبق ذكره ص 88

³ بنك الجزائر، قانون النقد والقرض، مرجع سبق ذكره ص14

ثالثا: سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدينار

يمثل مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي¹ مؤشر مختصر يتضمن المبادلات التجارية للجزائر مع خمسة عشرة دولة من شركائها التجاريين الرئيسيين الذين يمثلون 88% من المبادلات الإجمالية في سنة الأساس 1995.

وتقوم طريقة الحساب على أساس تحديد مؤشر للتنافسية على أساس ترجيح معدلات الصرف الاسمية للدول الشريكة ومؤشرات أسعار الاستهلاك فيها بأوزانها النسبية في المبادلات التجارية مع الجزائر.

وتسمح طريقة الحساب هذه التي يطبقها بنك الجزائر في الوقت الراهن بالتدخل في سوق الصرف ما بين البنوك لضمان عدم تأثير الحركة في معدل الصرف على التوازن الطويل الأجل لمعدل الصرف الفعلي للدينار واصل بنك الجزائر في 2007 سياسة التعويم الموجهة لضمان استقرار سعر الصرف الفعلي للدينار وذلك لمواجهة التقلبات القوية في معدلات الصرف الخاصة بأهم العملات الصعبة في السوق الصرف الدولية فقد انتقل متوسط سعر الصرف الدينار مقابل الدولار من 71.3008 دينار لكل دولار إلى في سنة 2008، وقد بلغ متوسط سعر الدينار مقابل الاورو 97.27 دينار لكل دولار في نهاية 2007، انظر الشكل الجدول (3-14):تطور قيمة الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة (1994-2007).

السنة	1994	1995	1996	1997	1998	1999
دج مقابل الدولار	42,8930	52,1750	56,1860	58,4140	60,3530	69,3140
السنة	2001	2002	2003	2004	2005	2006
دج مقابل الدولار	77,8200	79,7230	72,6130	72,6140	73,3627	72,6464

المصدر: الفترة (1994-2004) صندوق النقد العربي، أما الفترة(2005-2007) فبالاعتماد على بنك الجزائر. تعكس تطورات أسعار الصرف الدينار مقابل الدولار والأرو خلال سنة 2007، مواصلة عملية الاستقرار لسعر الصرف الفعلي الحقيقي للدينار والمرتكزة على أساس وضعية مالية خارجية صافية قوية، وذلك بالرغم من التقلبات المتزايدة في الأسواق صرف العملات الصعبة الرئيسية.

¹ - يحسب سعر الصرف الفعلي بترجيح سعر الصرف الفعلي بالنسبة لأهم الدول الشريكة في التجارة العالمية بالنسبة للأسعار المحلية ويشير الارتفاع إلى انخفاض القدرة التنافسية للصادرات، في حين يشير الانخفاض إلى تحسن القدرة الشرائية

الفصل الثالث: اثر مستوى احتياطات الصرف الأجنبي على الاقتصاد الكلي - حالة الجزائر-

سمح الاستقرار الاقتصادي الكلي، الذي تمت العودة إليه ابتداء من سنة 2000، بإرساء توازن الأسعار النسبية باعتبارها قاعدة ارتكاز بالنسبة لسياسة الصرف، ويتمثل هدف بنك الجزائر في تثبيت معدل الصرف الفعلي الحقيقي للدينار الطويل الأجل.

أن أسعار الصرف تحدد يوميا بل مرات عديدة يوميا في سوق الصرف بين البنوك، بتدخل بنك الجزائر والبنوك والمؤسسات المالية الوسيطة المعتمدة ويتعلق الأمر بتحديد مرن لسعر الصرف. إن طريقة الحساب هذه المطبقة من قبل بنك الجزائر، تؤدي به إلى متابعة تطور الظروف الدولية والوطنية من قبل بنك الجزائر في مجالات معدل التضخم وتطورات معدل الصرف.

واصل بنك الجزائر في السداسي الأول من سنة 2008 تثبيت معدل الصرف الفعلي الحقيقي للدينار، في ظل ظرف دولي يتميز بالتقلبات الشديدة في أسواق المال والنقد وأسواق الصرف، وكذا سياسة تعويمه للدينار، انظر الشكل ادناه:

الفصل الثالث: اثر مستوى احتياطات الصرف على الاقتصاد الكلى - حالة الجزائر-

عنوان الجدول: (3-15): نظام سعر الصرف في الجزائر عام 2006

الجزائر	
	أ - الترتيبات الفعلية لأسعار الصرف
	1 ربط سعر الصرف
-	- بالدولار الأمريكي
-	- سلة حقوق السحب الخاصة
-	- سلة خاصة من العملات (غير معلنة)
	2 تعويم سعر الصرف
*	- تعويم مدار - موجه
-	- تعويم حر - مستقل
	3 هيكل سعر الصرف
*	- موحد بالنسبة للواردات والصادرات
*	- موحد بالنسبة للعمليات غير المنظورة والرأسمالية
*	ب ستوق الصرف للنقد الأجنبي
-	ج - نظام عرض أسعار صرف آجلة (على أساس تجاري)
	د- قبول أحكام اتفاقية صندوق النقد الدولي
نعم	- المادة الثامنة - تحرر المدفوعات على المعاملات والتحويلات
لا	الجارية
	هـ- المادة الرابعة عشر - استمرار تطبيق قيود على المدفوعات الجارية

*: تشير إلى أن الممارسة المذكورة هي إحدى سمات نظام الصرف

-: تشير إلى أن الممارسة المذكورة ليست سمة من سمات نظام الصرف

المصدر: استبيان التقرير الاقتصادي الموحد عام 2007، وكتاب نظم الصرف عام 2006،

صندوق النقد الدولي

الفصل الثالث: اثر مستوى احتياطات الصرف على الاقتصاد الكلى - حالة الجزائر-

المبحث الثالث تكاليف حيازة احتياطات الصرف الاجنبي في الجزائر

إن الإدارة الجيدة للاحتياطات هي التي توازن بين منافع حيازة هذه الاحتياطات وتكاليف حيازته، وسنتطرق في هذا المبحث الى كفاية احتياطات الصرف في الجزائر، وتكاليف تعقيمها وتكلفة الفرصة البديلة لحيازة هذه الاحتياطات

المطلب الأول: كفاية احتياطات الصرف الأجنبية في الجزائر

إن الهدف من إنشاء الاحتياطات تقليديا هو سلاسة تدفق ميزان المدفوعات والإيفاء بالمستلزمات الخارجية، وكذا إيجاد مبالغ بالعملات الأجنبية للاحتياط من الأزمات والعمدات الخارجية (اقتصادية ومالية).

وبما أن هناك تكلفة لامتلاك الاحتياطات، وجب التوصل إلى المستوى الأمثل للاحتياطي والذي يكون بموازنة الاستفادة من الاحتياطات في درء العمدات مع التكلفة الناجمة عن استثمار هذه الاحتياطات في عوائد منخفضة ولقياس الحجم الكافي من احتياطات الصرف الرسمية في الجزائر، هناك مقاييس تقليدية لقياس ذلك الحجم وهي كالآتي:

أولا: حجم الاحتياطات بالنسبة للواردات : وهو أقدم مقياس مستخدم في هذا الشأن، وكقاعدة عامة يجب إن يغطي الاحتياطي مدة ثلاثة أشهر واردة وهو ما يطلق عليه معدل التغطية للواردات، وقد كانت لهذا المقياس أهمية عندما كانت رأس المال صغيرة مقارنة مع الأخرى، وكان الهم الأكبر هو قدرة الدول على تحمل أي خلل مؤقت في ميزان المدفوعات من دون خفض للإنفاق المحلي بالضرورة وبما أن الواردات هي من أهم بنود ميزان المدفوعات نظرا لصلتها الوثيقة بمستويات الاستهلاك المحلي والنتاج المحلي والنمو الاقتصادي، ومن ثم إن هذا المقياس يربط بين الاحتياطات واهم إنفاق بالعملات الصعبة والجدول الموالي يظهر معدل تغطية الاحتياطي من الصرف الأجنبي في الجزائر للواردات بالأشهر.

الجدول رقم (3-16): معدل تغطية الاحتياطات للواردات بالأشهر (2000-2008)

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
احتياطات الصرف الأجنبي	4.41	11.91	23.1	32.92	43.11	56.18	77.78	110.18	
الواردات	9.17	9.94	12.8	13.53	18.30	20.35	21.45	27.44	
معدل التغطية (بالأشهر)	15.6	21.6	23.1	29.2	28.3	33.1	43.5	48.2	133.24

Source: bank of Algeria, bulletin statistique Trimestrial September 2008 p10

الفصل الثالث: اثر مستوى احتياطات الصرف على الاقتصاد الكلى - حالة الجزائر-

وحسب معدل تغطية احتياطي الصرف في الجزائر للواردات على أساس تقسيم الاحتياطات الخارجية الرسمية في نهاية السنة على القيمة الواردات السنوية للبلد. والملاحظ من الجدول إن ارتفاع معدل تغطية الواردات بالاحتياطات في الجزائر خلال الفترة (2000-2008) حيث تبين من الحساب إن معدل التغطية يعتبر أعلى من معدل الذي يعتبر كافيا في كل السنوات: حيث انتقل معدل التغطية من 4 أشهر ونصف سنة 2000 إلى 5 سنوات سنة 2008.

إن الظروف التي تواجهها الدول ذات درجة تركيز كبير جدا والظروف التي تواجهها البلدان المدنية وبما تتطلب زيادة هذا الرقم إلى 6 أشهر واردة، ومهما يكن فيجب على السلطات النقدية في أي بلد إن تجرى دراسات قياسية من واقع التجاري والخبرة التاريخية لتحديد ما يعد مناسباً وأمناً من الاحتياطات.

ثانياً- حجم الاحتياطات إلى الديون الخارجية قصيرة الأجل:

إن هذا معيار يقيس قدرة الجزائر على خدمة دينها الخارجي، وقدرتها على تحاشي المشاكل التي قد تتجم عن قرار المقرضين عدم تمديد الديون أو عن قرار استدعاء الديون. وخلال التسعينات تعرضت العديد من الدول لازمات مالية عندما هبط حجم الاحتياطات إلى ما دون حجم الديون الصغيرة الأجل، ويعتبر الاحتياطي كافياً من خلال هذا المؤشر إذا بلغ مستوى تغطية الاحتياطات للواردات أكثر من 100% للدين القصير الأجل ويعتبر هذا المؤشر من أهم المؤشرات المسجلة عن بعض الدول (انظر الجدول 3-)

الجدول (3-17): الاحتياطات مقارنة مع الدين قصير الأجل خلال سنة 2007 بالمليار دولار

الدول	ليبيا	البرازيل	الجزائر	الصين
الاحتياطات	79	175	110	1.599
الدين القصير الأجل	6	66	0	231

source: IMF (WEO) estimates for 2007 and others calculations 2007 p11

إن هناك تأثير لهيكل الديون الخارجية بحسب مصادرها المختلفة على مستوى الاحتياطات نفسها، فكما غلب على هيكل الدين الخارجي للبلد الدين قصير الأجل وهي ديون تستدعي خدمة مستمرة على مدار السنة وذات كلفة عالية، كلما كان ذلك ادعى لان يكون مستوى الاحتياطات اكبر مما كانت الديون الرسمية طويلة ومتوسطة الأجل.

وللحصول على فكرة سريعة لشكل الدين الخارجي للجزائر، لدينا الجدول التالي الذي يوضح هيكل الدين الخارجي الجزائري.

الفصل الثالث: اثر مستوى احتياطات الصرف على الاقتصاد الكلى - حالة الجزائر-

الجدول رقم (3-18): هيكل الدين الخارجي الجزائري (بالمليار دولار) للفترة (2002-2008)

2008	2007	2004	2002	الدين الخارجي
1.023	0.684	0.410	0.102	قصر الأجل
4.582	4.889	21.411	22.540	متوسط وطويل الأجل

المصدر: بنك الجزائر، النشرة الإحصائية، رقم 04، سبتمبر 2008 الجزائر ص 11
والذي يتضح من الجدول أن مستوى الاحتياطي في الجزائر لا يغطي فقط الدين الخارجي قصير الأجل ولكن كل الدين الخارجي للجزائر وهو ما يميز متانة الوضعية المالية في الجزائر.

ثالثا- حجم الاحتياطات الى العرض النقدي M2 :

وهو مقياس مهم يستخدم كإذار مبكر من الوقوع في الازمات المالية، ويقاس كمية الاموال التي يمكن للمقيمي ان يحولوها الى الخارج ن وفي حالة الجزائر تشكل احتياطات الصرف الرسمية التي بحوزة بنك الجزائر ، المصدر الرئيسي للاصدار النقدي ، لاسيما وانها تغطي بشكل واسع الكتلة النقدية بمفهوم M2 انظر الجدول الموالي.

حيث بلغت نسبة الاصول الخارجية الصافية الى الكتلة النقدية بهذا المفهوم مستوى 1,237 نهاية 2007 بعدما انتقلت من 1,027 نهاية 2005 الى 1,142 نهاية 2006.

وهو ما يبين تدعيم نوعية الاستقرار النقدي في الجزائر المرساة على الصلابة المميزة للوضعية المالية الخارجية الصافية للجزائر

الجدول (3-19): مقابلات الكتلة النقدية في الجزائر.

مقابلات الكتلة النقدية										
القروض الداخلية							صافي الأصول الخارجية			الأشهر
قروض إلى الاقتصاد			قروض إلى الدولة				Σ ق	ا	ب	
ب	ا	Σ ق للاقتصاد	ج	ب	ا	Σ ق للدولة	الداخلي	ب	ا	في الأصول الأجنبية
2 070,8	1,3	2 072,2	351,0	803,2	-3162,7	-2008,5	63,7	28,9	6 820,9	6 849,8
سبتم										

الفصل الثالث: اثر مستوى احتياطات الصرف على الاقتصاد الكلى - حالة الجزائر -

											بر
2 127,2	1,5	2 128,7	363,5	803,8	-3193,3	-2026,0	102,7	15,2	6 988,5	7 003,8	أكتوبر
											بر
2 155,1	1,5	2 156,6	372,0	769,1	-3230,7	-2089,6	67,0	19,5	7 178,3	7 197,9	نوفمبر
											بر
2 203,8	1,5	2 205,2	378,7	723,1	-3294,9	-2193,1	12,1	32,6	7 382,9	7 415,5	ديسمبر
											بر
2 179,9	1,5	2 181,3	371,4	684,9	-3340,7	-2284,4	-103,1	18,5	7 623,5	7 642,0	جانفري
											ي
2 237,7	1,5	2 239,2	374,9	633,9	-3465,1	-2456,3	-217,1	29,6	7 850,4	7880,0	فيفري
											ي
2 265,8	1,5	2 267,2	371,7	652,1	-3702,9	-2679,1	-411,8	24,1	8 086,8	811 0,9	مارس

المصدر: النشرة الإحصائية الفصلية، بنك الجزائر، ديسمبر 2008، ص 10.

المطلب الثاني: تكلفة تعميم احتياطات الصرف الأجنبية في الجزائر

تشكل احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر المصدر الأساسي للإصدار النقدي بينك الجزائر لا سيما أنها تغطي جزء كبير من الكتلة النقدية بمفهوم M2.

إن عملية تنقيد الموارد بالعملة الصعبة الداخلة للجزائر و المتنازل عنها بينك الجزائر بقوة القانون و ذلك فيما يتعلق بصادرات المحروقات، شكل تحديا بالنسبة لإدارة السياسة النقدية في الجزائر، خاصة عندما يترافق مع ارتفاع معدلات التضخم ونمو السيولة البنكية.⁽¹⁾

ففي ظل هذا التحدي عمل بنك الجزائر على تعميم احتياطات الصرف الأجنبية من خلال السياسة المالية و المتمثلة أيضا في حساب الخزينة لدى بنك الجزائر (الحساب الجاري و صندوق ضبط الموارد)، و من خلال أدوات سوقية و المتمثلة في امتصاص السيولة الفائضة بواسطة إدارة مرنة و منسقة للوسائل الغير المباشرة للسياسة النقدية.

أولا: الحساب الجاري و صندوق ضبط الموارد:

إذا لم تتفق الحكومة الإيرادات من الجباية البترولية فإن هذه الأخيرة، تحمل إجمالا إلى حساب الخزينة المفتوح في دفاتر بنك الجزائر، بهذا الشكل تكون الجباية البترولية قد عقت⁽²⁾، و بالتالي لم

- بنك الجزائر، المرجع السابق، ص 185.

- بنك الجزائر، التطورات الاقتصادية و النقدية في الجزائر، تقرير بنك الجزائر، أكتوبر 2008، ص 170.

الفصل الثالث: اثر مستوى احتياطات الصرف على الاقتصاد الكلى - حالة الجزائر-

يتم تعدادها كعنصر من عناصر الكتلة النقدية، و تجدر الإشارة إلى ودائع الخزينة (الحساب الجاري و صندوق ضبط الإيرادات) تشكل دينا للدولة على النظام البنكي في الجزائر، أي لا تظهر الموجودات النقدية للدولة الناتجة عن فائض إدارها على استثمار في الكتلة النقدية بمجرد إيداعها في حساب الخزينة لدى البنك المركزي و هي في حسابات الخصوم من ميزانية بنك الجزائر.

1- ماهية صندوق ضبط الإيرادات FRR:

إن صندوق ضبط الموارد هو صندوق ينتمي إلى الحسابات الخاصة للخزينة و بالضبط إلى حسابات التخصيص الخاص رقم 103-302⁽¹⁾، و هو عبارة عن حساب حكومي لدى بنك الجزائر بالدينار الجزائري بعنوان صندوق ضبط الموارد⁽²⁾.

2- إنشاء صندوق ضبط الإيرادات:

إن إنشاء صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر يعود إلى سنة 2000، و الذي تزامن مع إرتفاع قياسي في أسعار النفط، مما سمح لموازنة الدولة بتسجيل فوائض مالية قياسية، إذ حقق رصيد الموازنة العامة للدولة فائضا قدر ب: 4.000 مليار دج بسبب إرتفاع إيرادات النفط إلى 1213,20 مليار دج. بحيث يعمل الصندوق على إمتصاص الفوائض الجبائية البترولية التي تفوق السعر المرجعي للنفط الذي على أساسه يتم إعداد الموازنة، حيث يبلغ السعر المرجعي 19 دولار للبرميل، أما الآن فيبلغ السعر المرجعي للنفط 37 دولار للبرميل، فهو إحدى الآليات المستحدثة بموجب قانون المالية التكميلية لسنة 2000 يهدف إلى تمويل النفقات العامة في حالة حدوث نقص في الإيرادات العامة، و التي تنتج في الغالب عن تقلبات أسعار النفط، و بالتالي عندما تزيد أسعار النفط منن السعر المعتمد لإعداد الموازنة (السعر المرجعي)، فالإيرادات الناجمة عن الفرق بين السعر الفعلي و السعر المرجعي تذهب لتمويل الصندوق⁽³⁾ ليتم استعمال موارد هذا الصندوق في ضبط نفقات و توازن الموازنة العامة.

و يفيد في هذا الحساب ما يلي:

❖ جانب الإيرادات: فوائض القيم الناتجة على مستوى تجاوز الإيرادات الجبائية البترولية لتقديرات قانون المالية.

تتسقات بنك الجزائر هو قيمة لتسيير المديونية الخارجية بكيفية فعالة.

كل الإيرادات الأخرى المتعلقة بالصندوق.

❖ أما جانب النفقات:

1 . Fonds de régulation des recettes, The revenue regulation fund.

2.- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 732، الجزائر، نوفمبر 2006، ص16.

3 - عبد المجيد قدي، الاقتصاد الجزائري و النفط: فرص و تعديلات، مداخلة، المؤتمر العلمي الدولي: التنمية المستدامة و الكفاءة الإستخدامية للموارد المتاحة جامعة سطيف، 08 أفريل 2008، الجزائر ص5.

الفصل الثالث: أثر مستوى احتياطات الصرف على الاقتصاد الكلي - حالة الجزائر-

تمويل عجز الخزينة دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دج.
تخفيض المديونية العمومية.

إن صندوق ضبط الإيرادات هو حساب لدى بنك الجزائر بالدينار، و لدينا الجدول التالي يبين التدفق السنوي لموارد الصندوق (بليار دج)

فمن خلال هذا الصندوق قامت الحكومة بتعقيم أثر هذه السيولة على الاقتصاد، من خلال الحفاظ على إستقرار الأسعار، و بالتالي انخفاض معدلات التضخم، يؤدي إلى رفع حجم السيولة النقدية المتداولة في الاقتصاد، إلا أن هذه الأداة من أدوات التعقيم تزيد من دائنية الحكومة لبنك الجزائر.

ثانيا: ادوات السياسة النقدية

مع تطور صافي الأصول في الأجنبية في النظام المصرفي، و ظهور فائض السيولة في سنة 2001، لم يعد بنك الجزائر يمثل مصدر عرض السيولة لفائدة المصارف. ويعتبر من المفيد التذكير بأن تكوين السيولة البنكية يعتبر إلى حد بعيد مرتبطا بتطور مجموع الموجودات الخارجية الصافية الذي يؤدي بدوره إلى التوزيع النقدي، حتى ولو كان جزءا من تنقيد احتياطات الصرف الأجنبي يغذي صندوق ضبط الإيرادات¹ أمام هذه السيولة الفائقة، قام بنك الجزائر بالتدخل على مستوى السوق النقدية باستعمال عدة أدوات لامتناس فائض السيولة وتعقيمها²

فمن أجل احتواء هذا الفائض الهيكلية من السيولة لدى الجهاز المصرفي والحد من آثاره ، ففي سنة 2007 كشف بنك الجزائر تدخلاته من خلال أدوات تعقيم السيولة المغلة للفوائد الجدول رقم(3-20) :معدلات الفائدة المطبقة من طرف البنك الجزائر في عمليات امتناس فائض السيولة

(نسبة مئوية)

	الاحتياطي الإجمالي	الودائع المغلة لفائدة	استرجاع السيولة	
			3 اشهر	7 ايام
نهاية 2006	1	0.3	2	1.25
نهاية 2007	1	0.75	2.5	1.75
نهاية 2008	0.75	0.75	2	1.25

المصدر :بنك الجزائر، النشرة الإحصائية ، العدد4 سبتمبر، 2008، ص18

بنك الجزائر، التقرير السنوي 2008، مرجع سابق ص 191¹

OECD, African economic Outlook, france, 2008, P111 - ²

الفصل الثالث: اثر مستوى احتياطات الصرف على الاقتصاد الكلى - حالة الجزائر-

1 - استرجاع السيولة بواسطة نداءات العرض:

وهي تقنية سحب السيولة من السوق النقدية واستعملت من طرف بنك الجزائر ابتداء من شهر افريل 2002. ففي خلال سنة 2007 جرت عملية استرجاع للسيولة عن طريق نداءات العروض لفترة 7 أيام و3 أشهر، وكان المبلغ موضوع المناقصة يقدر بـ 802.28 مليار دينار ويوزع على النحو التالي:

- استرجاع السيولة لثلاثة (03) أشهر: 324.3 مليار دج

- استرجاع السيولة لمدة سبعة أيام: 478.25 مليار دج¹

ويبلغ معدل الفائدة لاسترجاع السيولة لمدة ثلاثة أشهر 2% بينما لمدة سبعة أيام 1.25% وهذا خلال سنة 2008

2/التسهيل الخاصة لوديعة المغلة لفائدة:

وهي أداة ادخلها بنك الجزائر في أوت 2005، والتي تسمح للمصارف بانجاز ودائع لمدة 24 ساعة لدى بنك الجزائر، وتمثل في سنتي 2007 و2008 أهم ادوات السياسة النقدية في الجزائر لاسترجاع السيولة، وتسمح هذه الأداة بتسيير خزينة المصارف في المدى القصير. وقد بقيت هذه الأداة مستعملة من طرف المصارف بنشاط كبير قصد تعقيم جزء من الفوائض خزائهم، إلى أن بداية من 2007 بدأ دورها يتراجع لصالح استرجاع السيولة (وسيلة سوق)، انخفضت حصتها امتصاصها للسيولة إلى 12.42% ومن الواجب التذكير أن هذه الأداة تركت لمبادرة البنوك وبالتالي فهي بدون حدود.

ومبلغ معدل الفائدة على الودائع المغلة لفائدة 0.75% خلال سنة 2008

3/وسيلة الاحتياط الإجمالي:

تطورت الاحتياطات الإجمالية التي تحسب بضرب وعاء الاحتياطات من الودائع بالدينار في معامل الاحتياطي المحدد من طرف بنك الجزائر ب: 6.5% ومعدل الفائدة عليها هو 1% وتمثل ما بين 17% ← 20% من السيولة البنكية في بنك الجزائر ولقد قام بنك الجزائر في سنة 2008 برفع معدل الاحتياطي الإجمالي 8%².

يعتبر صافي الأصول الأجنبية المتغير التفسيري لفائض السيولة في السوق النقدي حتى لو كان جزءا من احتياطات النقد الأجنبي قد عقت واقعا، إن أثر الزيادة في الحساب لدى بنك الجزائر على السيولة البنكية قد تم التخفيف من حدته جزئيا بواسطة التعقيم الذي تقوم به الخزينة والمتمثل في الارتفاع الجوهري في ودائعها لدى بنك الجزائر.

المطلب الثالث: تكلفة الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطات في الجزائر

اولا- الفرق بين الإنتاجية الحدية لرأس المال وسعر الفائدة على استثمار الأصول المالية الأجنبية:

محمد لكصاسي، الوضعية النقدية وسير السياسة النقدية في الجزائر، النقد العربي، ابوظبي، 2004، ص16¹

- بنك الجزائر، التقرير السنوي، عدد 2007 مرجع سابق، ص154²

الفصل الثالث: أثر مستوى احتياطات الصرف على الاقتصاد الكلي - حالة الجزائر -

هناك بديل آخر لاستثمار الاحتياطات في الخارج وهو الاستثمار المحضي حيث يمكن استعمال هذه الاحتياطات في إسترداد المزيد من الواردات من السلع الرأسمالية أو الوسيطة لزيادة القدرة الإنتاجية للمنشات القائمة لتحسين معدل النمو الاقتصادي وفي هذه الحالة فإن تكلفة الفرصة البديلة عبارة عن قيمة الناتج المحلي الإجمالي الذي كان من الممكن تحقيقه إذا استخدمت هذه الاحتياطات المتاحة في استرداد المداخلات الضرورية لزيادة الإنتاج كما أن المشروعات الصغيرة (وعلى الخصوص الصناعية) في الجزائر تواجه عدة مشاكل منها مشكل التمويل، الذي يحد من قدرتها الإنتاجية. من أجل ذلك قامت الجزائر بإطلاق برامج إنعاش اقتصادي والمعمولة من احتياطات النقد الأجنبي وهذه البرامج هي¹

- برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي (2001-2004) خصص له 7 مليار دولار

- برنامج تكميلي لدعم النمو (2005-2009) خصص له أكثر من 150 مليار دولار من الاحتياطات.

فلقد تم تخصيص جزء كبير من الاحتياطات لتنفيذ هذه البرامج في الجزائر واستخدامه في زيادة حجم الاستثمارات المحلية، ان هذا البديل يرتبط بمدى قدرة السوق المحلية على الاستيعاب ، والملاحظ ان القدرة الاستيعابية للاستثمار² تتخفف اثناء الفترات القصيرة الاجل ، نظرا لزيادة حجم الاستثمار بحيث يكون الاقتصاد غي قادر على استيعاب الاستثمارات لعدم انتاجية رؤوس الاموال ، ولهذا فان اي اضافة لراسمال لن تضرب عائدا للدخ القومي مما يشجع على هذا الاستثمار.

ثانيا/الفرق بين العائد من توظيف الاحتياطي والعائد على الأصول الخارجية طويلة الأجل:

يكن استثمار هذه الاحتياطات في أصول قصيرة الأجل تدر عائدا أكبر مما تدره الأصول قصيرة الأجل، وتكلفة الفرصة البديلة في هذه الحالة يمكن حسابها باعتبارها الفرق بين العائد الأولي المتحقق من الأصول قصيرة الأجل والعائد من أعلى البدائل إيرادا.

فالملاحظ أن العائد على توظيف احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر يدر عائد بين 3% و 4% خلال سنة 2004³، في حين أن لو استثمرت جزء من هذه الاحتياطات في أصول خارجية طويلة الأجل لكان العائد أعلى.

وهو ما يلاحظ من خلال تجزئة صندوق الثروة السيادي للنرويج الذي يستثمر جزء من احتياطاته في أصول طويلة الأجل في الخارج، حيث كان معدل العائد السنوي أكثر من 5% منذ سنة 1997⁴

زايدي بلقاسم، احتياطات الصرف وتمويل التنمية في الجزائر مرجع سابق ص 25¹

- يسرى محمد ابو العلا ، تحديد مفهوم الطاقة الاستيعابية لاستثمارات المالية العربية، دار الفكر العربي، 2008، ص 57²

صندوق النقد الدولي، تقرير خيرة حول الجزائر، رقم 108/09 واشنطن 2009 ص 10³

⁴ BIS, Quartrey review, june 2008 p50

الفصل الثالث: اثر مستوى احتياطات الصرف على الاقتصاد الكلى - حالة الجزائر-

ويعتبر الفرق عن تكلفة فرصة بديلة أو ما يسمى تكلفة السيولة أو " علاوة السيولة" جزئيا مشكل المكون للاستثمار والذي كان يمثل مشكلة كبيرة في السنوات الماضية، بسبب قيد ندرة العملات الصعبة والذي تشكل عائقا أمام تنفيذ العديد من المشروعات الاستثمارية لكن الإشكال المطروح هو أن ضمن القدرة الاستيعابية المتوفرة.

ثالثا: الفرق بين تكلفة الإفتراض الخارجي و عوائد توظيف الإحتياطي:

إنطلاقا من الفكر الإقتصادي الرشيد، قامت الجزائر بتخفيض الدين الخارجي⁽¹⁾ للتقليل من تكلفة الفرصة البديلة لحياسة إحتياطات الصرف الأجنبي، إن الحكومة تنظر إلى سداد الدين الخارجي باعتباره البديل المناسب، و ذلك لأن الدولة تعطي أولوية عالية لسداد الديون الخارجية في موعدها، لأنها بسداد الدين الخارجي تحتفظ بالجدارة الإنتمائية العالية.

و تقاس هذه التكلفة من خلال طرح تكاليف الإفتراض الأجنبي للبلد مطروحا منه ما تكسبه من عوائد من توظيفها لإحتياطات الصرف الأجنبي (في حالة سندات الخزينة الأمريكية لمدة 03 أشهر). انظر الجدول التالي

الجدول (3-21) : الفرق بين سعر الفائدة على سندات الخزينة الأمريكية وأسعار الفائدة على

الدين الخارجي الجزائري (%)

السنوات	اسعار فائدة السندات الامريكية	اسعار فائدة الدين الخارجي
2000	6	6,6
2001	5	6,4
2002	4,6	5,4
2003	4	4,8
2004	4,2	4,8
2005	4,3	/

المصدر: دربال عبد القادر ، ادارة المداخل النفطية وصناديق الثروة السيادية ،

ملتقى دولي، التنمية المستدامة، سطيف افريل 2008 ،ص67

- يتكون الدين الخارجي من الديون الطويلة الأجل من المصادر الرسمية و الخاصة و الديون قصيرة الأجل و تسهيلات صندوق النقد الدولي¹ و الديون الخاصة الغير المضمونة.

الفصل الثالث: اثر مستوى احتياطات الصرف على الاقتصاد الكلى - حالة الجزائر-

1- تطور الدين الخارجي:

بعد إعادة جدولة الدين الخارجي لدى نادي "باريس" و نادي "لندن" 1994 و 1998 لمواجهة حدة عبء المديونية الخارجية، سمح التحسن في الوضعية المالية الخارجية للجزائر إبتداء من سنة 2000، بنقل مؤشرات الدين الخارجي إلى مستوى يمكن تحمله، خصوصا بعد سنة 2004 بعد تنفيذ التسديدات المسبقة و البالغة 1,6 مليار دولار لدائنيها.

و هو ما يشهد على نجاح سياسة تقليص الدين الخارجي للجزائر و مستوى الأمن المالي الخارجي للبلد، أي استخدام جزء من الإحتياطات في السداد المبكر للدين الخارجي العالي التكلفة و هو ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (3-22) التسديد المسبق للديون الخارجية (ملايين الدولارات)

الدول الدائنة	مبالغ التسديد
فرنسا	1.600
السويد	92
البرتغال	20
هولندا	45
بلجيكا	225
الدنمارك	45,4
النمسا	369
الولايات المتحدة الأمريكية	625
كندا	255
إسبانيا	15,6
أستراليا	11,8
فلندا	20,20

المصدر: زايري بلقاسم، إحتياطات الصرف و تمويل التنمية في الجزائر، مجلة بحوث إقتصادية عربية، العدد 41، 2008، ص 23

و في ماي 2006 تسارعت وتيرة التسديد عندما وقعت الجزائر إتفاق متعدد الأطراف مع نادي باريس ليسمح لها بتسديد مسبق لديونها الثنائية و المقدرة بحوالي 7,9 مليار دولار، و بلغ إجمالي الإتفاقات الموقعة 12 إتفاقا مع دائنيها، و في نهاية جوان 2006 قامت بتسديد 4,3 مليار دولار لدائنيها من نادي باريس، بالإضافة إلى ما سبق وقعت الجزائر إتفاقا مع روسيا لمسح الدين مقابل شراء تجهيزات روسية.

2- هيكل الدين الخارجي:

لا يمثل الدين الخارجي اليوم سوى 5,605 مليار دولار في نهاية سنة 2008 منها 4,582 مليار دولار متوسطة و طويلة الأجل و 1,023 مليار دولار ديون قصيرة الأجل (لمدة تقل عن 12 شهرا)، حيث بلغت المديونية الخارجية متوسطة و طويلة الأجل في سنوات 2002، 2003، حوالي 22,5-23 مليار دولار و بدأت في الإنخفاض في سنة 2004 ، حيث تناقصت 16,485 مليار دولار في نهاية 2005 ، لتصل إلى 5,062 مليار دولار نهاية 2006 ، لتصل إلى 4,889 مليار دولار سنة 2007 ، لتصل إلى 4,582 مليار دولار في نهاية سنة 2008.

و تتضمن الديون الخارجية ما يلي:⁽¹⁾

❖ دينا خارجيا غير مضمون من طرف الدولة أو هيئة عمومية، الذي بدأت أهميته تزداد اعتبارا من سنة 2003، يرتفع هذا الدين ذي الطبيعة الخاصة إلى 1,067 مليار دولار نهاية 2007، بينما كانت تقل عن 20 مليون دولار في نهاية 2000، و يتعلق الأمر بدين تم التعاقد بشأنه من طرف المؤسسات الخاصة، التي توجد تحت الرقابة الأجنبية بشكل كلي، و التي قامت باستثمارات مباشرة في الجزائر. بعد التسديد الكلي للقروض المتأتية من إعادة الجدولة، يبين هيكل قائم الدين متوسط و طويل الأجل حسب نوع القروض في نهاية 2007 اتجاها جديدا.

تمثل القروض الثنائية 79% من قائم الدين الخارجي متوسط و طويل الأجل و تتوزع بين قروض تجارية مضمونة (45%) و قروض حكومية (34%).

بلغت القروض المالية من جانبها 14,5% في 2006 و 16,3% في 2007 من قائم الدين متوسط و طويل الأجل، تعرف هذه القروض ارتفاعا نسبيا جوهريا لتبلغ 796 مليون دولار نهاية 2007 مقابل 736 مليون دولار سنة 2006 و أقل من 100 مليون دولار في سنوات 2000 و 2001.

لا تمثل القروض متعددة الأطراف أكثر من 5% من قائم الدين الخارجي متوسط و طويل الأجل في نهاية 2007 مقابل 8% نهاية 2006، و تتوزع بين الدائنين الرئيسيين المتمثلين في البنك العالمي و البنك الأوروبي للإستثمار.

من جهة أخرى، يبلغ قائم الدين العمومي أو المضمون من قبل هيئة عمومية 1,271 مليار دولار، و هو ما يمثل 26% من الدين الخارجي متوسط و طويل الأجل في نهاية 2007 تباع لعمليات التسديد المسبق، مقابل 20% في سنة 2006. و الجدول التالي يوضح ما سبق:

-بنك الجزائر ، النشرة الإحصائية، العدد 4، مرجع سابق، ص 111

الفصل الثالث: اثر مستوى احتياطات الصرف على الاقتصاد الكلى - حالة الجزائر -

الجدول (3-23) هيكل الدين الخارجي في الجزائر خلال الفترة (2003-2008) - بالمليار دولار

2008	2007	2006	2005	2004	2003	انواع الدين الخارجي
0,181	0,226	0,402	2,588	4,227	5,029	قروض متعددة الأطراف
0,100	0,100	0,100	0,000	0,000	0,710	إصدارات سنديّة
3,613	3,851	3,894	4,116	5,212	5,265	قروض ثنائية الأطراف
2,250	2,175	1,879	2,192	1,833	1,414	قروض حكومية مباشرة
1,363	1,676	2,015	1,924	3,379	3,851	قروض مشري و مورد مضمونة
0,676	0,696	0,636	0,573	0,508	0,438	قروض مالية
0,676	0,276	0,101	0,152	0,402	0,266	قروض مالية و قروض الإيجار
0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	عمليات إعادة الهيكلة
0,000	0,420	0,535	0,421	0,106	0,172	تمويل التسبيقات
0,212	0,016	0,030	0,097	0,094	0,227	قروض تجارية غير مضمونة
0,212	0,016	0,030	0,097	0,094	0,227	قروض الموردين
-	-	-	-	-	-	قروض أخرى
0,000	0,000	0,000	9,111	11,370	12,244	قروض إعادة الجدولة
0,000	0,000	0,000	8,153	9,971	10,523	دائنون رسميون
0,000	0,000	0,000	0,958	1,399	1,721	دائنون آخرون
4,582	4,889	5,062	16,485	21,411	23,203	مجموع الديون متوسطة و طويلة الأجل
1,023	0,717	0,550	0,707	0,410	0,150	*مجموع الديون قصيرة الأجل
5,605	5,606	5,612	17,192	21,821	23,353	مجموع الدين الخارجي

* لمدة أقصاها سنة

المصدر: بنك الجزائر، التقرير السنوي، اكتوبر 2007، ص246

يمثل هيكل الدين حسب العملة الصعبة تغيرا طفيفا في حصة العملات الصعبة الرئيسية المكونة للدين الخارجي مقارنة مع 2006، إنتقلت حصة الدولار التي كانت تمثل 43% في 2006 إلى 40% في 2007، بينما إنتقلت حصة الأورو إلى 49% في 2007 مقابل 47% في 2006، انخفضت حصة الدين إلى 4% في 2007 مقابل 5% في 2006، اختفت حقوق السحب الخاصة و العملات الصعبة

الفصل الثالث: اثر مستوى احتياطات الصرف على الاقتصاد الكلى - حالة الجزائر -

المرتبطة بها بشكل شبه كلي من هيكل الدين الخارجي للجزائر بينما تمثل العملات الأخرى 7% في سنة 2007.

تدهور معدل صرف الدولار طوال سنة 2007، حيث انتقل سعر الأورو/دولار من 1,3175 في نهاية 2006 إلى 1,4715 في نهاية 2007، انتج هذا التطور أثرا سلبيا للصرف تسبب في ارتفاع قائم الدين بمبلغ 277 مليون دولار، قدر الأثر السلبي على خدمة الدين الخارجي في سنة 2007 بمبلغ 30 مليون دولار.

كما تغير توزيع الدين الخارجي متوسط و طويل الأجل حسب معدلات الفائدة بشكل طفيف كما

يلي:

انتقلت حصة الدين ذي معدل الفائدة الثابت من 72% في 2006 إلى 78% في 2007.

تراجعت حصة الدين ذي معدل الفائدة المتغير من 28% في 2006 إلى 22% في 2007.

3- نسب المديونية:

من أجل إستكشاف وضع المديونية الخارجية للجزائر، يتم إحتساب مؤشر نسبة الدين العام الخارجي القائم في ذمة الجزائر إلى الناتج المحلي الإجمالي لقياس عبأ المديونية الخارجية من اعتبار أن هذه النسبة تدل على قدرة الإقتصاد على تحمل أعباء الدين الخارجي و إمكانية استمراره في القيام بذلك⁽¹⁾، ثم إحتساب مؤشر نسبة خدمة الدين العام الخارجي إلى الصادرات من السلع و الخدمات، و الذي يقيس عبء المديونية الخارجية بدلالة قدرة الإقتصاد على تغطية مديونية خارجية بعائدات صادراته.

و تؤكد مؤشرات الدين الخارجي متوسط و طويل الأجل تحسنا واضحا في وضعية المديونية

الخارجية للجزائر منذ بداية سنوات 2000، كما يشهد على ذلك على الخصوص:

- إستمرار تراجع نسبة الدين الخارجي/إجمالي الناتج المحلي التي انتقلت من 19,3% في 2005 إلى 4,44% في 2006 لتبلغ 3,62% في 2007.

و يفسر هذا الأمر بارتفاع إجمالي الناتج الداخلي بشكل أسرع من الدين الخارجي، و يعتبر ذلك أقل بكثير من الذروة التي تحققت عند مستوى 76% و التي تم بلوغها في 1995، أي مرحلة إعادة الجدولة.

- إنخفضت نسبة خدمة الدين/صادرات السلع و الخدمات إلى 2,26% في 2007 مقابل 4,15% في 2006.

. صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، مرجع سابق ص 166.

الفصل الثالث: اثر مستوى احتياطات الصرف على الاقتصاد الكلى - حالة الجزائر-

- تتبع نسبة فوائد/صادرات السلع و الخدمات منحنى تنازليا منذ 1995، باستثناء سنة 1998 حيث وصلت إلى 18,3% بسبب الإنخفاض الكبير في الصادرات، نزلت هذه النسبة إلى 2,2% في 2005 ثم انخفضت إلى 1,05% في 2006، و إلى 0,33% في 2007.

- بلغت نسبة الدين الخارجي/صادرات السلع و الخدمات مستوى 0,08% في 2007، و لم تتوف عن التحسن منذ 1995، باستثناء سنة 1998 بالنظر إلى مستوى أسعار المحروقات في تلك السنة.

سمحت إستراتيجية تخفيض الدين الخارجي متوسط و طويل الأجل عن طريق التسديد المسبق بتخفيض نسبة الدين الخارجي/إجمالي الناتج الداخلي إلى حوالي 3,6% مقابل حوالي 58% في 1999، في الوقت الذي لم تعد فيه نسبة خدمة الدين الخارجي مقارنة بصادرات 2007 من السلع و الخدمات تمثل سوى 2,26% في 2007.

في الأخير سمح التنفيذ المستمر للقرار الإستراتيجي المتعلق بتخفيض الدين الخارج للجزائر

إستعمالا إقتصاديا كفئا للموارد المالية المتاحة،

لاسيما و أن الإضطرابات في الأسواق المالية الدولية منذ منتصف 2007 قد أدت إلى تشديد

شروط القرض في البنوك الدولية.

حيث قام بنك الجزائر بتقليص تكلفة الفرصة البديلة لحيازة الإحتياطي و إذا قارنا بين ما تدفعه

الجزائر الدين الخارجي و العائد في الإحتياطات نجد أن الدفع المسبق للدين الخارجي مبرر إقتصاديا.

الفصل الثالث: اثر مستوى احتياطات الصرف على الاقتصاد الكلى - حالة الجزائر-

خلاصة الفصل الثالث:

لقد اظهر تطور الاقتاد الكلى للسنوات الثمانية الاخيرة 2000-2007 استمرار الفائض في الادخار عن الاستثمار كميزة ، هيكلية للاقتصاد الوطني ن وقد تاكد ذلك من خلال متانة الوضعية المالية الخارجية للجزائر ن والتي تعبر عن تسيير سليم للاقتصاد الكلى ، والذس ساهم في ارساء دعامة مقاومة الصدمات الخارجية من خلال تراكم الاحتياطات الرسمية لدى بنك الجزائر .

ان اعادة تكوين احتياطات الصرف الرسمية للصرف منذ سنة 2000 واستمرار تراكمها ن خصوصا خلال سنة 2007، جعل من الاحتياطات التي يحوزها بنك الجزائر تشكل المصدر الاساسي للاصدار النقدي ، وتزامنت الزيادة المستمرة في الاحتياطات في السنوات الاخيرة مع تنوع عملات التوظيف من اجل تسيير حسن للاحتياطات، مما سمح لبنك الجزائر بمواجهة الاضطرابات في الاسواق المالية الدولية .

وفي اطار تخفيض تكلفة الفرصة البديلة لحياسة هذا المستوى من الاحتياطات قام بنك الجزائر ، بتسديد المسبق للدين الخارجي ، مما سمح بتسيير كفاء للموارد المالية المتاحة ، فبالنظر الى الاضطرابات المالية الدولية وفي ظل انخفاض اسعار النفط يشكل المستوى الهام من الاحتياطات وضمانا امام هذه الصدمات ، وبالتالي تكون استمرارية ميزان المدفوعات قدتم تامينها .

الخاتمة العامة

خاتمة عامة:

تعد احتياطات الصرف الاجنبي من اكبر التحديات التي تواجه السلطات النقدية للدول، والتي تراكمت لديها بفعل الفوائض المالية في الحساب الجاري وفوائض الحساب الراسمالي، ان امتلاك الاحتياطات الدولية بالمستوى الكافي امر مهم بالنسبة للاقتصاد ، فبفضل الاحتياطات يتمكن الاقتصاد من خفيض تكاليف التكيف جراء الصدمات الخارجية وتقلبات اسعار الصرف.

ان امتلاك الاحتياطات من النقد الاجنبي لا يخلو من التكاليف التي يتحملها الاقتصاد ، فالادارة الجيدة للاحتياطات هي التي توازن بين منافع وتكاليف حيازة هذه الاحتياطات .

وقد تمكنا مبدئيا من الخروج ببعض النتائج والتوصيات من واقع مراحل إنجاز هذا البحث، وتمثلت في الآتي ذكره.

نتائج اختبار الفرضيات:

فادتنا هذه الدراسة إلى استخلاص النتائج التالية بخصوص الفرضيات المطروحة في المقدمة:

- أما الفرضية الأولى والتي مفادها أن احتياطات الصرف الاجنبي عبارة عن اصول مالية اجنبية مملوكة للحكومات ، فقد أثبتت هذه الدراسة صحة هذه الفرضية جزئياً فقط، لأن هناك اصولاً حكومية أخرى والتي كما أسلفنا لا تعتبر تحت تصرف البنك المركزي ، وبالتالي لا تدخل ضمن احتياطات الصرف الاجنبي.

- وفيما يتعلق بالفرضية الثانية والتي سمح لنا هذا البحث من تأكيدها، هي أن للمستوى المتراكم من احتياطات الصرف الاجنبي للبنوك المركزية انعكاسات اقتصادية كلية ايجابية وسلبية، فالمنافع الاقتصادية الكلية تتمثل في التامين ضد الصدمات الاقتصادية الخارجية، من انخفاض عائدات التصدير وارتفاع اسعر الواردات وكذلك كتامين ضد تقلبات اسعار الصرف ، اما التكاليف الاقتصادية الكلية فتتمثل في تكلفة التعقيم وتكلفة الفرصة البديلة.

- أما ثالث فرضية والتي مكننا هذا البحث من تأكيدها ايضا هي أن أهم تاثير ايجابي لاحتياطات الصرف بينك الجزائر انها كتامين ضد الصدمات الخارجية والمتمثلة في انخفاض اسعار النفط عن السعر المرجعي وكذا ارتفاع اسعار الواردات وكتامين ضد تقلب سعر صرف الدينار الجزائري، اما التأثير السلبي فيتمثل في تكاليف التعقيم التي يتحملها بنك الجزائر عند ادارته لفائض السيولة في الجهاز المصرفي، بالاضافة الى تكاليف الفرصة البديلة التي يتحملها الاقتصاد جراء تركيمه لهذه المستوى من الاحتياطات.

- نتائج البحث:

إن أهم النتائج التي يمكن أن نستخلصها من خلال دراستنا لهذا الموضوع تتمثل فيما يلي:

- ان احتياطات الصرف الاجنبي تتمثل في الاصول المالية الاجنبية المملوكة للسلطات النقدية وتتمتع بالسيولة، لاستعمالها لاغراض ميزان المدفوعات واسعار الصرف ، فكل اصل مالي اجنبي غير مملوك للسلطة النقدية ولايتمتع بالسيولة لايعتبر اصلا احتياطيا.
- تتمثل الاصول الاحتياطية التي يمكن حيازتها من طرف البنوك المركزية في الذهب النقدي ، العملات الاجنبية على شكل سندات خزينة اجنبية او ودائع في بنوك اجنبية. بالاضافة الى حقوق السحب الخاصة وشريحة الاحتياطي .
- تكمن مصادر تراكم احتياطات الصرف الاجنبي في فوائض الحساب الجاري وفوائض الحساب الراسمالي ، فبتدخ البنك المركزي في سوق الصرف بشراء العملات الصعبة مقابل العملة المحلية تحدث عملية التراكم للاحتياطات.
- يعتبر احتياطي الصرف الاجنبي كتامين ضد الصدمات الاقتصادية الخارجية المتمثلة في انخفاض اسعار النفط بالنسبة للبلدان المصدرة للنفط ، وكتامين ضد ارتفاع اسعار الواردات ، بالنسبة للبلدان المستورد الصافية للواردات ، فمن خلال تكوين هذه الاحتياطات في اوقات الرفاه والنمو القوي يكون من السهل تمهيد الانفاق والاستثمار في اوقات الازمات .
- يعتبر المستوى الكافي من الاحتياطات امرا مهما بالنسبة للاقتصاد ، فالمستوى الامن يجنب الدولة سياسات اقتصادية واجتماعية غير مرغوبة في حالة عدم وجود الاحتياطات اوعدم كفايتها ويعبر عن المستوى الكافي في الغالب عن نسبة الاحتياطات الى الواردات (معدل التغطية)، ونسبة الاحتياطات الى الكتلة النقدية ونسبة الاحتياطات الى الدين الخارجي قصير الاجل .
- لاحتياطات الصرف الاجنبي دور مهم ايضا بالاضافة الى نظرية التامين الذاتي ضد الصدمات الخارجية ، نجد نظرية ادارة اسعار الصرف ،حيث نجد ان سياسة الصرف المتبعة من قبل البلد تؤثر في المستوى الواجب توافره من الاحتياطات، ففي ظل نظام سعر الصرف الثابت يحتاج البلد الى مستوى اكبر من الاحتياطات ثم نظام التعويم المدار .
- يعبر مؤشر مقاومة ضغوطات اسعار الصرف على انه ضغوطات اسعار الصرف المدفوعة بالكامل بالاحتياطات من الصرف الاجنبي ،كما تعتبر عملية تراكم الاحتياطات مفيدة في عدم ارتفاع اسعار الصرف الحقيقية والتي تؤدي الى انخفاض القدرة التنافسية للاقتصاد.
- بالاضافة الى المنافع السابقة للاحتياطات ،الا ان هناك تكلفة فرصة بديلة يتحملها الاقتصاد جراء الاحتفاظ بهذه الاحتياطات وتتمثل في الاستثمار الخارجي ذا عائد اعلى وتسديد الدين الخارجي ذا فوائد عالية والاستثمار المحلي.
- تعتبر تكلفة التعقيم عن التكاليف المالية التي يتحملها البنك المركزي في ابطال الاثر السلبي لعملية التراكم على القاعدة النقدية والمعروض النقدي .

- من التجارب المهمة في تخفيض تكلفة الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطات نجد صناديق الثروة السيادية والتي تستثمر في اصول عالية العائد .
- يعتبر فائض الحساب الجاري في الجزائر المصدر الوحيد لتراكم احتياطات الصرف الاجنبي وذلك من خلال المستويات القياسية التي بلغت اسعار النفط ، مما مكن الاقتصاد الجزائري من تركيب مبالغ مهمة على شكل احتياطات دولية لبنك الجزائر .
- ان ادارة العملات الصعبة الناجمة من ترحيل نواتج تصدير المحروقات تعد من صلاحيات بنك الجزائر، فوفقا لقانون النقد والقرض 10/90، فمقابل هذا التنازل يحصل هؤلاء الاعوان على المقابل بالعملة المحلية.
- يعتبر احتياطي الصرف الجزائري كتامين ضد انخفاض اسعر النفط عن السعر المرجعي وكتامين ضد ارتفاع اسعار الواردات خاصة الغذائية والانمائية، فاحتياطات الصرف الاجنبي في الجزائر تعتبر اكبر بكثير من المستوى الكافي .
- يقوم بنك الجزائر بتقييم الاحتياطات الدولية من خلال صندوق ضبط الايرادات والذي يعب عن حساب لديه بالدينار ، وكذلك من خلال ادارة السيولة الفائضة في الجهاز المصرفي وهذا ما يحمل بنك الجزائر والاقتصاد تكاليف مالية.
- يتحمل الاقتصاد الجزائري تكلفة فرصة بديلة تتمثل في الفرق بين عائدات توظيفه للاحتياطات في سندات الخزينة الامريكية والبدائل الخارجية الاعلى عائدا ، اما بديل تسديد الدين الخارجي فقد وفق بنك الجزائر في تخفيض هذه التكاليف ، اما البديل المتعلق بالاستثمار المحلي يبقى مرتبطا بضيق الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني .

التوصيات والإقتراحات:

- بعد هذه الإستنتاجات المبدئية والتي توصلنا إليها من خلال القراءات المتعددة والإطلاع على دراسات سابقة، فقد أمكن لنا تقديم بعض من التوصيات والإقتراحات التي نراها حسب رأينا دائما أكثر واقعية، وتتمثل هذه التوصيات مبدئيا في:
- القيام بدراسات قياسية تبين المستوى الكافي من الاحتياطات الذي يتوجب على بنك الجزائر حيازته لاغراض ميزان المدفوعات وسعر الصرف وفقا لما يتميز به الاقتصاد الجزائري من تبعية للنفط وتبعية خارجية للواردات .
- يجب ان تتمتع ادارة الاحتياطات بالحذر ، فعند اختيار الادوات الاستثمارية من كل عملة بعد مراعاة معدل العائد، الحرص تماما على تقليل درجة المخاطر.
- نشر البيانات المتعلقة بمبالغ الاحتياطات والعملات المكونة لها والعند على استثمارها وتبني الشفافية في ادارة هذا المستوى من الاحتياطات.

- العمل على تنويع هياكل الانتاج في الاقتصاد الوطني والتقليل من التبعية للنفط، وذلك باستعمال جزء من الاحتياطات للرفع من الطاقة الاستيعابية للاقتصاد.
- انشاء صندوق سيادي يعمل على الاستثمار في بدائل اعلى عائدا، يكون تح تصرف بنك الجزائر.
- تنويع العملات المكونة لاحتياطات الصرف مع مراعاة التقلبات الشديدة لهذه العملات، والعلاقات التجارية مع الدول الأخرى، وتوظيفها لضمان على الأقل استقرار قوتها الشرائية.
- العمل مع الدول المنتجة للنفط للمحافظة على أسعار المحروقات الحالية لأنها ليست مرتفعة كما يعتقد البعض. فالقيمة الحقيقية للدولار انخفضت بشكل كبير مقارنة بما كانت عليه في السابق.

-آفاق البحث:

المتتبع لخطوات هذا البحث المتواضع يلاحظ أن دراستنا لاحتياطات الصرف الاجنبي وتأثيرها على الاقتصاد الجزائري هي دراسة على مستوى الاقتصاد الكلي، تشمل المنافع والتكاليف الاقتصادية الكلية المصاحبة لعملية تراكم الاحتياطات.

كما يمكننا اقتراح بعض المواضيع والتي يمكن أن تكون كإشكاليات لبحوث أخرى في المستقبل مثل:

- الادارة الحديثة لاحتياطات الصرف الاجنبي بالبنوك المركزية.
- احتياطات الصرف الاجنبي والازمة المالية العالمية الحالية .
- كفاية احتياطات الصرف الاجنبي بالبنوك المركزية.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

الكتب

1. أحمد جامع ، العلاقات الاقتصادية الدولية ، دون دار نشر، دون سنة نشر.
2. إيكارت ورتز، دور الذهب في العملة الموحدة لدول مجلس التعاون، الخليجي، مركز أبحاث الخليج، الإمارات العربية، 2005.
3. جون هدسون، سياسات العلاقات الاقتصادية الدولية، دار المريخ، الرياض 1987.
4. رمزي زكي، الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية، دار المستقبل، مصر، 1994.
5. رمزي زكي، التاريخ النقدي للتخلف، دراسة في أثر نظام النقد الدولي على التكوين التاريخي للتخلف بدول العالم الثالث، سلسلة عالم المعرفة، الكويت، 1987
6. سيد عابد ، التجارة الدولية ، الإسكندرية ، مصر ، 2001 .
7. ضياء مجيد، الاقتصاد النقدي، مؤسسة شباب الجامعة ، مصر 2002.
8. عبد المجيد قدي، مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2004 .
9. عرفان تقي الحسين، التمويل الدولي، مجدلاوي، عمان، الأردن، 2002
10. مجدي محمود شهاب، الاقتصاد الدولي المعاصر، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2006.
11. مجدي محمود شهاب، الوحدة النقدية الأوروبية ، الدار الجامعية ، مصر ، 1997.
12. محمد عبد العزيز عجمية، الاقتصاد الدولي، دراسة نظرية وتطبيقية، جامعة الإسكندرية 2000.
13. محمد عماد الليثي، التبادل الدولي، دار النهضة، مصر، 2002 .
14. محمود حميدات ، مدخل لتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 1996
15. منير إبراهيم هندي، أساسيات في الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف مصر، 1999
16. مورد خاي كريتائيني، ترجمة إبراهيم منصور، الاقتصاد الدولي مدخل للسياسات، دار المريخ، الرياض، السعودية، 2007.
17. هاشم حيدر ، السيولة النقدية الدولية والبلدان النامية، الأهلية للنشر والتوزيع ، بيروت ، 1977
18. هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الدولي، دار تحرير للنشر و التوزيع ، عمان ، 2006 .
19. وسام الملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي قضايا نقدية ومالية، دار المنهل، لبنان، 2001.
20. يسرى أبو العلا، تحديد مفهوم الطاقة الاستيعابية للاستثمارات المالية العربية، دار الفكر العربي، 2008.

الرسائل

1. أمل زكي، عصام عبد الكريم، دور الاحتياطي بالبنك المركزي ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة عين الشمس، مصر، 1997.

الدراسات والأبحاث والتقارير

1. أحمد طلفاح ، التدفقات المالية الدولية ، سلسلة البرامج التدريبية ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت، 2005
2. أكسل بيرتوش، اليورو أكثر عالمية ، مجلة التمويل، دار التنمية، العدد 1، مارس 2007، صندوق النقد الدولي، واشنطن الو.م.ا، ص- د.
3. أن ي كيستر ، تحسين الإبلاغ عن الاحتياطات الدولية ، مجلة التمويل والتنمية ، العدد 2 ، 2000.
4. البنك الأهلي المصري، تطور الاحتياطات الدولية في مصر في ظل برنامج الإصلاح الاقتصادي ، النشرة الاقتصادية، العدد الرابع، 2005.
5. البيرت غرشتين ، تأملات في نظام النقد الدولي ، مجلة التمويل والتنمية ، صندوق النقد الدولي ، جورج، تافرس، الاستخدام الدولي للعملة، مجلة التمويل والتنمية، العدد 2، 1998، صندوق النقد الدولي، واشنطن .
7. جوسلين لنديل -مليز، التكلفة المالية للاحتفاظ بالاحتياطات ،مجلة التمويل والتنمية، ص ن الدولي، 1989 .
8. حاتم مهرا، التضخم في مجلس التعاون الخليجي ودور صناديق النفط في الاستقرار الاقتصادي، ورقة عمل، API/WPSO 702 المعهد العربي للتخطيط.
9. روبا دوتا غوبتا و آخرون ، التحرك نحو مرونة سعر الصرف ، سلسلة القضايا الاقتصادية ، صندوق النقد الدولي ، العدد 38.
10. روبرتو كارداريللي وسليم اليكداغ وايهان كوسيه ، إدارة التدفقات الرأسمالية الكبيرة، آفاق الاقتصاد العالمي ، العولمة وعدم المساواة ، اكتوبر 2007.
11. زايري بلقاسم ، إدارة احتياطات الصرف و تمويل التنمية في الجزائر ، بحوث اقتصادية عربية ، مركز دراسات الوحدة العربية لبنان ، العدد 41 ، 2008.
12. محمد بن علي العقلا، محددات الاحتياط الدولية في الدول العربية، مجلة آفاق جديدة، العدد الثالث، يوليو 1998 ، جامعة المنوفية، مصر.
13. صندوق النقد الدولي ، دليل المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات الصرف الأجنبي ، 2000 .
14. صندوق النقد العربي ، تحولات العاملين في الخارج والتنمية الاقتصادية في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، 2006.
15. عبد الحليم محيسن ،الاقتصاد الخليجي، مجلة اقتصادية دورية، الأمانة العامة لإتحاد غرف مجلس التعاون الخليجي، العدد 90، سبتمبر، أكتوبر 1999.

16. كرسيتين ابراهيم زادة، المرض الهولندي، مجلة التموين والتنمية، العدد مارس، صندوق النقد الدولي، 2005.
17. اللجنة الأحصائية والاجتماعية لغرب آسيا، مسح التطورات الاقتصادية والاجتماعية، الأمم المتحدة، 2007، نيويورك.
18. مجموعة باحثين في صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي، 2008.
19. محمد الحسن الشيخ، تحديد تدفق رأس المال الأجنبي، مجلة المصرفي، البنك المركزي السوداني، العدد 32، السودان 2004.
20. محمد بن علي العقلا، محددات الاحتياط الدولية في الدول العربية، مجلة آفاق جديدة، العدد الثالث، يوليو 1998، جامعة المنوفية، مصر.
21. مصرف سورية المركزي، دراسة حول ربط الليرة السورية بوحدة SDR، مطبوعات مصرف سوريا المركزي، 2007/08/27.
22. هشام حنقل عبد الباقي، تقدير الحجم الأمثل للمعونات الخارجية للاقتصاد البحريني، مجلة البحوث الاقتصادية العربية، مركز دراسات الوحدة العربية، العدد 40 سنة 2007 لبنان.
23. يوري دادوشي، " دور الديون قصيرة الأجل في الأزمة الأخيرة، مجلة التمويل والتنمية، العدد 2، ديسمبر.
24. البنك الدولي، تقرير تمويل التنمية العالمية، واشنطن، 2006.
25. جهاد مرغني، السيولة بين النظرية والتطبيق، مجلة المصرفي، العدد 32، السودان 2001.
26. جوسلين لاندليل- ميلز، التكلفة المالية للاحتفاظ بالاحتياطيات، التمويل والتنمية، ديسمبر 1989.
27. صندوق النقد الدولي، التقرير السنوي، واشنطن، 2008.
28. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

Les ouvrages:

1. François Gauthier, relation économique Internationales, les presses de l'université Laval, 1962
2. Krugman, currency and crisis, Cambridge, UK, 1997
3. Jone williamson, exchange reserves as shock absorbers, series in economic development, oxford university press, 1988.

Les articles et les périodiques

1. Adam elhiraika ,**reserves accumulation in african countries : sources , end effects**,UNECA, work paper, November ,2007
2. Ali a . Bolbol and ayten. M .fatheldin , **analysis of foreign reserves in the Arab countries 1980-2002**. Arab monetary fund , Abu Dhabi , 2005 .
3. Anne.y kester, **international reserves and foreign currency liquidity**,international monetary fund, Washington ,2001 .
4. **Balance of payments manual** , international monetary fund ,Washington, march 2008.
5. Ben- Bassant, and Gottlich "**on the effect of opportunity cost on international reserves holding** "REVIEW of economics and stats this ,USA,1991.
6. Claudio Borio,**FX reserve management:elements: of a framework**,BIS papers N38,march 2008.
7. Enrique Aliberola , monetary policy and reserve accumulation , work paper , no 0706 . 2007 . bank of espana
8. European central bank, the accumulation of foreign reserves, occasional paper series , N°043, 2006 Germany ,
9. Francis y .kumah. a markov-switching approach to measuring exchange market pressure . IMF working paper , IMF , 2007.
- 10.Gabrielle Galati, Philip woold ridge, « **the euro as a reserve currency : a challenge to the pre-eminence of the us dollar ?** BIS working papers , no218. basle.switzerland,2006.p1.
- 11.H.R. Heller, 1976, Optimal International Reserves, in, Economic Journal, Vol Lxxvi, N° 302, June, PP 2096-311.
- 12.Herbert G. Grubel, the International Monetary System, Penguin Modern Economics Texts, Third Edition 1977.
- 13.International Monetary Fund, **Global financial stability report « s w F »** , october 2007.
- 14.J. ONNO , **RESERVE ACCUMILATION OBJECTIVE OR BY Product ?** occasional paper series, n:073,2007,ecb,GERMANY,P23.
- 15.jack boorman, dtrefan ingves international monetary fund (IMF), **issues in reserves adequacy and management**, review of department of monetary and exchange affairs and policy development, October 15, 2001.
- 16.Landel –mills "the demand for internationalreserves and their opportunity cost "ImF STAFF paper Vol 36 n° 3 1989
- 17.m.s mohanty , Philip turnner , bis quarterly review , September n 2006 .p
- 18.Mikko spolander, measuring exchange market pressure , and central bank intervention , bank of Finland studies , E17.1999.
- 19.Norman loayza , **the structural determinants of external vulnerability** , economic review . vol 21 , no 03 .

20. Onno de Beaufort Wijnholds J & Arend Kateyn, 2001, **Reserves Adequacy in Emerging**, IMF Working Paper, Sep, 2001.
21. **Revision of BPM5** : meeting of the IMF committee on Balance of payments statistics , Washington , june 27 - 1 july2005.
22. Robert frenkel , **the sustainability of sterilization policy** , work paper , centre for economic and policy reaserch (CPER), washington , 2007 ,
23. Ronald U , mendoza , **international reserve holding in the developing world : self insurance in a crisis , prone era ?** .
24. **the internnational role of the euro** , european central bank, 2008.
25. Truman , **the evolution of international system** , Tokyo, Japan .1999.
26. world gold council (WGC), **why central Banks hold gold**, london. 2008