جامعة يحي فارس بالمدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

الموضـــــوع:

إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي ودورها في دعم الاستقرار المالي

دراسة حالة الجزائر (2000-2017)

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

الطالبين:

بن قـويدر محمد

بوخاري كلتوم

الأستاذ المشرف:

د. سعودي محمد

السنة الجامعية: 2017 /2018

كلمة شكر

الحمد لله وبعد:

نتقدم بالشكر الجزيل وخالص العرفان إلى الأستاذ سعودي محمد، لموافقته الإشراف على هذا العمل وعلى العناية والمتابعة الدقيقة، والتوجيهات القيمة التي قدمها طول مدة انجاز هذا العمل، كما نشكر أعضاء اللجنة لقبولهم مناقشة هذه المذكرة، كما لا ننسى شكر كل من ساعد ووجه من قريب أو من بعيد وكل أعضاء هيئة التدريس والسلك الإداري بجامعة المدية.

إهداء

أهدي ثمرة هذا الجهد إلى والداي العزيزين

إلى رفيقتي في الحياة زوجتي

إلى أخواتي زينب وفاطمة وولديها مريم وأيوب

إلى إخواني

إلى كل الأهل والأحبة

إلى كل زملائي خلال المسار الدراسي.



إهداء

أهدي ثمرة جهدي إلى والداي الكريمين حفضهما

الله وأطال في عمرهما

إلى شريك حياتي زوجي

إلى اخوتي واخواتي وابنائهم

إلى كل الأهل والأحبة

الى كل زملائي في العمل

إلى كل زملائي خلال المسار الدراسي.

بكلوس بوخاري

المستخلص

هدفت هذه الدراسة لإبراز العلاقة بين إدارة الاحتياطيات من الصرف الأجنبي، ودور هذه الأخيرة في دعم الاستقرار المالي، هاته العلاقة التي صارت تمثل أحد أهم الموضوعات الراهنة المطروحة في الدراسات ذات البعد العالمي، بالنظر لأهمية الاستقرار المالي في ظل الأزمات المالية المتواترة، والاحتياطيات الضخمة التي تحوزها بعض البلدان وميكانزمات إدارتها في سبيل دعمه.

لهذا تطرقت الدراسة لأهم المفاهيم التي تدور حول احتياطيات الصرف الأجنبي، وأهم مكوناتها وطرق إدارتها، ومن ثَم تناولت دور صناديق الثروه السيادية التي تعتبر ظاهره تشكلت عن تراكم احتياطيات الصرف الأجنبي بهدف تحقيق أهداف اقتصادية كلية، كما تطرقت الدراسة للجانب النظري للاستقرار المالي والمصادر التي تهدده، وفي سبيل إيضاح العلاقة، تناولت الدراسة نظرية تباعد الدورات الاقتصادية ودور الاحتياطيات في تجاوز الصدمات الخارجية والحفاظ على الاستقرار المالي، ولإسقاط هاته العلاقة على حالة الجزائر تناولت الدراسة فعالية كل من صندوق ضبط الموارد واحتياطيات الصرف الأجنبي في تحقيق الاستقرار المالي للاقتصاد الجزائري.

توصلت الدراسة إلى ما يؤكد علاقة إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي بدعم الاستقرار المالي في الجزائري على غرار البلدان النامية (النفطية) والناشئة رغم ضعف نظامها المالي، خلال الأزمات العالمية في مطلع القرن الواحد والعشرين.

الكلمات المفتاحية: احتياطيات الصرف الأجنبي، السيولة الدولية، الاستقرار المالي، الدورات الاقتصادية، الصدمات الخارجية.

Summary

The aim of this study is to highlight the relationship between the management of foreign exchange reserves and its role in supporting financial stability. This relationship has become one of the most important current studies with a global dimension, considering the importance of financial stability in light of the frequent financial crises and the huge reserves of EM economies And how to exploit and manage them in order to support their financial stability.

The study dealt with the concepts of foreign exchange reserves, its main components and management methods, and then dealt with the role of sovereign wealth funds, which formed from the accumulation of foreign exchange reserves, in addition to the theoretical aspect of financial stability and the sources that threaten it. In order to clarify the relationship, Economic cycles and then the role of reserves in overcoming external shocks and maintaining financial stability, and in order to drop this relationship on the case of Algeria The study dealt with the effectiveness of the Fund for the control of resources and foreign exchange reserves in the stabilization of money Algerian economy.

The study found that foreign exchange reserves played an important role in supporting financial stability in Algeria, similar to the developing countries (oil countries) and emerging despite the weakness of its financial system, during the global crises in the twenty-first century.

Key words: foreign exchange reserves, international liquidity, financial stability, business cycles, external shocks.

العنـــــــــــــــوان	الصفحة
كلمة شكر	
اهداء	
المستخلص	**I**
فهرس المحتويات	**II**
فهرس الجداول	**IV**
فهرس الأشكال	**V**
مقدمة	أ-و
الفصل الأول: الإطار النظري والفكري لاحتياطيات الصرف الأجنبي	
تمهيد	08
المبحث الأول: عموميات حول احتياطيات الصرف الأجنبي	09
المطلب الأول: السيولة الدولية واحتياطيات الصرف الأجنبي	09
المطلب الثاني: خصائص وشروط اعتبار الأصل احتياطي صرف أجنبي	13
المطلب الثالث: مكونات احتياطيات الصرف الأجنبي	16
المطلب الرابع: أهمية وأهداف حيازة احتياطات الصرف الأجنبي	22
المبحث الثاني: إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي	**25**
المطلب الأول: مفهوم إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي	25
المطلب الثاني: أهمية وأهداف إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي	27
المطلب الثالث: كفاية الاحتياطيات من الصرف الأجنبي	29
المبحث الثالث: الصناديق السيادية ودورها في تفعيل إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي	32
المطلب الأول: ظاهرة الصناديق السيادية وعوامل نموها.	32

المطلب الثاني: الاستراتيجية الإستثماريه لصناديق الثروة السيادية	37
المطلب الثالث: عرض وتقييم تجربة شركة الاستثمار الصينية CIC	43
خلاصة	50
الفصل الثاني: فاعلية إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي في دعم الاستقرار المالي	
تمهيد	52
المبحث الأول: الإطار النظري والفكري للاستقرار المالي	**53**
المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للاستقرار المالي	53
المطلب الثاني: أهمية الاستقرار المالي	57
المطلب الثالث: أسباب ومصادر عدم الاستقرار المالي	59
المبحث الثاني: نظرية تباعد الدورات الاقتصادية وعلاقتها بالاستقرار المالي	64
المطلب الاول: احتياطيات الصرف الأجنبي ونظرية تباعد الدورات الاقتصادية.	64
المطلب الثاني: تباعد الدورات الاقتصادية بين الدول المتقدمة والصاعدة	70
المطلب الثالث: نظرية تباعد الدورات الاقتصادية من واقع أزمة 2008	74
المبحث الثالث: علاقة احتياطيات الصرف الأجنبي بالاستقرار المالي	78
المطلب الأول: العلاقة بين الطلب على احتياطيات الصرف الأجنبي والاستقرار المالي	79
المطلب الثاني: دور الاحتياطيات في تحقيق الاستقرار المالي في البلدان النامية	81
المطلب الثالث: مصادر عدم الاستقرار المالي الخارجية ودور الاحتياطيات في مواجهتها	82
خلاصة	88
الفصل الثالث: إدارة احتياطي الصرف الأجنبي وأهميتها في تحقيق الاستقرار المالي في الجزائر	
تمهيد	90
المبحث الأول: لمحة عامة حول الاستقرار المالي في الجزائر	91
المطلب الأول: الظروف العالمية والمحلية وتحديات الاستقرار المالي في الجزائر	91
المطلب الثاني: إجراءات بنك الجزائر وسياسته لتعزيز الاستقرار المالي	92

المطلب الثالث: المحافظة على قيمة العملة واستقرار سعر صرف الدينار وتحويل الأموال	94
المطلب الرابع: آلية الحفاظ على استقرار النظام المالي	94
المبحث الثاني: احتياطي الصرف الأجنبي وكفاءة دعمه للاستقرار المالي في الجزائر	96
المطلب الأول: مصادر تراكم احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر	96
المطلب الثاني: كفاءة بنك الجزائر في إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي	105
المطلب الثالث: المستوى الأمثل لاحتياطات الصرف في الجزائر	109
المطلب الرابع: إدارة فائض احتياطات الصرف الأجنبي ببنك الجزائر	114
المبحث الثالث: دور صندوق ضبط الموارد في دعم الاستقرار المالي في الجزائر	120
المطلب الأول: عموميات حول صندوق ضبط الموارد.	120
المطلب الثاني: تقييم خاص لتجربة صندوق ضبط الموارد	124
المطلب الثالث: مزايا وعيوب صندوق ضبط الموارد	130
خلاصة	144
خاتمــة	133
قائمة المراجع	139

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1 –1	أهم احتياطيات الذهب ل 22 دوله حول العالم خلال 2015-2017 (الوحدة: طن)	17
2 –1	مخصصات وحيازات حقوق السحب الخاصة لبعض الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي	19
3 –1	وضعية شريحة الاحتياطي لبعض الدول (بوحدات السحب الخاصة)	20
4 –1	العملات المكونة للاحتياطيات النقدية الأجنبية العالمية (مقومه بملايين الدولارات	21
5 –1	إجمالي الاحتياطيات بدلالة عدد أشهر الاستيراد	30
6 –1	نسبة إجمالي الاحتياطيات من إجمالي الدين الخارجي (نسبة مئوية)	31
7 –1	صناديق الثروات السيادية، والقيمة السوقية لمجموع أصولها بالمليار دولار لسنة 2016	35
8 –1	مساهمات CENTREL HUIJIN في الشركات الصينية المالية في 2016	44
1 –2	مصادر عدم الاستقرار المالي المحتملة	63
1 –3	تطور رصيد الميزان التجاري الجزائري طوال فترة الدراسة	97
2 –3	هيكل صادرات وواردات الجزائر (2005 -2017)	99
3 –3	تطور حجم احتياطي الصرف الأجنبي وأسعار البترول في الجزائر خلال فترة الدراسة	101
4 –3	تطور مكونات احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر خلال فترة الدراسة.	104
5 –3	معدل تغطية احتياطي الصرف الأجنبي للواردات في الجزائر خلال فترة الدراسة	109
6 –3	نسبة تغطية الاحتياطات للمعروض النقدي(M2) خلال فترة الدراسة	110
7 –3	تطور نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى إجمالي الديون الخارجية في الجزائر خلال فترة الدراسة	113
8 –3	الدين الخارجي الجزائري في 31ديسمبر خلال فترة الدراسة بالمليار دولار أمريكي	115
9 –3	إجراءات الدفع المسبق للدين الخارجي الجزائري بالمليار دولار خلال فترة الدراسة	115
10 –3	تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطات خلال الفترة (2000-2003)	116
11 –3	تطور وضعية صندوق ضبط الموارد خلال الفترة (2000-2017)	125
12 –3	فعالية صندوق ضبط الموارد في تمويل العجز الموازني (2000 _2017)	127

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1 – 1	الاتصالات المتعلقة بإدارة الاحتياطي الأجنبي	26
1 – 2	قيمة استثمارات صناديق الثروة السيادية حسب القطاع المستهدف 2007 -2016	37
1 –3	استثمارات صناديق الثروة السيادية في قطاع تكنولوجيا المعلومات 2008-2016	38
1 –4	تخصيص الأصول في صناديق الثروة السيادية، حسب نوع الصندوق، نهاية عام 2010	39
1 –5	الاستثمارات المباشرة لصناديق الثروة السيادية منذ سنة 2000 (مليار دولار أمريكي)	40
1 – 6	استثمار صناديق الثروة السيادية حسب المصدر وسعر النفط لسنة: 2000-2016	41
1 – 7	استثمارات SWFحسب القطاع في الأسواق المحلية ولأجنبية لسنة 2016	42
1 –8	قيمة استثمارات صندوق الثروة السيادية حسب المنطقة المستهدفة 2007-2016 بالمليار دولار	42
1 – 9	الهيكل التنظيمي الكلي لشركة الاستثمار الصينية CIC	45
1 – 10	التوزيع القطاعي لاستثمارات شركة الاستثمار الصينية	47
1 – 11	تخصيصات محفظة الاستثمارات العالمية ل CICاعتبارا من 2016/12/31	48
1 – 12	التوجه الاستثماري الجغرافي لشركة الاستثمار الصينية	49
2 – 1	تأثيرات أزمة الرهن العقاري على نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي العالمي	57
2 – 2	خريطة الاستقرار المالي العالمي لسنة 2009	58
2 – 3	مراحل الدورة الاقتصادية	66
2 – 4	تطور أهمية العامل الخاص بالمجموعة	68
2 – 5	تباعد الدورات ومقومات الصمود في الأزمات	70
2 – 6	الدورات الاقتصادية لبعض الاقتصاديات الصاعدة والمتقدمة	71
2 –7	بعض المؤشرات المساعدة على الأداء القوي للأسواق الصاعدة	73
2 – 8	النفوذ الاقتصادي المتنامي للأسواق الناشئة	74

2 – 9	إجمالي الاحتياطيات بدلالة عدد أشهر الاستيراد لدولة الصين.	77
2 – 10	تطور احتياطيات الصرف الأجنبية للصين واليابان خلال مرحلة الازمة	77
2–11	تغطية العجز في الميزان التجاري من خلال الاحتياطيات	83
2–12	تطور احتياطيات الصرف الأجنبي في المملكة العربية السعودية بالترليون ريال سعودي	86
3 – 1	تطور الصادرات والواردات الجزائرية طوال فترة الدراسة.	98
3– 2	تطور احتياطيات الصرف	103
3 – 3	عملات احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائري	108
3 – 4	بيانات احتياطات الذهب لبنك الجزائر (كمية الذهب بالطن، قيمة الذهب بالمليون دولار ،الذهب إلى إجمالي الاحتياطات	118
3 – 5	تطور قيمة السحوبات من صندوق ضبط الموارد خلال الفترة (2007-2017)	129

مقدمة

شهدت الساحة الاقتصادية الدولية في العقود الأخيرة تغيرات هامة، مع انتشار ظاهرة العولمة والتكامل المالي للاقتصاد العالمي والارتفاع السريع في حركة السلع والخدمات ورأس المال عبر الحدود، حيث شهد النظام المالي العالمي توسعا تجاوز في وتيرته التوسع في الاقتصاد الحقيقي، وأصبح نظاما أكثر تعقيدا زادت معه مخاطر العدوى، ومع درايتنا بالجوانب الايجابية للعولمة، إلا أنها في كثير من الاحيان هددت استقرار الأنظمة المالية ما رفع من وتيرة حدوث الأزمات والاختلالات المالية، مما استوجب أن يكون الحفاظ على الاستقرار المالي هدفا أساسيا في السياسات الاقتصادية.

وتعتبر ظاهرة تراكم احتياطيات الصرف الأجنبي لدى الكثير من الدول النامية والاقتصادات الناشئة بين دافع تجاري وتحوطي للحماية من الأزمات ذات دلالات وأثار واسعه، وذلك بخلاف الدول المتقدمة التي تعرف احتياطاتها استقرارا نسبيا كونها أقرب من أسواق رأس المال التي تتيح لها الاقتراض بسهوله وبتكلفه أقل، حيث اعتبر عدد من الدراسات أن الاستقرار المالي يمثل أحد محددات الطلب على احتياطيات الصرف الأجنبي.

أولا: السؤال الرئيسي

وكون الجزائر ليست بمنأى عن هذه المقاربة، خاصة باعتبارها تسعى للاندماج أكثر في النظام الاقتصادي و المالي العالمي، وما يتضمنه من اضطرابات متعددة الأوجه، وكما يبدوا جليا فإن الجزائر وعلى غرار العديد من الدول قامت بمراكمة كم معتبر من احتياطيات الصرف الأجنبي، نتيجة الفوائض التي حققتها من العوائد النفطية، وهذا يجعلنا نتساءل في كون إدارة هذه الاحتياطيات من الصرف الأجنبي تفي بتجاوز الصدمات وتدعم الاستقرار المالي للاقتصاد الجزائري، هذا ما سنتطرق لمعالجته في هذه الدراسة، وعلى ضوء ما سبق، يمكن حصر إشكالية الدراسة في السؤال الرئيسي التالي:

كيف تساهم استراتيجيات إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي في دعم الاستقرار المالي في الجزائر؟

وتندرج ضمن السؤال الرئيسي جملة من **الأسئلة الفرعية** التالية:

1- ما هي الاستراتيجية المتبعة في إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي؟

2- كيف تفسر نظرية تباعد الدورات الاقتصادية أثر الصدمات الخارجية على الاستقرار المالي في ظل تراكم احتياطيات الصرف الأجنبي؟

3- ما هو الدور التي لعبته احتياطيات الصرف الأجنبي في دعم الاستقرار المالي للاقتصاد الجزائر خلال الفترة 2000-2017؟

ثانيا: فرضيات الدراسة

على ضوء ما تم طرحه من اسئلة حول موضوع البحث تمكننا من صياغة مجموعة من الفرضيات التي يسعى الباحثين لاختبارها وهي على النحو التالي:

1- استراتيجية إدارة الاحتياطات الصرف الأجنبي تشمل تحديد المستوى الأمثل من الاحتياطات المحتفظ بها في ظل الإمكانيات المتوفرة نتيجة استثمار احتياطات الصرف الأجنبي مع مراعاة جانب الخطر.

2- نظرية تباعد الدورات الاقتصادية لا يمكن أن تكون واقعية في ظل تداعيات وآثار العولمة الشاملة، فالاستقرار المالي انعكاس لقوة النظام المالي، ولا تستطيع الاحتياطيات الصمود في وجه الصدمات الخارجية.

3- احتياطيات الصرف الأجنبية في الجزائر لعبت دورا ثانويا للحفاظ على الاستقرار المالي في ظل وجود صندوق ضبط الايرادات.

ثالثا: أهمية الدراسة

تستمد الدراسة أهميتها من تناولها لأحد أهم الموضوعات الراهنة المطروحة في الدراسات ذات البعد العالمي من طرف كل من الهيئات الاقتصادية الدولية والمفكرين الاقتصاديين المتخصصين، بالنظر لأهمية الاستقرار المالي في ظل الأزمات المالية المتواترة، والاحتياطيات الضخمة التي تحوزها بعض البلدان وسبيل استغلالها وادارتها لدعم الاستقرار المالي ما يضمن مساحة من الدورة الاقتصادية تسمح لهذه الدول باستغلالها في الاستمرار في مسارها التنموي.

كما تكمن أهمية الدراسة في كونها من الدراسات العربية القليلة التي عالجت موضوع العلاقة بين احتياطيات الصرف الأجنبي والاستقرار المالي، وخاصة في جانب تباعد الدورات الاقتصادية.

رابعا: أهداف الدراسة

نسعى من خلال هذا البحث إلى تحقيق مجموعة من الأهداف التي يمكن إيجازها فيما يلي:

- توضيح الإطار العام لاحتياطيات الصرف الأجنبي ومكوناته، وإبراز أهمية إدارة هاته الاحتياطيات، واستحداث صناديق الثروه السيادية لتطبيق استراتيجية محددة في تحقيق الاهداف.
- محاولة اسقاط نظرية تباعد الدورات الاقتصادية على الواقع الاقتصادي خلال الازمات المالية، وتوضيح تفسيراتها في الحفاظ على الاستقرار المالي والنمو الاقتصادي خلال الازمة.
- دراسة علاقة ادارة احتياطيات الصرف الأجنبي بدعم الاستقرار المالي وتوضيح هاته العلاقة في الاقتصاد الجزائري.

خامسا: الدراسات السابقة

فيمايلي سرد لبعض أهم الدراسات السابقة التي تناولت موضوع احتياطيات الصرف الأجنبي والاستقرار المالي:

1- **دراسة سعودي محمد** بعنوان **أثر الصدمات الخارجية على فعالية السياسة المالية دراسة حالة الجزائر(1990-2010)**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة الجزائر3، الجزائر2015: تناول فيها الباحث أثار الصدمات الخارجية على فعالية السياسة المالية وإسقاط هذه العلاقة على حالة الاقتصاد الجزائري، وقد توصلت الدراسة إلى أن أزمة 2007 جعلتنا أمام مفاهيم جديدة فيما يتعلق بنموذج الروابط الاقتصادية حيث أن الأسواق الناشئة أو التي هي في طريق النمو وذات فوائض مالية قبل الأزمة وبدل أن تتأثر سلبا بها ساهمت إيجابا في تحقيق الاستقرار المالي للاقتصاد العالمي، لكن الدراسة لم تتطرق إلى صناديق الثروة السيادية كأداة لإدارة تلك الفوائض المالية إذ يرى العديد من خبراء الاقتصاد أن الاستفادة من الاحتياطيات لا يعتمد على حجم هذه الاحتياطيات بقدر ما يعتمد على الإدارة الذكية لها، حيث تعزز هذه الصناديق من فعالية هذه الفوائض في الحفاظ على الاستقرار المالي المحلي والدولي، وهذا ما أثبتته أزمة الرهن العقاري والأزمة البترولية الأخيرة، أما في أوقات الاستقرار المالي فهذه الصناديق لها القدرة في التأثير الإيجابي على الاستقرار المالي من خلال التأثير على أسعار الأصول المالية.

2- دراسة **بوكرديد عبد القادر** بعنوان **متطلبات كفاءة ادارة احتياطات الصرف الاجنبي بالبنوك المركزية –دراسة حالة بنك الجزائر–**، رسالة دكتوراه، جامعة شلف، الجزائر 2016: حيث اهتمت هذه الدراسة بالجانب الإداري لاحتياطيات الصرف الأجنبي والعناصر المكونة لها ومصادر تراكمها واستخداماتها، والمستويات الملائمة منها من خلال بعض المؤشرات والنسب كنسبة الاحتياطي إلى الواردات ونسبته إلى الإصدار النقدي M2، بالإضافة لدور صناديق الثروة السياديه في استثمار هاته الاحتياطيات في ظل عائد معقول وسيولة عالية ومعدل مخاطرة متدنية.
وبالتالي فإن الاختلاف بين موضوعنا وموضوع هذه الدراسة أن الباحث في هاته الدراسة لم يتناول الدور التي تلعبه الاحتياطيات من الصرف الأجنبي خلال الأزمات الخارجية وأهميتها في دعم الاستقرار المالي المحلي والعالمي والذي يمثل جوهر دراستنا.

3- دراسة **زايري بلقاسم** بعنوان **كفاية الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد الجزائري**، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد السابع، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2009: تناول الباحث في هذه الدراسة الجانب النظري لمستويات احتياطات الصرف الأجنبي، من خلال التطرق لأهم النظريات الاقتصادية التي تحكم تحديد المستوى الأمثل من احتياطات الصرف الأجنبية والتطرق إلى أسباب تراكم احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر، واستخداماتها مع إبراز أهميتها خاصة في جذب الاستثمارات الأجنبية، ليصل الباحث في الأخير إلى إبراز إمكانيات الاستفادة من احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر من اجل رفع القدرة الإنتاجية في الاقتصاد، وأن حجمها يفوق بكثير الحجم الذي يمكنه أن يساهم في استقرار الاقتصادي، ورغم أهمية هذه الدراسة من تحديد المستوى الأمثل لاحتياطيات الصرف الأجنبي إلا أنها لم تتناول المخاطر التي قد تواجه النظام المالي وكيف يمكن للاحتياطيات أن تدعم الاستقرار المالي في حال حدوثها، وفي هذا الجانب لا تتقاطع هذه الدراسة مع ما جاء في بحثنا.

سادسا: أدوات الدراسة

- المسح المكتبي: أهمية إجراء عملية مسح لمختلف المراجع والدراسات ذات الصلة بالموضوع لما له من أثر على تعزيز فهمنا للموضوع
- البحث الالكتروني: نظرا لقلة المصادر والمراجع مثل البحث الالكتروني جزءا هاما في الدراسة من خلال الدراسات والنشرات الصادرة عن مختلف الإدارات والهيئات المحلية والدولية.

سابعا: حدود الدراسة

تشمل حدود دراستنا جانبين، زماني ومكاني.

- الجانب المكاني: سيقتصر بحثنا على دارسة تجارب بعض البلدان التي تستحوذ على أكبر احتياطيات الصرف الأجنبي (الصين، المملكة العربية السعودية...) مع التركيز على حالة الجزائر، باعتبارها كباقي دول العالم تشهد صدمات قد تؤثر على استقرارها المالي في ظل ما تحوزه من احتياطيات صرف أجنبي.
- في حين أن الجانب الزماني سنتعرف من خلاله على العلاقة التي تربط احتياطيات الصرف الأجنبي بالاستقرار المالي خلال الفترة (2000-2017) وهي الفترة التي شهدت فيها الجزائر تحسن في حجم احتياطي الصرف الأجنبي، كما شهدت هذه الفترة عدت صدمات (أزمة 2007، الصدمة النفطية الحالية).

ثامنا: منهج الدراسة

للإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار صحة الفرضيات والوصول إلى الأهداف المرجوة اعتمدنا المنهج الوصفي عند عرضنا لمختلف التعاريف والمفاهيم المتعلقة بالموضوع على مستوى الفصل الاول، كما اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي عند تناولنا لجانب العلاقة بين احتياطيات الصرف الأجنبي ودعم الاستقرار المالي ضمن الفصل الثاني، اما في الفصل الثالث فقد اعتمدنا على المنهج الاستقرائي عن طريق استقراء وتحليلنا للبيانات المتعلقة بموضوع بحثنا.

تاسعا: صعوبات الدراسة

- ندرة المراجع باللغة العربية التي تناولت هذا الموضوع وصعوبة الحصول على البيانات التي تخص الدراسة.
- ضيق مدة البحث.

عاشرا: هيكل الدراسة

قصد الإلمام بكل جوانب الموضوع، تم تقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول:

الفصل الأول: الإطار النظري والفكري لاحتياطيات الصرف الأجنبي

تناولنا فيه الإطار النظري لاحتياطيات الصرف الأجنبي كما تطرقنا لإدارة الاحتياطيات ودور الصناديق السيادية في تفعيلها.

الفصل الثاني: فاعلية إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي في دعم الاستقرار المالي

يشمل هذا الفصل مفهوم الاستقرار المالي وحددنا من خلاله معالم نظرية تباعد الدورات الاقتصادية وعلاقة ادارة احتياطيات الصرف بدعم الاستقرار المالي

الفصل الثالث: إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي ودورها في دعم الاستقرار المالي في الجزائر

أما هذا الفصل الذي يمثل جوهر دراستنا فتطرقنا فيه لوضعية الاستقرار المالي في الجزائر ودور كل من احتياطيات الصرف الأجنبي وصندوق ضبط الإيرادات في تحقيقه وخاتمة تتضمن النتائج والاقتراحات.

الفصل الأول:

الإطار النظري والفكري
لاحتياطيات الصرف الأجنبي

تمهيد:

تزايد الاهتمام في العقود الأخيرة بموضوع احتياطيات الصرف الأجنبية وإدارتها، والذي ترافق مع تزايد الازمات الاقتصادية ليصبح الاحتفاظ بحجم ملائم من هذه الاحتياطيات عنصر امان، لتفادي الصدمات الاقتصادية الداخلية والخارجية، كما أنه يضمن مناخ ملائم للاستثمار، ناهيك عن أثره على استقرار سعر الصرف، وبالتالي استقرار الأسعار، لتنعكس النتيجة النهائية على الاستقرار الاقتصادي والمالي والاجتماعي على حد سواء.

ولهذه الأهمية الكبيرة للاحتياطيات الدولية فان ادارتها والمحافظة عليها وتنميتها من الوظائف الأساسية للبنك المركزي والجهات ذات الصلة، كما ان تراكم هذه الاحتياطيات مكلف للبنوك المركزية وبالأخص عند تسارع عمليات التراكم، من هنا يتوجب على البنوك المركزية العمل على التوفيق بين المنافع والتكاليف، من خلال التسيير الحسن لها.

كما تعمل الإدارة السليمة للاحتياطيات الأجنبية على زيادة قدرة الاقتصاد على تحمل الصدمات الخارجية، ومن خلال هذا الفصل سنحاول الالمام بمتطلبات كفاءة إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي، وهذا من خلال:

المبحث الأول: عموميات حول احتياطيات الصرف الأجنبي

المبحث الثاني: إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي

المبحث الثالث: الصناديق السياديه ودورها في تفعيل إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي

المبحث الأول: عموميات حول احتياطيات الصرف الأجنبي

يطلق على احتياطيات الصرف الأجنبي عدة تسميات كالاحتياطات الدولية، الاحتياطات الأجنبية، الاحتياطيات الخارجية، وهذه المصطلحات كلها ذات دلالة واحدة، وقد تعددت المفاهيم التي أعطيت لاحتياطي الصرف الأجنبي، وذلك نتيجة الاختلاف القائم حول الأصول التي يمكن اعتبارها أصول احتياطية والأصول الأخرى في النظام النقدي الدولي.

المطلب الأول: السيولة الدولية واحتياطيات الصرف الأجنبي

إن السيولة الدولية كمصطلح هي أوسع من مفهوم احتياطيات الصرف الأجنبي، هذه الأخيرة تعتبر جزء من السيولة الدولية، وخلال هذا المطلب نتطرق أولا الى مفهوم السيوله الدوليه كمفهوم واسع ثم نتطرق للتركيز أكثر على احتياطيات الصرف الأجنبيه والفرق بينهما من خلال النقاط التالية:

أولا: السيولة الدولية وأنواعها

نتطرق تحت هذا العنوان إلى أبرز مفاهيم السيوله الدوليه وأنواعها

1- مفهوم السيوله الدوليه

لقد تعددت التعاريف التي تناول مصطلح السيولة الدولية حيث عرف **قاموس أكسفورد الإنجليزي** مصطلح **السيوله**: "على أنها حالة تملك أشياء ذات قيمه يمكن بسهوله تحويلها إلى نقود حاضره." [1]

أما مصطلح السيوله الدوليه فحسب رؤية **صندوق النقد الدولي**[2] فهي مُكوِّن من مجموع الموارد المتاحة للسلطات النقدية للبلدان بغرض تلبية العجز في ميزان المدفوعات، وتتراوح هذه السيولة من الموجودات المتاحة بسهولة إلى الموارد التي لا تصبح متاحة إلا بعد مفاوضات واسعة النطاق، وقد تتخذ أشكالاً عديدة: احتياطيات الذهب والعملات الأجنبية، الأصول الأخرى التي يمكن تعبئتها في حالة الضرورة، تسهيلات صندوق النقد الدولي أو الاقتراض من المؤسسات الدولية الأخرى، مختلف الترتيبات مع البنوك المركزية الأجنبية أو الحكومات للاقتراض، ويشمل أيضا من

[1] Oxford University, **Oxford advanced learner's dictionary**, London, UK, 8th edition, 2010, p.900.
[2] IFM, **1964 ANNUAL REPORT**, WASHINGTON, USA, august 10-1964, p.p.25-26.

الناحية النظرية العناصر التي لا تخضع بسهولة للقياس الإحصائي، وقدرة البلاد على الاقتراض في أسواق المال من بلدان أخرى، بالإضافة لرغبة الدول الأخرى في مراكمة أرصدة بعملات هاته السلطات النقدية.

كما تعرف السيوله الدوليه على أنها:[1] تمثل مجموع الوسائل لدى الدول والتي تمكنها من تغطية رصيد الصفقات التجارية والمالية المعقودة فيما بينها، وهي عبارة عن:

- احتياطيات البنوك المركزية من الذهب والعملات الأجنبية.
- القروض الدولية كتلك التي يمنحها صندوق النقد الدولي بما فيها حقوق السحب الخاصة.
- التسهيلات المؤقتة التي تمنحها البنوك المركزية بعضها لبعض.

وتشير السيولة بالعملات الأجنبية إلى الموارد من النقد الأجنبي التي تملكها السلطات النقدية والحكومة المركزية، لتلبية الزيادة المفاجئة في الطلب على النقد الأجنبي وصافي المسحوبات المحددة سلفا أو المحتملة على الموارد بالعملات الأجنبية نتيجة الطلب على الصرف الأجنبي على المدى القصير والأنشطة خارج الميزانية للسلطات.[2]

2- أنواع السيولة الدولية

تشتمل على السيولة التي تمتلكها السلطات النقدية ملكية مطلقة بالإضافة إلى العناصر التي تقترضها من العالم الخارجي، ويميز صندوق النقد الدولي بين نوعين من السيوله الدوليه:[3]

- **السيولة الدولية غير المشروطة:** وهي السيولة الحاضرة و الموجودة تحت تصرف السلطات النقدية الرسمية في بلد ما، ويمكن استخدامها بمحض إرادته، دون قيد أو شرط، وتشمل في الأساس ما تملكه السلطات النقدية من الذهب و العملات الأجنبية القابلة للتحويل، ومجموع الموارد التي يحق للبلد سحبها بشكل تلقائي غير مشروط من صندوق النقد الدولي، وفي كثير من الأحيان ائتمان متبادل أو ترتيبات مبادله *.

---

[1] زايري بلقاسم، **إدارة احتياطيات الصرف وتمويل التنمية في الجزائر**، مجلة بحوث اقتصاديه عربيه، العدد 41، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، شتاء 2008، ص13.

[2] بوكرديد عبد القادر، **معايير نشر بيانات احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية**، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 06، مخبر العولمة والسياسات الاقتصادية، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2015، ص17.

[3] IMF, **1964 ANNUAI REPORT**,OP-CIT, P.26.

*المبادلات: هي ترتيبات قصيرة الأجل (تبادل خطوط الائتمان) تتيح للأطراف المتقابلة الحصول بصفة مؤقتة على العملات الأجنبية التي قد تحتاجها ويتعين إدراج النقدية في الأصول الاحتياطية لحائزها (لحائزيها)إذا كانت تنطوي على عملة قابلة للاستخدام بحرية (بإستثناء العملة المحلية للجهة (الجهات) الحائزة).

- **السيولة الدولية المشروطة:** وتندرج معظم أشكال السيولة الدولية الأخرى –فيما عدا السيوله الدوليه غير المشروطه– ضمن الفئة الشرطية، رغم أن درجة المشروطية قد تكون طفيفة في بعض الحالات.

ثانيا: احتياطيات الصرف الأجنبي

تسمى احتياطات الصرف الاجنبي بمسميات عدة منها: الاحتياطيات الخارجية، الاحتياطيات الدولية، الاحتياطيات الأجنبية[1]، أو الأصول الاحتياطية.

1- مفهوم احتياطيات الصرف الأجنبي:

تعددت التعاريف التي تطرقت لمفهوم احتياطيات الصرف الأجنبيه نذكر منها:

يرى **البنك المركزي البلغاري** احتياطيات الصرف الأجنبي على أنها تشتمل على الذهب وأصول البنك المركزي الأخرى التي تأتي بالكامل تحت سيطرته، ويسهل تداولها في الأسواق المالية الدولية.[2]

أما البنك **المركزي الكولومبي** فيرى أن احتياطيات الصرف الأجنبيه هي أصول خارجية تسيطر عليها السلطة النقدية للبلد، والتي يجب أن تتوفر على شرطين هما: أولا: أن تكون هذه الأصول تحت السيطرة المباشرة والفعلية للسلطة النقدية. ثانيا: يجب أن يكون متاحا للاستخدام الفوري. ويمكن اعتبار كل من الذهب والوضع الاحتياطي للبلد في صندوق النقد الدولي (IMF) والأصول المقومه بالعملات الأجنبية، مثل النقدية أو الودائع أو السندات، أصولا احتياطية.[3]

ويعرف **صندوق النقد الدولي** احتياطيات الصرف الأجنبي على أنها الأصول الخارجية المتاحة تحت تصرف السلطات النقدية والخاضعة لسيطرتها لتلبية احتياجات ميزان المدفوعات التمويلية، أو التدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف العملة، أو غير ذلك من الأغراض ذات الصلة (كالمحافظة على الثقة في العملة المحلية وتشكيل أساس يُستند إليه في الاقتراض الخارجي)، ولابد تكون أن تكون الأصول الاحتياطية أصولا بالعملة الأجنبيه وأصول موجودة

[1] بوكرديد عبد القادر، **متطلبات كفاءة ادارة احتياطات الصرف الاجنبي بالبنوك المركزية (دراسة حالة بنك الجزائر)**، رسالة دكتوراه، جامعة شلف، الجزائر، السنه الجامعية: 2015-2016، ص5.

[2] Tsvetan Manchev, **INTERNATIONAL FOREIGN EXCHANGE RESERVES,** BULGARIAN NATIONAL BANK, 2009, p.19.

[3] CENTRAL BANK OF COLOMBIA, **foreign reserve management**, Bogota, Colombia, March 2009, p.11.

بالفعل ويستبعد منها الأصول المحتملة، ويستند مفهوم الأصول الاحتياطية إلى مفهوم السيطرة وإتاحة الاستخدام بالنسبة للسلطات النقدية.[1]

ويعرفها **أحمد شفيق الشاذلي** أنها: تلك الأصول الخارجية التي تكون متاحه وتحت تصرف السلطات النقدية لاستخدامها في التمويل المباشر لاختلالات المدفوعات والتنظيم غير المباشر لكميات هذه الاختلالات من خلال التدخل في أسوق الصرف للحفاظ على استقرار سعر صرف العملة المحليه، أو لأغراض أخرى.[2]

من خلال التعريفات السابقة يتبين لنا أن هناك توافق على أن احتياطات الصرف الأجنبي: **هي تلك الأصول الأجنبية المملوكة والمتاحة والخاضعة لسيطرة السلطات النقدية، يستعان بها لإحداث التوازن في ميزان المدفوعات، أو التدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف العملة، أو غير ذلك من الأغراض ذات الصلة.**

ومفهوم السيولة الدولية أوسع من مفهوم الاحتياطيات الدولية في ثلاث نواحي هي:[3]

- ❖ تكون الأصول الاحتياطية فقط في حوزة السلطات النقدية بينما السيولة الدولية هي النقد الأجنبي التي تمتلكه السلطات النقدية والحكومة المركزية وغيرها، أي أنها ليست فقط تحت تصرف السلطة النقدية.
- ❖ أن الأصول الاحتياطية لدى السلطات النقدية تمثل مطالبات على غير المقيمين فقط، أما السيولة الدولية فتشمل المطالبات على المقيمين وغير المقيمين في الدولة.
- ❖ يستند مفهوم الأصول الاحتياطية في إطار الموازنة العامة أما مفهوم السيولة الدولية فانه يشمل كافة التدفقات من العملات الأجنبية التي تنجم عن ممارسة الأنشطة الاقتصادية المختلفة خارج الموازنة العمومية للسلطات النقدية.

---

[1] صندوق النقد الدولي، **دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي**، الطبعة السادسة، واشنطن، الو م أ، 2009، ص 111.

[2] أحمد شفيق الشاذلي، **طرق تكوين وإدارة الاحتياطيات الأجنبيه(تجارب بعض الدول العربية و الأجنبية)**، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات، 2014، ص1.

[3] عبد الكريم شنجار، عبد الهادي رحيم العودي، **السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية والمالية**، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص.ص 21-22.

المطلب الثاني: خصائص وشروط اعتبار الأصل احتياطي صرف أجنبي

إن اعتبار الأصل كاحتياطي صرف أجنبي يخضع لعدة معايير وشروط تميزه عن باقي الأصول الأخرى، وفيما يأتي نتعرض لأهم هذه الاعتبارات.

أولا: معايير احتياطيات الصرف الأجنبي

من خلال ما سبق ولكي تكون الأصول مؤهلة لتصنيفها تحت الأصول الاحتياطية، يجب أن تكون[1]:

1. مطالبة على غير مقيمين أو سبائك ذهب عالية النقاء: وفقا لمفهوم الإقامة*، لا بد أن تكون الأصول الاحتياطية عدا سبائك الذهب، مطالبات على غير المقيمين، وعلى العكس من ذلك نجد مطالبات السلطات بالعملة الأجنبيه على المقيمين بما في ذلك المطالبات على البنوك المقيمة ليست بمثابة أصول احتياطية[2]، مع أن المطالبة بالعملة الأجنبيه على البنوك المقيمة يمكن أن تكون تحت تصرف السلطات النقدية ويمكن تعبئتها بسهوله لتلبية الطلب على النقد الأجنبي.

2. مملوكة للسلطات النقدية أو تحت سيطرتها: [3]على وجه العموم، يمكن فقط تبويب المطالبات الخارجية التي تملكها السلطات النقدية كأصول احتياطية، وبالرغم من ذلك، فإن الملكية ليست هي الظرف الوحيد الذي تمنح بموجبه السيطرة، ففي الحالات التي تكون فيها وحدات مؤسسية (عدى السلطات النقدية) في الاقتصاد المبلغ لها حق الملكية في أصول خارجية بالعملة الأجنبية، ولا يمكنها إجراء معاملات في هذه الأصول إلا بالشروط التي تحددها السلطات النقدية (أو بموافقتها الصريحة)، فإن هذه الأصول تعتبر أصولا احتياطية لأنها تحت السيطرة المباشرة والفعلية للسلطات النقدية، وفيما يلي الظروف التي يتعين استيفائها لاحتساب الأصول ضمن الأصول الاحتياطية:

- ألا يكون بوسع الكيان المقيم إجراء معاملات في تلك المطالبات مع غير مقيمين إلا بالشروط التي تحددها السلطات النقدية أو بموافقتها الصريحة.

---

[1] صندوق النقد الدولي، **الاحتياطات الدوليه والسيولة بالعملة الأجنبيه المبادئ التوجيهية لإعداد نموذج قياسي للبيانات**، واشنطن، الو م أ،2013، ص 69.

* للاطلاع على شرح مفهوم الإقامة بشكل أوسع أنظر: دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي الصادر عن صندوق النقد الدولي، الطبعة السادسة، ص ص 70-79.

[2] نفس المرجع، ص69.

[3] صندوق النقد الدولي، **دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي**، مرجع سابق، ص112.

- ❖ أن يحق للسلطات بمقتضى طلب منها استخدام هذه المطالبات المستحقة على غير المقيمين لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات وغير ذلك من الأغراض ذات الصلة.
- ❖ أن يكون هناك قانون مسبق أو غير ذلك من الترتيبات التعاقدية الملزمة بما يؤكد أن صفة الوكالة الممنوحة للكيان المقيم فعلية وصادقة النوايا.

3. متاحة بسهولة بصورة غير مشروطة إلى أقصى حد ممكن (أي أن تكون سائله): لا بد أن تكون الأصول الاحتياطية متاحة بسهولة بصورة غير مشروطة إلى أقصى حد ممكن، ويكون الأصل الاحتياطي سائلا، حيث يمكن شراؤه وبيعه وتصفيته بالنقد الأجنبي (نقدا) بالحد الأدنى من التكلفة وفي أقل وقت ممكن، وبدون التأثير في قيمة الأصل بغير داع، ويشير هذا المفهوم إلى الأصول غير القابلة للتداول، كالودائع تحت الطلب، والأصول القابلة للتداول، كالأوراق المالية المتاح ولها بائعون ومشترون لديهم الرغبة في تداولها. ولا تكفي إمكانية توفير الأموال باستخدام الأصل كضمان إضافي لتجعل من الأصل أصلا احتياطيا، فهناك بعض الودائع والقروض يمكن أن تكون سائلة ومدرجة في الأصول الاحتياطية، رغم أنها ليست بالضرورة قابلة للتداول.[1]

4. محررة وتتم تسويتها بالعملة الأجنبية قابلة للتحويل وقابلة للاستخدام بحرية في تسوية المعاملات الدولية: لا بد أن تكون الأصول الاحتياطية مقومة وتتم تسويتها بالعملة الأجنبية نظرا لأن الغرض منها يتمثل في تلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات ودعم أسعار الصرف، ويتم تعريف التقويم بأنه العملة المحددة في العقد، وإضافة إلى ذلك حتى تكون الأصول الاحتياطية سائلة، لا بد أن تكون مقومة وتتم تسويتها بعملات أجنبية قابلة للتحويل، أي عملات قابلة للاستخدام بحرية في تسويات المعاملات الدولية. وإضافة إلى ذلك، من الجائز أن تكون الأصول المقومة بالذهب وحقوق السحب الخاصة مؤ هلة لاعتبارها أصولا احتياطية.[2]

5. ذات جودة عالية: وينبغي أن تكون الأصول الاحتياطية عموما ذات جودة عالية حتى تكون متاحة بسهولة للسلطات لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات وغير ذلك من الأغراض ذات الصلة في الظروف المعاكسة.[3]

[1] صندوق النقد الدولي، **دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي**، مرجع سابق، ص.ص 112-113.
[2] نفس المرجع، ص113.
[3] نفس المرجع، نفس الصفحة.

ثانيا: معالجة إمكانية اعتبار صناديق الثروه السيادية ضمن احتياطيات الصرف الأجنبي

عرفت ظاهرة صناديق الثروه السياديه رواجا كبير خلال العقود الأخيره الماضية، حيث تنشئها بعض الحكومات كصناديق حكومية لأغراض الاقتصاد الكلي، وتحتفظ هذه الصناديق بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية، مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية.

وتنشأ هذه الصناديق في العادة معتمدة على فوائض ميزان المدفوعات أو عمليات النقد الأجنبي الرسمية، أو عوائد الخصخصة، أو فوائض المالية العامة، أو الإيرادات المتحققة من الصادرات السلعية، أو كل هذه الموارد مجتمعة، ويؤدي إنشاء صندوق حكومي ذي غرض خاص لإثارة مسألة إدراج الأصول الخارجية المحتفظ بها في الصندوق كأصول الاحتياطية من عدمه[1]، ومن أهم العوامل المحددة لذلك مايلي:[2]

- ❖ إذا كانت هناك قوانين أو عوائق تحول دون إتاحة هذه الأصول للسلطات النقدية بسهولة فلا تدرج ضمن الأصول الاحتياطية.
- ❖ إذا كانت الأصول الخارجية المحتفظ بها في الصندوق الحكومي ذي الغرض الخاص مقيدة في دفاتر البنك المركزي أو جهة تابعة للحكومة المركزية، بما يسمح للسلطات النقدية السيطرة على كيفية التصرف في الأموال، عندئذ يكون الافتراض أن هذه الاصول هي أصول احتياطية (شريطة استيفاء كافة المعايير التي تجعلها أصولا احتياطية).
- ❖ إن هدف احتياطات الصرف الأجنبي هو تمويل العجز المؤقت في ميزان المدفوعات، لذا فان الاستثمار في الآجال الطويلة وفي أصول اقل سيولة يمنع صناديق الثروة السيادية من دعم ميزان المدفوعات بالسيولة في أوقات الأزمات، فبعض الدول أنشئت ترتيبات تمكن من دعم صناديق الثروة السيادية لأغراض ميزان المدفوعات أوقات الحاجة وهكذا تكون مؤهله كاحتياطي.

[1] نفس المرجع، ص113.

[2] بوكرديد عبد القادر، **متطلبات كفاءة ادارة احتياطات الصرف الاجنبي بالبنوك المركزية (دراسة حالة بنك الجزائر)**، مرجع سابق الذكر، ص.ص 11-12.

المطلب الثالث: مكونات احتياطيات الصرف الأجنبي

تتكون احتياطيات الصرف الأجنبيه من: الذهب النقدي، وحيازات حقوق السحب الخاصة، ومركز الاحتياطي في صندوق النقد الدولي، والعملة والودائع، والأوراق المالية (بما في ذلك سندات الدين وأسهم رأس المال)، والمشتقات المالية، والمطالبات الأخرى (القروض والأدوات المالية الأخرى).[1]

أولا: الذهب النقدي

هو الذهب التي تمتلكه السلطات النقدية أو أطراف أخرى خاضعة للسيطرة الفعلية للسلطات النقدية، وتحتفظ به كأصول احتياطية ويتكون من سبائك الذهب والقوالب والسبائك التي تصل نسبة نقائها إلى 995 جزءا في الألف على الأقل، وسبائك الذهب في حسابات الذهب المخصصة لدى غير المقيمين التي تعطي حق المطالبة بتسليم الذهب.[2]

وتحفظ الاحتياطيات في بعض الأحيان كداعم رسمي للعملة المحلية، حيث أن هذا هو الاستخدام التقليدي للاحتياطيات، وخاصة احتياطيات الذهب، حيث كان هذا الاستخدام للاحتياطيات في أوج قوته بمقتضى المعيار الذهبي، ولقد استمر الذهب في لعب هذا الدور بعد الحرب العالمية الثانية في ظل نظام بريتون وودز، لكن بعد انهيار هذا النظام صار الاحتفاظ بالذهب كاحتياطي أقل شيوعا، ولكن دوره لم يختف تماما وإن تضائل في بعض الأحيان[3]، وكما يظهر في الجدول (1-1) أدناه فالو.م.أ تمتلك أكبر احتياطي ذهبي في العالم حيث كان ثابت عبر السنوات (2015-2017) بما يفوق 8133.5 طن أي ما يصل قيمته لـ 337595.11 مليون دولار في نهاية الرباعي الرابع لسنة 2017 وهو ما يفوق 25% من احتياطي الذهب العالمي، ثم تأتي كل من ألمانيا، إيطاليا، فرنسا، الصين باحتياطيات تفوق: 3451.8 طن، 2451.8 طن، 2436 طن، 1842.6 طن ، على التوالي، أما الجزائر فتحتل المركز 22 عالميا و 3 عربيا بعد كل من السعودية و لبنان باحتياطي يفوق 173.6 طن.

---

[1] مباني محمد، **استراتجية تسيير احتياطات الصرف في الجزائر**، رسالة ماجستير، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر، السنة الجامعية 2008-2009، ص61.

[2] صندوق النقد الدولي، **دليل ميزان المدفوعات**، مرجع سابق الذكر، ص113.

[3] John Nugée, **Foreign exchange reserves management,** Centre for Central Banking Studies, BANK OF ENGLAND, P.7.

الجدول(1-1): أهم احتياطيات الذهب ل 22 دوله حول العالم خلال 2015-2017 (الوحدة: طن)

الدول	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	Q4 2015	Q1 2016	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017
الو.م.أ	8,133.5	8,133.5	8,133.5	8,133.5	8,133.5	8,133.5	8,133.5	8,133.5	8,133.5	8,133.5	8,133.5	8,133.5
ألمانيا	3,383.4	3,381.0	3,381.0	3,381.0	3,378.2	3,377.9	3,377.9	3,377.9	3,374.1	3,373.7	3,373.6	3,373.6
إيطاليا	2,451.8	2,451.8	2,451.8	2,451.8	2,451.8	2,451.8	2,451.8	2,451.8	2,451.8	2,451.8	2,451.8	2,451.8
فرنسا	2,435.4	2,435.4	2,435.5	2,435.6	2,435.7	2,435.8	2,435.8	2,435.8	2,435.9	2,435.9	2,435.9	2,436.0
الصين	1,054.1	1,658.4	1,708.5	1,762.3	1,797.5	1,823.3	1,838.5	1,842.6	1,842.6	1,842.6	1,842.6	1,842.6
روسيا	1,238.3	1,275.0	1,352.2	1,414.5	1,460.4	1,498.7	1,542.7	1,615.2	1,680.1	1,715.8	1,778.9	1,838.8
سويسرا	1,040.0	1,040.0	1,040.0	1,040.0	1,040.0	1,040.0	1,040.0	1,040.0	1,040.0	1,040.0	1,040.0	1,040.0
اليابان	765.2	765.2	765.2	765.2	765.2	765.2	765.2	765.2	765.2	765.2	765.2	765.2
هولندا	612.5	612.5	612.5	612.5	612.5	612.5	612.5	612.5	612.5	612.5	612.5	612.5
تركيا	513.0	499.9	504.5	515.5	479.3	474.4	442.1	377.1	427.8	456.1	495.6	564.8
الهند	557.7	557.7	557.7	557.7	557.8	557.8	557.8	557.8	557.8	557.8	557.8	558.1
تايوان	423.6	423.6	423.6	423.6	422.7	422.7	423.6	423.6	423.6	423.6	423.6	423.6
البرتغال	382.5	382.5	382.5	382.5	382.5	382.5	382.5	382.5	382.5	382.5	382.5	382.5
السعوديه	322.9	322.9	322.9	322.9	322.9	322.9	322.9	322.9	322.9	322.9	322.9	322.9
المملكة المتحده	310.3	310.3	310.3	310.3	310.3	310.3	310.3	310.3	310.3	310.3	310.3	310.3
كزاخستان	198.4	205.7	213.5	221.8	228.3	238.2	248.2	258.1	267.7	279.0	289.3	301.0
لبنان	286.8	286.8	286.8	286.8	286.8	286.8	286.8	286.8	286.8	286.8	286.8	286.8
اسبانيا	281.6	281.6	281.6	281.6	281.6	281.6	281.6	281.6	281.6	281.6	281.6	281.6
أستراليا	280.0	280.0	280.0	280.0	280.0	280.0	280.0	280.0	280.0	280.0	280.0	280.0
بلجيكا	227.4	227.4	227.4	227.4	227.4	227.4	227.4	227.4	227.4	227.4	227.4	227.4
الفلبين	195.3	195.4	195.6	195.9	195.9	196.2	196.3	196.3	196.3	196.4	196.4	196.4
الجزائر	173.6	173.6	173.6	173.6	173.6	173.6	173.6	173.6	173.6	173.6	173.6	173.6

Source: World Gold Council, **Quarterly times series on World Official Gold Reserves since 2000,** Published8th https://www.gold.org/download/file/4729/quarterly_gold_and_fx_reserves_q4_2017.xlsx, September 2017,تم الاطلاع بتاريخ: 1-4-2018 على 17:11

ولقد كان الذهب بالنسبة للعديد من الدول يمثل الأصل الرئيسي أو حتى الوحيد أحيانا في الاحتياطيات، أما الأسباب التقليدية للاحتفاظ بالذهب فكانت كالتالي:[1]

- النظر إلى الذهب على أنه الأصل المطلق الذي يمكن الاحتفاظ به في حالات الطوارئ، وفي الماضي في كثير من الأحيان كان باهض الثمن في أوقات عدم الاستقرار المالي أو عدم اليقين.
- يمثل مخزن أساسي للقيمة، حيث احتفظ الذهب تقليدياً بقيمته مقابل التضخم وكان مقبولاً دائماً كوسيلة للتبادل بين البلدان.
- عدم وجود مخاطرة في السداد إذ لا يمكن تجميده أو رفضه.
- دور الذهب التاريخي في النظام النقدي الدولي باعتباره الداعم النهائي للأموال الورقية المحلية.

[1] John Nugée, OP-CIT, P.15.

ثانيا: حقوق السحب الخاصة (SDR):

حق السحب الخاص Special Drawing Right (SDR) هو أصل احتياطي دولي استحدثه صندوق النقد الدولي في عام 1969 ليصبح مكملا للاحتياطيات الرسمية الخاصة بالبلدان الأعضاء، وبحلول مارس 2016، كان قد تم استحداث 204,1 مليار وحدة حقوق سحب خاصة (ما يعادل حوالي 285مليار دولار أمريكي) وتوزيعها على البلدان الأعضاء، ويمكن مبادلة حقوق السحب الخاصة بأي من العملات القابلة للاستخدام الحر، وتتحدد قيمة حق السحب الخاص وفق سلة من خمس عملات رئيسية – وهي اليوان الصيني، والدولار الأمريكي، واليورو، والين الياباني، والجنيه الاسترليني –اعتبارا من 1 أكتوبر 2016 [1]، وتحدد أوزان هذه العملات في هذه السلة حسب المعادلة التالية:[2]

$$\omega_i = 0.5 \times \left(\frac{X_i}{X}\right) + 0.5 \times \left[\frac{1}{3}.\frac{R_i}{R} + \frac{1}{3}.\frac{FX_i}{FX} + \frac{1}{3}.\frac{(IBL_i + IDS_i)}{(IBL + IDS)}\right]$$

حيث أن:

X : صادرات السلع والخدمات وايرادات القروض ، R : رصيد الاحتياطيات، FX : حصة العملة من القيمة الإجمالية لدوران العملات الأجنبية في السوق، IBL : حصة العملة من القيمة الإجمالية من الائتمانات المصرفية الدولية، IDS : حصة العملة من سندات الدين الدولية.

وتبلغ أوزان الدولار الأمريكي واليورو واليوان الصيني والين الياباني والجنيه الاسترليني 41.73%، و 30.93%، و 10.92%، و 8.33%، و 8.09% على التوالي. وتم استخدام هذه الأوزان لتحديد مقدار ما تتضمنه سلة تقييم حقوق السحب الخاصة الجديدة من كل عملة من العملات الخمس ، التي بدأ العمل بها في 1 أكتوبر 2016، وستظل مقادير هذه العملات الجديدة ثابتة على مدار فترة التقييم القادمة التي تغطي خمس سنوات[3]

[1] صندوق النقد الدولي، **حق السحب الخاص**، صحيفة وقائع، أكتوبر2016، ص1.

[2] International Monetary Fund, **Special Drawing Rights**, IFM Financial Operations, Third Edition, Washington D.C, 2016, P.97.

[3] صندوق النقد الدولي، **حق السحب الخاص**، مرجع سابق، ص2.

يجوز للصندوق بموجب اتفاقية تأسيسه (المادة الخامسة عشرة، القسم الأول، والمادة الثامنة عشرة) أن يوزع مخصصات من حقوق السحب الخاصة على البلدان الأعضاء بالتناسب مع حصص عضويتها في الصندوق (انظر الجدول (1-2) أدناه)، ويتيح هذا التوزيع حصول كل بلد عضو على أصل احتياطي دولي دون تكلفة أو شروط.

وتتسم آلية حقوق السحب الخاصة بالتمويل الذاتي حيث تفرض رسوما على التوزيعات يتم استخدامها لاحقا في سداد الفائدة على حيازة حقوق السحب الخاصة، وإذا لم يستخدم بلد عضو أيا من حيازة حقوق السحب الخاصة المخصصة له، تصبح الرسوم مساوية للفائدة المتلقات، أما إذا زادت حقوق السحب الخاصة لدى البلد العضو فتجاوزت المقدار المخصص له، فإنه يكتسب فوائد فعلية على المقدار الزائد، وبالعكس، إذا كانت حيازته أقل من هذا المخصص فيصبح عليه دفع فوائد على مقدار النقص.

الجدول(1-2): مخصصات وحيازات حقوق السحب الخاصة لبعض الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي

الأعضـــاء		حيازات حقوق السحب الخاصه	مخصصات حقوق السحب الخاصه
أفغانستان	Afghanistan	55,822,475	155,314,267
ألبانيا	Albania	105,788,332	46,450,260
الجزائر	Algeria	897,542,486	1,198,184,979
أونغولا	Angola	228,336,020	273,008,626
أنتيغوا وباربودا	Antigua and Barbuda	45,101	12,499,524
الأرجنتين	Argentina	1,784,912,869	2,020,039,967
أرمينيا	Armenia	384,287	87,988,659
أستراليا	Australia	2,833,482,123	3,083,171,021
النمسا	Austria	1,624,339,830	1,736,313,856
أذربيجان	Azerbaijan	95,817,174	153,576,220
البهاماس	Bahamas	70,852,750	124,413,351
البحرين	Bahrain	65,213,006	124,350,296
بنغلاداش	Bangladesh	962,434,987	510,404,987
بربادوس	Barbados	12,656,044	64,373,832
بلاروسيا	Belarus	371,798,926	368,643,579
بلجيكا	Belgium	3,892,983,774	4,323,343,606
بليز	Belize	20,072,287	17,894,255

Source: International Monetary Fund, **SDR Allocations and Holdings March 31**, **2018**, https://www.imf.org/external/np/fin/tad/extsdr2.aspx?date1key=2018-03-31, تاريخ الاطلاع:2017/04/07, على الساعة 18:15.

ثالثا: وضعية الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي

وتتمثل في مجموع شريحة الاحتياطي بالإضافة إلى المديونية على لصندوق

1/شريحة الاحتياطي: مراكز شريحة الاحتياطي لدى الصندوق هي مطالبات سائلة مستحقة للبلدان الأعضاء على الصندوق وهي لا تنشأ فقط من مدفوعات الأصول الاحتياطية مقابل حصص الاكتتاب في رأسمال الصندوق، ولكنها تنشأ أيضا من مبيعات الصندوق من عملات البلدان الأعضاء لتلبية الطلب على استخدام موارد الصندوق من بلدان أعضاء أخرى في حاجة لتمويل موازين مدفوعاتها، ويؤدي سداد (إعادة شراء) موارد صندوق النقد الدولي بهذه العملات إلى خفض الاستحقاقات السائلة للبلدان الأعضاء التي تم توفير عملاتها لأعضاء آخرين.[1]

الجدول(1-3): وضعية شريحة الاحتياطي لبعض الدول (بوحدات السحب الخاصة)

بتاريخ As of date	الأعضاء Member	وضعية شريحة الإحتياطي (SDR) Reserve Tranche Position
03/31/2018	الجزائر Algeria	198,081,501
03/31/2018	أستراليا Australia	305,929,410
03/31/2018	ألمانيا Germany	2,108,115,086
03/31/2018	اليونان Greece	572,888,059
03/31/2018	الكويت Kuwait	156,682,701

المصدر: صندوق النقد الدولي، https://www.imf.org/external/np/fin/tad/query.aspx، تاريخ الإطلاع: 2018/04/08 على الساعة:17:48.

2/ المديونية على الصندوق (بموجب اتفاقية اقتراض) في "حساب الموارد العامة" تكون متاحة بسهولة للبلد العضو، بما في ذلك **الإقراض المقدم من البلد المُبلّغ إلى الصندوق** بموجب "الاتفاقات العامة للاقتراض" و"الاتفاقات الجديدة للاقتراض"، والمطالبات على الصندوق المحررة بحقوق السحب الخاصة تُعتبر مطالبات بالعملة الأجنبية.[2]

رابعا: الاحتياطيات بالعملات الأجنبيه

ويعتبر كل من الدولار الأمريكي واليورو أهم عملتين مكونتين للاحتياطيات النقدية الأجنبيه (انظر الجدول (1-4) أدناه)، وتُدرج تحت فئة الاحتياطيات بالعملة الأجنبية كل من الأوراق المالية، والعملة والودائع، وذلك حسب النموذج القياسي الذي قدمه صندوق النقد الدولي.

[1] صندوق النقد الدولي، **الاحتياطات الدوليه والسيولة بالعملة الأجنبيه المبادئ التوجيهية لإعداد نموذج قياسي للبيانات**، مرجع سابق، ص18.

[2] نفس المرجع، نفس الصفحة.

الجدول(1-4): العملات المكونة للاحتياطيات النقدية الاجنبية العالمية (مقومه بملايين الدولارات

ملايين الدولارات الأمريكية	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
اجمالي احتياطيات النقد الأجنبي	11,435,798.26	11,458,131.01	11,180,847.45	10,920,686.87	10,923,969.72	10,965,451.50	10,992,608.12	10,714,678.60	10,899,423.15	11,118,858.17	11,296,050.45	11,424,946.17
الاحتياطيات المخصصه	6,748,101.77	7,332,000.18	7,246,513.64	7,415,852.88	7,766,457.19	8,057,481.03	8,354,232.05	8,421,064.85	8,836,147.34	9,259,814.63	9,645,732.79	10,018,610.97
مطالبات بالدولار الأمريكي	4,451,942.87	4,785,464.28	4,747,799.44	4,873,727.57	5,082,221.39	5,253,270.19	5,403,391.86	5,501,983.66	5,713,349.58	5,909,133.13	6,124,727.32	6,281,543.84
مطالبات باليورو	1,350,442.13	1,458,317.80	1,433,635.26	1,419,266.57	1,517,800.33	1,563,221.43	1,643,173.77	1,610,869.42	1,703,131.20	1,847,186.19	1,933,684.35	2,018,536.20
مطالبات باليوان الصيني								90,777.36	95,419.79	99,996.42	108,372.05	122,801.75
مطالبات بالين الياباني	258,125.19	261,225.82	252,572.04	278,305.79	284,066.65	328,836.17	349,953.31	332,933.22	399,850.05	427,788.53	435,669.89	490,135.24
مطالبات بالجنيه الإسترليني	258,389.17	335,712.65	333,755.97	349,657.24	361,229.43	367,380.55	368,075.82	365,849.18	377,888.41	409,481.41	434,080.27	454,549.51
مطالبات بالدولار الأسترالي	105,039.30	127,090.27	120,017.64	131,026.28	133,668.42	136,982.07	150,196.32	142,303.39	156,281.51	162,306.04	171,222.52	179,999.91
مطالبات بالدولار الكندي	115,389.12	130,291.30	126,356.63	131,608.11	140,374.79	147,672.92	159,851.44	163,142.45	167,491.30	178,769.42	192,852.94	202,818.53
مطالبات بالفرنك السويسري	17,774.83	21,386.31	18,317.05	19,822.75	14,817.69	14,334.44	14,790.11	13,694.16	14,451.51	15,599.88	16,313.62	18,149.12
مطالبات بالعملات الأخرى	190,999.18	212,511.76	214,059.61	212,438.57	232,278.47	245,783.26	264,799.42	199,512.00	208,283.98	209,553.59	228,809.83	250,076.88
الاحتياطيات غير المخصصه	4,687,696.48	4,126,130.83	3,934,333.81	3,504,833.99	3,157,512.53	2,907,970.47	2,638,376.07	2,293,613.75	2,063,275.81	1,859,043.55	1,650,317.66	1,406,335.20
أسهم الاحتياطيات المخصصه	59.01	63.99	64.81	67.91	71.10	73.48	76.00	78.59	81.07	83.28	85.39	87.69
أسهم الدولار الأمريكي	65.97	65.27	65.52	65.72	65.44	65.20	64.68	65.34	64.66	63.81	63.50	62.70
أسهم اليورو	20.01	19.89	19.78	19.14	19.54	19.40	19.67	19.13	19.27	19.95	20.05	20.15
أسهم الرمنبي الصيني								1.08	1.08	1.08	1.12	1.23
أسهم الين الياباني	3.83	3.56	3.49	3.75	3.66	4.08	4.19	3.95	4.53	4.62	4.52	4.89
أسهم الجنيه الإسترليني	3.83	4.58	4.61	4.71	4.65	4.56	4.41	4.34	4.28	4.42	4.50	4.54
أسهم الدولار الأسترالي	1.56	1.73	1.66	1.77	1.72	1.70	1.80	1.69	1.77	1.75	1.78	1.80
أسهم الدولار الكندي	1.71	1.78	1.74	1.77	1.81	1.83	1.91	1.94	1.90	1.93	2.00	2.02
أسهم الفرنك السويسري	0.26	0.29	0.25	0.27	0.19	0.18	0.18	0.16	0.16	0.17	0.17	0.18
أسهم العملات الأخرى	2.83	2.90	2.95	2.86	2.99	3.05	3.17	2.37	2.36	2.26	2.37	2.50
أسهم الاحتياطيات غير المخصصه	40.99	36.01	35.19	32.09	28.90	26.52	24.00	21.41	18.93	16.72	14.61	12.31

Source:IMF, **Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)**, http://data.imf.org/regular.aspx?key=41175, 18:00 : تم الاطلاع بتاريخ 7/4/2018على

1/ **الأوراق المالية**: ينبغي أن تشمل الأوراق المالية حقوق الملكية وسندات الدين التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة وقابلية التداول، وكذلك الأوراق المالية طويلة الأجل التي تتمتع بالسيولة وقابلية التداول (كسندات الخزانة الأمريكية ذات أجل الاستحقاق البالغ 30سنة). ومن حيث المبدأ، يتم استبعاد الأوراق المالية غير المدرجة في البورصة للتداول العام، ما لم تعتبر متمتعة بسيولة كافية تؤهلها لأن تكون أصولا احتياطية.[1]

2/ **مجموع العملة والودائع**: المقصود بالودائع هنا هو الودائع المتاحة عند الطلب، وتمشيا مع مفهوم السيولة، يقصد بهذه الودائع بوجه عام الودائع تحت الطلب، ويمكن أن يندرج ضمن هذا المفهوم الودائع لأجل القابلة للاسترداد عند الطلب أو خلال مهلة وجيزة للغاية دون تأثير يذكر على قيمة الوديعة، والودائع المتضمنة في الأصول الاحتياطية هي الودائع لدى البنوك المركزية الأجنبية، وبنك التسويات الدولية، وبنوك أخرى، وتتكون العملة من النقود الورقية والمعدنية المتداولة من العملات الأجنبية والمستخدمة عموما لأداء مدفوعات.[2]

[1] نفس المرجع السابق، ص15.
[2] نفس المرجع، ص18.

خامسا: الأصول الاحتياطية الأخرى

وتشمل جميع الأصول الأجنبية السائلة المتاحة تحت تصرف السلطات النقدية التي لم تدرج مع الفئات الأخرى وتشمل ما يلي:[1]

- صافي قيمة مراكز المشتقات المالية المحدد حسب سعر السوق (عقود آجلة، مستقبليات العملة، مبادلة العملة، الخيارات) مع غير المقمين، إذا كانت المنتجات المشتقة المعنية ذات صلة بإدارة الأصول الاحتياطية، وتشكل جزءا لا يتجزأ من تقييم تلك الأصول، وتحت السيطرة الفعلية للسلطات النقدية، ويجب أن تكون هذه الأصول عالية السيولة ومحررة وتتم تسويتها بالعملة الأجنبية
- القروض قصيرة الأجل بالعملة الأجنبية القابلة للاسترداد عند الطلب التي تقدمها السلطات النقدية إلى كيانات مصرفية غير مقيمة.
- القروض طويلة الأجل للحسابات الاستئمانية التي يديرها صندوق النقد الدولي والمتاحة تحت التصرف لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات.
- الأصول المالية الأخرى غير المدرجة في موضع آخر ولكنها أصول بالعملة الأجنبية متاحة للاستخدام الفوري.
- الأصول محل معاملات إعادة الشراء السائلة والمتاحة تحت تصرف السلطات النقدية عند الطلب

المطلب الرابع: أهمية وأهداف حيازة احتياطات الصرف الأجنبي

على الرغم من احتفاظ جميع البلدان تقريبًا باحتياطي الصرف الأجنبي، إلا أن أسباب ذلك تختلف من بلد لأخر، فقبل وضع سياسة استراتيجية للاحتياطيات، يتعين على السلطات أن تحدد بالضبط لماذا تحتفظ بالاحتياطيات التي لديها، وهكذا نكون بصدد التطرق لأهم دوافع حيازة احتياطيات الصرف الأجنبي.

[1] نفس المرجع، ص.ص 19-20.

أولا: وظائف احتياطيات الصرف الأجنبي: لا خلاف بين المتخصصين حول ضرورة تكوين الاحتياطيات الدولية عند المستويات الآمنة والملائمة والتي تلعب دورا فعالا في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والمالي، حيث تنص النظرية الاقتصادية على أن الدول تهدف بشكل عام من بناء احتياطاتها الأجنبية إلى مايلي:[1]

- **التخفيف من الاختلالات** غير المتوقعة والظرفية في المدفوعات الدولية.
- ضمان **التوازن في ميزان المدفوعات والإيفاء بالتزامات الديون** الخارجية بالعملات الأجنبية.
- تمثل **خط دفاع مهم للصمود أمام الهزات الاقتصادية والمالية**، والحد من التأثر بالعوامل الخارجية من خلال الحفاظ على السيولة بالعملة الأجنبية لاستيعاب الصدمات في أوقات الأزمات.
- **تجنيب الدولة انتهاج بعض السياسات الاقتصادية والاجتماعية غير المرغوبة** في حالة عدم وجود أو كفاية تلك الاحتياطيات (كاتباع سياسه تقشفيه وما يصاحبها من تداعيات)
- **الحيلولة دون تدهور سعر صرف العملة** واستخدامها كأحد أدوات السياسه النقدية، إذ قد تلجأ بعض الدول لاستخدام أسواق العملات الأجنبية للتأثير على السياسة النقدية المحلية، من خلال عرض العملة المحلية في السوق أو شرائها مقابل العملات الأجنبية، مما يؤثر على توازن سوق المال المحلي ومعدلات الفائدة المحلية.
- تحفظ الاحتياطيات في بعض الأحيان **كداعم رسمي للعملة المحلية**. وهو استخدام التقليدي للاحتياطيات، وخاصة بالنسبة لاحتياطيات الذهب.
- **عامل ثقة للدائنين** فوجود كمية كافية من الاحتياطيات الأجنبية يسهل الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية لكل من الحكومة والقطاع الخاص، لأن وكالات التصنيف الائتماني والمقرضين الأجانب يأخذون في الاعتبار مستوى الاحتياطي الأجنبي للبلد عند الحكم على قدرة السداد للمدينين المحليين، وبالتالي فإن وجود كمية كافية من الاحتياطيات الأجنبية يقلل من مخاطر الائتمان أو السيولة المحتملة للقروض الأجنبية.[2]
- **تلبية احتياجات المعاملات:** يتم الاحتفاظ بالاحتياطيات لتمويل الطلب على عمليات الصرف الأجنبي من القطاعين العام والخاص ،في حين أن دافع المعاملات يعتبر هامشي في الاقتصاديات المتقدمة و الاقتصاديات التي

[1] خبازي فاطمة الزهراء، **أثر ممارسات الإفصاح عن الاحتياطات الأجنبية على شفافية السياسات النقدية والمالية**، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد:11، جامعة خميس مليانة، الجزائر، ص 320.

[2] CENTRAL BANK OF COLOMBIA, OP-CIT, p12.

لها إمكانية الوصول إلى الأسواق الدولية، ولكن من المرجح أن يكون أكثر أهمية في البلدان النامية، نظرا لمحدودية الوصول إلى أسواق رؤوس الأموال الدولية وموسمية إيرادات النقد الأجنبي ،و الرقابة الكبيرة على الصرف، فنسبة كبيرة من معاملات الصرف الأجنبي يتم توجيهها من خلال البنك المركزي ، ففي مثل هذه الحالات يكون الاقتراض أكثر تكلفة من الاعتماد على الاحتياطات.[1]

❖ **تنويع الثروة:** تُراكم بعض البنوك المركزية الثروة وتستخدمها في محفظة احتياطي خارجية كمخزن للقيمة لتراكم الثروة الفائضة، لأغراض الاستهلاك في المستقبل، إن مثل هذه البنوك المركزية تقسم محفظة الاحتياطي إلى شريحة السيولة وشريحة الثروة التي تشمل الأوراق المالية الطويلة المدى مثل السندات والأسهم وتدار بمعيار مختلف عن محفظة السيولة وهكذا تعظم العائد.[2]

ثانيا: احتياطيات الصرف الأجنبيه بين تحقق أهداف وتكلفة الحيازة: من أهم متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي أن يكون لمدراء البنوك المركزية تقديرا لما يعتبر مستوى ملائما، فإذا كان مستوى احتياطاتها اقل من المستوى الكافي المطلوب عرضت اقتصادها للصدمات، أما إذا كان مستوى احتياطاتها أكبر من المستوى المطلوب فيواجه البلد تكاليف تتمثل في التضحية بالاستخدامات (أو الفرص) البديلة للموارد التي تتيحها هذه الاحتياطيات، من هنا وجب أن تحرص إدارة البنك المركزي على المعادلة بين تكاليف ومنافع حيازة هذه الاحتياطات، وحتى تكون إدارة احتياطات الصرف الأجنبي إدارة سليمة، فلابد أن يكون هناك تعادل بين التكلفة والعائد حتى يمكن تقدير المستوى الأمثل للاحتياطيات، فيجب أن يتوفر تعادل بين حجم المنافع المتوقعة وبين التكلفة بحيث:[3]

❖ إذا كانت المنافع المتوقعة اقل من تكلفة هذه الاحتياطيات: فيكون هناك حالة إفراط في هذه الاحتياطيات (Excess Reserve)

❖ إذا كانت المنافع المتوقعة أكبر من كلفة هذه الاحتياطيات: فيكون مستوى تلك الاحتياطيات أقل من الفرصة المتاحة.(Deficit)

❖ الوضع الأمثل(Optimal) بالطبع هو أن تحرص البنوك المركزية على المعادلة بين المنافع والتكلفة.

---

[1] بوكروديد عبد القادر، **متطلبات كفاءة ادارة احتياطات الصرف الاجنبي بالبنوك المركزية (دراسة حالة بنك الجزائر)**، مرجع سابق الذكر، ص49.

[2] نفس المرجع، ص51.

[3] زايري بلقاسم، **كفاية الاحتياطيات الدوليه في الاقتصاد الجزائري**، مجلة شمال إفريقيا، العدد السابع، جامعة شلف، الجزائر، 2009، ص47.

المبحث الثاني: إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي

تعد إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي من اكبر التحديات التي تواجهها السلطات المعنية بهذا الجانب، إذ وكما تسعى الإدارة الكفؤة للاحتياطات إلى توليد عائدات معقولة على المدى المتوسط و الطويل على الأموال المستثمرة، عليها أخذ قيود السيولة و المخاطر الأخرى في الاعتبار، حيث تستند فلسفة ادارة احتياطيات الصرف على كل من هدف السيولة والأمان والعائد، إلا إن هذه العملية تختلف مضامينها من بلد لأخر ،كما تعمل الإدارة السليمة للاحتياطيات الأجنبية على زيادة قدرة الاقتصاد على تحمل الصدمات الخارجية، وفي محاولتنا للإحاطة بموضوع إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي، حاولنا التطرق في فيما يلي إلى النقاط الرئيسية التالية: مفهوم إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي، أهمية وأهداف إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي، وأيضا كفاية الاحتياطيات من الصرف الأجنبي.

المطلب الأول: مفهوم إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي

تنطوي إدارة الاحتياطيات الأجنبية على مجموعة من الإجراءات والسياسات التي تستهدف اتاحة قدر كاف من الأصول الأجنبية لتكون تحت تصرف السلطات النقدية بغرض تحقيق أهداف وطنية محددة تأتي في إطار الأهداف العامة المحددة سلفا ضمن الخطة الاستراتيجية العامة للدولة.[1]

يرى صندوق النقد الدولي أن إدارة احتياطات الصرف الأجنبيه هي عملية تكفل إتاحة قدر كاف من الأصول الأجنبية الرسمية المملوكة للقطاع العام للسلطات المختصة بصفة دائمة، كما تكفل سيطرة السلطات عليها لتحقيق طائفة محددة من الأهداف لبلد أو اتحاد*. وفي هذا السياق يُعهد إلى الجهاز المعني بمسؤولية إدارة الاحتياطيات وجميع المخاطر المصاحبة.[2]

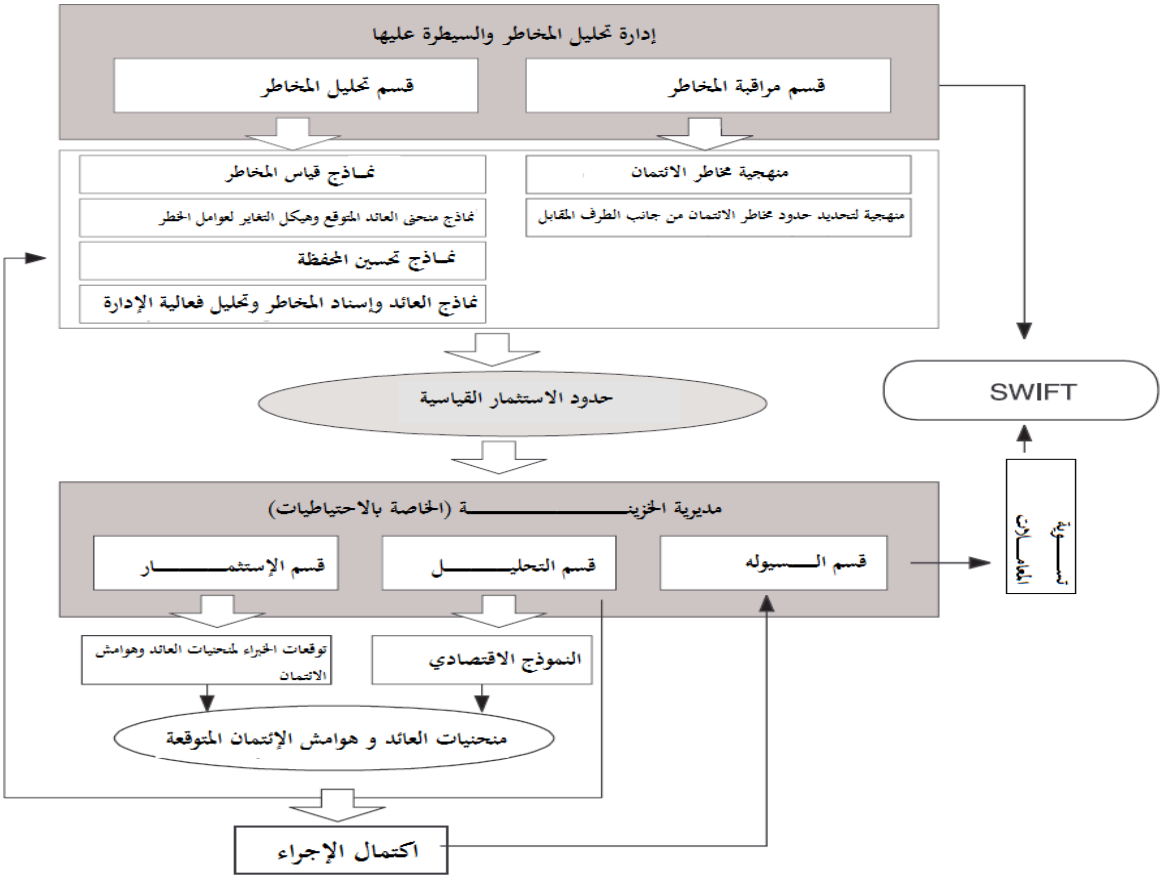
[1] أحمد شفيق الشاذلي، مرجع سابق الذكر، ص19.

* تستخدم كلمة اتحاد تعبيرا عن الاتحادات النقدية أو اتحادات إدارة النقد التي تضطلع أيضا بمهمة إدارة الاحتياطيات.

[2] صندوق النقد الدولي، **المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبي**، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، 20سبتمبر2001، ص4.

وإدارة الاحتياطيات الأجنبية تتم كأي عمل إداري تتضمن سلسله من الاتصالات والتفاعلات وذلك لأجل اتخاذ القرارات الصحيحة (أنظر الشكل (1-1) أدناه)

الشكل(1-1): الاتصالات المتعلقة بإدارة الاحتياطي الأجنبي



Source : Tsvetan Manchev, op.cit, p.90.

ولتحقيق إدارة كفؤة للاحتياطيات يجب أن تتوفر على:[1]

- ❖ وضع إطار عام يتضمن استراتيجية محددة الأهداف والنطاق.
- ❖ توافق الاستراتيجيات مع البيئة المميزة لكل بلد وخاصة ترتيبات سعر الصرف.

[1] أحمد شفيق الشاذلي، مرجع سابق الذكر، ص20.

- ضرورة العمل على استحداث استراتيجيات بديله لإدارة الاحتياطيات وتقييم كل منها فيما يتعلق بكفاية الاحتياطيات وملائمتها.
- العمل على الحد من الحساسية إزاء التقلبات الخارجية
- الأخذ في الاعتبار استراتيجية إدارة الدين الخارجي من ناحية اجال استحقاقه والعملات التي يتم الاقتراض والسداد بها.

المطلب الثاني: أهمية وأهداف إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي

إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي وكأي عمل اداري يجب أن تكون محددة الأهداف، وذات رؤية واضحة، مما يجعلها ذات أهمية بالغة في تسيير الاحتياطيات.

أولا: أهمية إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي

تتسم الممارسات السليمة لإدارة الاحتياطيات بالأهمية البالغة نظرا لأنها[1]:

- يمكن أن تزيد من القدرة الكلية للبلد أو المنطقة على تحمل الصدمات ، ويحصل مديرو الاحتياطيات من خلال تعاملهم مع مختلف المسائل المتعلقة بإدارة الاحتياطيات على معلومات قيمة تجعل صانعي السياسات على علم بالتغيرات التي تحدث على مستوى الاقتصاد العالمي والأسواق المالية الدولية مما يمكنهم (مديرو الاحتياطيات) من الحصول على رؤية واضحة وشاملة للتحديدات والمخاطر المحتملة والفرص المتوفرة ، وقد ظهرت أيضا أهمية الممارسات السليمة لإدارة الاحتياطيات في الدراسات والتجارب المتعلقة بالمخاطر التي تفيد قدرة السلطات المختصة على الاستجابة بصورة فعالة للأزمات المالية، الأمر الذي ربما تسبب في زيادة حدة هذه الأزمات ، ولذلك فإن ممارسة إدارة الاحتياطيات التي تتسم بالضعف نتج عنها تكاليف باهظة ، وقد تحملت العديد من الدول خسائر فادحة كانت لها تبعات مباشرة وغير مباشرة على ماليتها العامة.

[1] محمدي الطيب أحمد، **إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر (الواقع والمتطلبات)**، رسالة ماجستير ، جامعة حسيبة بن بوعلي ، الشلف ، 2007-2008 ، ص78-79.

- يمكن للسياسات والممارسات السليمة لإدارة الاحتياطيات أن تدعم الإدارة السليمة للاقتصاد الكلي ولكنها ليست بديلا لها. وعلاوة على ذلك فإن عدم سلامة السياسات الاقتصادية (سياسة المالية العامة، والسياسة النقدية وسياسة سعر الصرف، والسياسة المالية) يمكن أن تعرض مقدرة السلطات على إدارة الاحتياطيات لمخاطر بالغة.

ثانيا: أهداف إدارة احتياطي الصرف الأجنبي

على الدوام نلاحظ البنوك المركزية في أنشطتها لإدارة احتياطي العملات الأجنبية، تضطر للمفاضلة بين ثلاثة أهداف:[1]

- كفاية احتياطيات النقد الأجنبي.
- السيطرة على مخاطر السيولة والسوق والائتمان بأسلوب سليم.
- توليد عائدات معقولة على المدى المتوسط إلى الطويل على الأموال المستثمرة، مع أخذ قيود السيولة والمخاطر الأخرى في الاعتبار.

كما ينبغي أن تكون استراتيجيات إدارة الاحتياطيات متوافقة مع بيئة السياسات المميزة لكل بلد أو اتحاد لا سيما ترتيبات النقد والصرف، وأن تكون بمثابة عنصر داعم لها، وإجراء تحليل تكلفة ومنافع حيازة الاحتياطيات قد يسهل تقييم استراتيجيات بديلة لإدارة الاحتياطيات وآثار كل منها بالنسبة لكفاية الاحتياطيات، كذلك قد تكون ثمة حاجة لأخذ استراتيجيات إدارة الدين الخارجي في الاعتبار عند وضع استراتيجيات إدارة الاحتياطيات، وذلك للحد من الحساسية إزاء التقلبات الخارجية.

المطلب الثالث: كفاية الاحتياطيات من الصرف الأجنبي

إن من متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي أن للبنوك المركزية تضع تقديرا لما يعتبر مستوى ملائما منها، وعدم وجود هذا النوع من التقدير يعرض الاقتصاد للصدمات أو مواجه تكاليف كان بالإمكان تجاوزها، من هنا

[1] صندوق النقد الدولي، **الاحتياطات الدولية و السيولة بالعملة الأجنبية المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبي**، مرجع سابق الذكر، ص7.

وجب أن تحرص إدارة البنك المركزي على المعادلة بين تكاليف ومنافع حيازة هذه الاحتياطات حتى تكون إدارة احتياطات الصرف الأجنبي إدارة سليمة.

أولا: العوامل الاقتصادية المحدد لكفاية احتياطيات الصرف الأجنبية

يمكن تلخيص العوامل الاقتصادية التي تحدد كفاية احتياطيات الصرف الأجنبية على النحو التالي:[1]

1. **الحجم الاقتصادي:** زيادة الحجم الاقتصادي يزيد من المعاملات الدولية، فزيادة الاحتياطيات تكون متوقعة وذلك بالنسبة للسكان ونصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي.
2. **ضعف أو هشاشة الحساب الجاري:** إن أي اقتصاد ما مع وجود روابط تجارية هامة بالأسواق الخارجية يكون أكثر عرضة للصدمات، وبالتالي فإن المزيد من الانفتاح التجاري سوف يكون مرتبطاً بمخزونات احتياطية أعلى، وتتطلب تقلبات الصادرات الكبيرة مستويات أعلى من الاحتياطيات أيضا.
3. **مرونة سعر الصرف:** تساعد المرونة الأكبر على تسهيل الطلب على الاحتياطيات، نظراً لأن البنوك المركزية لم تعد بحاجة إلى مخزون كبير من الاحتياطيات لإدارة سعر الصرف الثابت، ومع ذلك، فإن العديد من البلدان التي اعتمدت أنظمة سعر صرف أكثر مرونة (بما في ذلك العوامات المدارة) لا تسمح بمثل هذه التقلبات.
4. **حساسية رأس المال:** بالإضافة إلى ارتباط الاقتصادات التي تتمتع بالانفتاح المالي بارتفاع تأثيرات الأزمات الماليه، بحيث توجد إمكانيات أكبر لهروب رأس المال، وذلك يستوجب مستوى أعلى من الاحتياطيات.
5. **التكلفة الاجتماعية (أو الفرصة):** هو الفرق بين العائد على الاحتياطيات والإنتاجية الهامشية للاستثمار البديل.

ثانيا: مقاييس كفاية الاحتياطيات

ووفقًا لصندوق النقد الدولي من الناحية العملية، يجب أن يحقق مستوى احتياطي العملات الأجنبية الفعلي المتطلبات التالية:

[1] AFRICAN DEVELOPMENT BANK GROUP, **Holding Excess Foreign Reserves Versus Infrastructure,** Working Paper No178, TUNIS, TUNISIA, july2013, p.3.

1) **نسبة احتياطي النقد الأجنبي إلى الكتلة نقدية بمعناها الواسع(M2)**: وتوفر هذه النسبة تغطية احتياجات السيولة عن طريق الاحتياطيات التي يحتفظ بها البنك المركزي، بالنظر إلى أن العديد من أزمات حساب رأس المال الأخيرة قد رافقها تدفق خارجي للودائع من المقيمين، ويتسم معدل تغطية الاحتياطيات للقاعدة النقدية بأنه مفيد، خاصة في البلدان ذات الحسابات الرأسمالية المفتوحة، لأنه يعكس الطلب على النقد الأجنبي الذي قد ينشأ عن تحويل ودائع البنوك التجارية. ويشير معدل تغطية ودائع النقد الأجنبي إلى القدرة على تلبية احتياجات النظام المصرفي من السيولة في حالة الأزمة.[1]

2) **نسبة غطاء الاستيراد**، حيث يستحسن في كثير من الأحيان الاحتفاظ بما يكفي 3 أشهر من الاستيراد[2]، ومن الجدول (1-5) أدناه فإن الدول التي تملك أكبر الاحتياطيات بدلالة عدد الأشهر هي في الغالب البلدان

الجدول(1-5): إجمالي الاحتياطيات بدلالة عدد أشهر الاستيراد

Country Name	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
المملكة العربية السعودية	29.7	32.1	35.5	36.6	33.1	29.4	31.6
العالم العربي	26.9	32.5	30.4	29.9	27.0	24.1	24.7
الشرق الأوسط وشمال أفريقيا	25.8	31.0	29.2	28.7	25.8	23.1	23.4
الجزائر	36.8	34.8	34.3	32.8	28.2	25.9	22.6
لبنان	16.6	17.5	19.0	16.5	17.2	17.5	19.2
العراق	12.7	13.8	13.1	14.1	13.1	13.8	17.5
اليابان	15.7	15.2	14.2	15.0	14.2	16.8	17.1
البرازيل	10.5	10.7	12.2	11.6	11.4	14.4	17.1
الصين	22.5	19.1	19.1	19.5	19.0	18.0	16.8
سويسرا	8.1	7.9	13.1	12.4	12.5	15.0	16.7
بيرو	11.3	10.3	12.5	12.7	12.6	13.7	13.9
روسيا	14.2	11.6	11.5	10.3	8.5	12.4	13.3
تركيا	4.9	4.0	5.5	5.6	5.6	5.6	5.6
المملكة المتحدة	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.6	1.5
ألمانيا	1.8	1.6	1.9	1.4	1.4	1.4	1.5
الولايات المتحدة	2.1	2.0	2.1	1.6	1.5	1.4	1.5

المصدر: البنك الدولي، **إجمالي الاحتياطيات بدلالة عدد أشهر الاستيراد**، https://data.albankaldawli.org/indicator/FI.RES.TOTL.MO، تاريخ الاطلاع: 2018/04/06، على الساعة 19:23.

الصاعدة والدول النفطية بدرجة أولا، حيث تراوحت بين السنة إلى السنتين من الاستيراد، وقد فاقتها في بعض الدول كالسعودية حيث تجوزت 31 شهرا من الاستيراد سنة2016، و36.8 شهرا بالنسبة للجزائر سنة

[1] بوكروديد عبد القادر، **متطلبات كفاءة ادارة احتياطات الصرف الاجنبي بالبنوك المركزية (دراسة حالة بنك الجزائر)**، مرجع سابق الذكر، ص54.

[2] AFRICAN DEVELOPMENT BANK GROUP, OP-CIT , p.5.

2010، أما الدول المتطورة فمستويات الاحتياطي في الأغلب أقل من المدة الموصى بها من شهور الاستيراد، حيث بلغت 1.5من شهور الاستيراد في كل من المملكة المتحدة وألمانيا والو.م.أ خلال سنة2016.

3) **نسبة الاحتياطيات إلى رصيد الدين الخارجي قصير الأجل:** يقيس قدرة البلد على رد الديون بسرعة، وهو عادة لا ينبغي أن يكون أقل من 100٪، مما يضمن أن جميع الديون الخارجية قصيرة الأجل يمكن سدادها بالكامل في وقت قصير، وتنص القاعدة على أن الاحتفاظ بالاحتياطات الكافية للوفاء بالالتزامات المالية المستحقة في غضون عام واحد دون الحاجة إلى الاعتماد على مصادر خارجية، ما ينبغي أن يكون كافياً لتحمل الصدمات الخارجية.[1]

4) **نسبة احتياطيات العملات الأجنبية إلى مجموع رصيد الدين الخارجي:** وهذا يعكس قدرة البلد على سداد رصيده من الدين الخارجي الإجمالي مع احتياطيات النقد الأجنبي أنظر الجدول(1-6) أدناه، وتقترح نسبة 40 في المائة على أنها النسبة الأمثل.[2]

الجدول(1-6) :نسبة إجمالي الاحتياطيات من إجمالي الدين الخارجي (نسبة مئوية)

Country Name	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الجزائر	2347.85	3155.48	3636.70	3840.12	3375.12	3223.79	2209.67
بوتسوانا	436.38	337.42	303.05	324.72	326.95	339.65	342.27
أفغانستان	212.85	242.40	263.05	282.86	291.77	280.48	302.92
الصين	396.19	311.64	297.61	263.68	220.27	256.81	216.70
تايلند	161.74	159.07	135.17	121.75	116.17	120.67	141.38
الهند	103.11	89.34	76.52	69.76	71.05	73.78	79.29
روسيا	114.69	91.38	90.88	76.25	70.27	78.69	71.86
البرازيل	81.62	87.12	84.71	74.17	65.28	65.60	67.18
أنغولا	116.52	149.16	158.32	131.10	97.33	84.99	67.13
المغرب	87.88	68.23	51.40	48.52	47.95	53.51	54.24
ماليزيا	79.62	92.18	72.07	71.43	58.99	49.90	47.15
المكسيك	49.04	51.14	47.84	44.34	44.24	41.65	42.11
فييتنام	27.76	25.13	41.53	39.56	47.20	36.30	42.01
تركيا	28.57	28.78	35.18	33.57	31.65	27.85	26.12
تونس	43.45	34.38	34.51	29.42	28.43	27.86	21.83

المصدر: البنك الدولي، **نسبة إجمالي الاحتياطيات لاجمالي الدين الخارجي**، https://data.albankaldawli.org/indicator/FI.RES.TOTL.DT.ZS، تاريخ الاطلاع: 2018/04/06، على الساعة 19:23.

المبحث الثالث: الصناديق السياديه ودورها في تفعيل إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي.

[1] AFRICAN DEVELOPMENT BANK GROUP, OP-CIT, p.5.
[2] OP-CIT, p.5.

تماشيا مع ما تناولناه في المبحث السابق والذي تطرقنا فيه لإدارة احتياطيات الصرف الأجنبيه، فإن الطفرة التي شهدتها أسعار النفط خلال العقد الأول من القرن الواحد والعشرين وإلى غاية بداية صيف 2014 ترتب عليها تحقيق فوائض معتبره في الحسابات الجارية وتراكم سريع في الأصول الأجنبية لدى البلدان المصدره للنفط بدرجه أولى، فأنشأت حكوماتها صناديق ثروة سيادية و زادت من حجم الصناديق القائمة كاستراتيجية للمساعدة في إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي لديها، وتعتبر صناديق الثروة السيادية أداة مهمة للادخار وتحقيق الاستقرار الاقتصادي والمالي، كما أنها يمكن أن تكون أداة استثمار ذات بعد عالمي.

المطلب الأول: ظاهرة الصناديق السيادية وعوامل نموها

رغم أن ظاهرة الصناديق السيادية ليست بالجديدة على الساحة المالية العالمية، إلا أن دورها ما فتئ يتعاظم، وهذا ما تجلى في أعقاب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وسنحاول من خلال هذا المطلب استعراض بعض التعاريف التي تناولت مفهوم صناديق الثروة السيادية، والعوامل التي ساهمت في نمو هاته الأخيره.

أولا: مفهوم صناديق الثروه السياديه

لا يوجد تعريف متفق عليه بين الاقتصاديين أو المنظمات ذات الشأن على ما يمكن أن يطلق عليه تسمية صناديق الثروة السيادية، وعليه سنحاول فيمايلي تقديم بعض التعاريف المقترحة في هذا الصدد:

عرفت **الخزينه الأمريكيه** صناديق الثروه السياديه على أنها "صناديق استثمار حكومية تمولها احتياطيات الصرف الأجنبية ولكنها تدار بشكل منفصل عن احتياطيات العملة الرسمية، وهي في الأساس عبارة عن صناديق حكومية تم إعدادها لاستثمار مجمعات الاحتياطيات من أجل تحقيق الربح."[1]

وحسب رؤية صندوق النقد الدولي فصناديق الثروة السيادية هي "صناديق استثمار مملوكة للحكومة، والتي أنشئت لمجموعة متنوعة من أغراض الاقتصاد الكلي، يتم تمويلها عادة عن طريق تحويل أصول احتياطيات الصرف الأجنبي التي يتم استثمارها على المدى الطويل."[2]

[1] Richard Schimbor, **The Impact of Sovereign Wealth Fund Investments on Listed United States Companies,** Economics Honors Thesis, USA, April 29, 2009,

[2]INTERNATIONAL MONETARY FUND, **Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda,** the Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review Departments, February 29, 2008 ,p.4.

وتقترح **مجموعة العمل الدوليه** أن صناديق الثروه السياديه عباره عن "صناديق استثماريه أو ترتيبات ذات غرض خاص تمتلكها الحكومة، وتنشئ هذه الأخيرة صناديق الثروة السيادية لأغراض اقتصادية كلية، وهي صناديق تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها وإدارتها لتحقيق أهداف مالية، مستخدمة في ذلك استراتيجيات تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية."[1]

وفي تقرير الاستثمار العالمي لسنة 2008 **للأونكتاد التابع للأمانه العامه للأمم المتحده** عرفت صناديق الثروة السيادية على أنها "ترتيبات استثمار حكومية يتم تمويلها من خلال تراكم أصول النقد الأجنبي وتدار بشكل منفصل عن الاحتياطيات الرسمية للسلطات النقدية، وعادة ما تكون عوائدها ومعدلات المخاطره فيها أعلى من الاحتياطيات الرسمية التقليدية التي تديرها السلطات النقدية، ومن أهدافها توليد تيار دخل مستدام في المستقبل، وتشمل استثمارات محافظها السندات والأسهم وفئات الأصول البديلة."[2]

إن الاختلاف في تعريف صناديق الثروة السيادية يعود إلى عدم تجانس هذه الصناديق سواء من حيث الأصول أو الاستراتيجية أو طريقة التسيير، مع العلم أن معظمها يركز على اعتبار صندوق الثروة السيادي صندوق استثمار حكومي تستثمر أصوله في الأسواق الخارجية، وهو تعريف يفتقر إلى الدقة باعتبار أن بعض الصناديق تنشأ لأهداف ادخارية وغير استثمارية، كما أن مجال نشاطها قد يكون داخليا أو خارجيا أو كلاهما معا، ومن هذا المنطلق فإن التعريف الأقرب والاشمل لصناديق الثروة السيادية يكون على النحو التالي: **صناديق الثروة السيادية عبارة عن ترتيبات استثمارية مستحدثة ومدارة من قبل الدولة لأغراض استثمارية أو ادخارية، يتم تمولها عن طريق الفوائض المالية المحققة في ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة للدولة كما أن مجال نشاطها قد يكون داخليا أو خارجيا .**

ثانيا: عوامل نمو صناديق الثروة السيادية

لقد عرفت صناديق الثروة السيادية تطورا ملحوظا سواء بالنسبة لعددها الذي بلغ أكثر من53 صندوقا على المستوى العالمي في 2008، أو بالنسبة لأصولها التي فاقت كل التوقعات بأكثر من 2 تريليون دولار لتبلغ 94 صندوقا وأكثر

[1] International Working Group of Sovereign Wealth Funds, **Santiago principales**, Geneva, Switzerland, October 2008, p.3.
[2] UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT, **Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge,** WORLD INVESTMENT REPORT, New York, USA, 2008, p.22.

من 7.42 تريليون دولار في منتصف سنة 2017 أنظر الجدول (1-1) أسفله لأهم الصناديق السياديه وقيمة أصولها خلال سنة 2016 التي بلغت أكثر من 5.5 ترليون دولار، ولهذا النمو أسباب يمكن حصرها في النقاط التالية[1]:

- ارتفاع أسعار المواد الأولية خاصة أسعار المحروقات.
- زيادة التخصيصات المالية الموجهة لهذه الصناديق.
- ظهور صناديق جديدة (الصين، سنغافورة، تايوان، البرازيل، اليابان...إلخ) .

وعادة الصناديق السيادية ذات الأصل الأسيوي تتجه للاستثمار في أسواقها المحلية أو في مناطق جغرافية قريبة منها في حين تفضل الصناديق السيادية الشرق أوسطية الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية أوفي المملكة المتحدة لغياب دعائم وفرص الاستثمار في أسواقها المحلية، إلا أنها بدأت في الاتجاه نحو الأسواق الأسيوية، والصورة التقليدية لاستثمارات الصناديق السيادية الشرق أوسطية، هي الاستثمار في سندات الدين العمومي الأمريكية ثم الأوربية باعتبارها ذات عوائد مضمونة حتى ولو كانت منخفضة إلا أنها قليلة المخاطر، وهذا في البداية هو السلوك التقليدي لكافة الصناديق السيادية إلا أنها سرعان ما بدأت تتجه إلى التملك في المؤسسات والشركات الكبرى ذات العوائد المالية المرتفعة، حيث استثمرت قرابة 75 % من مجاميع استثماراتها الأجنبية المباشرة في البلدان المتقدمة.[2]

[1] مجلخ سليم ،كمال حمانه، **صناديق الثروة السيادية وعلاقتها بالأزمة المالية والاقتصادية العالمية– دراسة حالة الجزائر**، مجلة مركز دراسات الكوفة، العدد 37، جامعة الكوفة، العراق، سنة2015،ص274.بتصرف.

[2] قدي عبد المجيد، **الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة**، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد:6، جامعة شلف، الجزائر،2009، ص4.

الجدول (1-7): صناديق الثروات السيادية والقيمة السوقية لمجموع أصولها بالمليار دولار لسنة 2016

البلد	اسم الصندوق	سنة التأسيس	مصدر الأموال	القيمة السوقية الإجمالية لمجموع الأصول المالية ($ مليار US)
النرويج	صندوق تقاعد الحكومة – عالمية	1990	السلع (النفط والغاز)	$ 903.96
الإمارات–أبوظبي	هيئة أبوظبي للاستثمار	1976	السلع (النفط والغاز)	$ 828.00
الصين	شركة الصين للاستثمار	2007	الفائض التجاري	$ 813.76
الكويت	هيئة الاستثمار الكويتية	1953	السلع (النفط والغاز)	$ 592.00
سنغافورة	حكومة سنغافورة للاستثمار	1981	الفائض التجاري	$ 353.58
دولة قطر	هيئة الاستثمار القطرية	2005	السلع (النفط والغاز)	$ 335.00
الصين	الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي	2000	الفائض التجاري	$ 294.85
الإمارات – دبي	شركة استثمار دبي	2006	السلع (النفط والغاز)	$ 200.82
المملكة العربية السعودية	صندوق الاستثمارات العامة	1971	السلع (النفط والغاز)	$ 190.00
سنغافورة	تيماسيك القابضة	1974	الفائض التجاري	$ 179.71
الإمارات–أبوظبي	شركة مبادلة للتنمية ش.م.ع	2002	السلع (النفط والغاز)	$ 125.00
روسيا	صندوق الثروة الوطني وصندوق الاحتياطي	2008	السلع (النفط والغاز)	$ 110.85
الإمارات–أبوظبي	مجلس أبوظبي للاستثمار	2007	السلع (النفط والغاز)	$ 110.00
أستراليا	صندوق المستقبل الاسترالي	2006	غير السلع	$ 92.51
جمهورية كوريا	شركة كوريا للاستثمار	2005	الشركات المرتبطة بالحكومة	$ 91.80
ليبيا	الهيئة الليبية للاستثمار	2006	السلع (النفط والغاز)	$ 66.00
كازاخستان	الصندوق الوطني الكازاخستاني	2000	السلع (النفط والغاز)	$ 65.70
بروناي	وكالة بروناي للاستثمار	1983	السلع (النفط والغاز)	$ 40.00
ماليزيا	خازانا ناسيونال بيرهارد	1993	الشركات المرتبطة بالحكومة	$ 34.95
الإمارات العربية المتحدة	هيئة الإمارات للاستثمار	2007	السلع (النفط والغاز)	$ 34.00
أذربيجان	صندوق النفط الحكومي الاذربيجاني	1999	السلع (النفط والغاز)	$ 33.21
نيوزيلاندا	صندوق التقاعد نيوزيلندا	2001	غير السلع	$ 21.74
أيرلندا	صندوق الاستثمار الإستراتيجي الأيرلندي	2001	غير السلع	$ 21.70
تيمور الشرقية	صندوق تيمور – ليشتي البترولي	2005	السلع (النفط والغاز)	$ 16.90
الإمارات – دبي	إستثمار العالمية	2003	الشركات المرتبطة بالحكومة	$ 11.50
الإمارات – دبي	مركز دبي المالي العالمي	2002	الشركات المرتبطة بالحكومة	$ 11.00
البحرين	شركة ممتلكات القابضة	2006	الشركات المرتبطة بالحكومة	$ 10.51
روسيا	الروسية المباشر صندوق الاستثمار	2011	غير السلع	$ 10.00
سلطنة عمان	صندوق الاحتياطي العام للدولة	1980	السلع (النفط والغاز)	$ 9.15
سلطنة عمان	صندوق عمان الاستثماري	2006	السلع (النفط والغاز)	$ 6.00
أنغولا	فوندو سوبيرانو دي أنغولا	2012	السلع (النفط والغاز)	$ 4.75
الإمارات رأس الخيمة	هيئة رأس الخيمة للاستثمار	2005	السلع (النفط والغاز)	$ 1.20
نيجيريا	صندوق أجيال المستقبل	2012	السلع (النفط والغاز)	$ 1.07
المملكة المغربية	إثمار كابيتال	2011	الشركات المرتبطة بالحكومة	$ 1.00
فيتنام	مؤسسة عاصمة الدولة للاستثمار	2005	الشركات المرتبطة بالحكومة	$ 0.87
فلسطين	صندوق الاستثمار الفلسطيني	2003	غير السلع	$ 0.80
كيريباس	صندوق احتياطي معادلة الإيرادات	1956	السلع (الفوسفات)	$ 0.65
ساو تومي وبرينسيبي	حساب النفط الوطني	2004	السلع (النفط والغاز)	<0.01
مجموع AUM				$ 5,624.54
مجموع AUM لصناديق النفط والغاز				$ 3,625.41
مجموع AUM لصناديق (الفوائض التجارية)				$ 1,641.90
مجموع أصول الصناديق الآخرى				$ 357.23

Source: Laura Pellizzola, **Introducing Sovereign Wealth Funds**, HUNTING UNICORNS, Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016, International Forum of Sovereign Wealth

ثالثا: أهداف صناديق الثروه السياديه

تتعدد أهداف صناديق الثروه السياديه حيث سنتطرق فيما يلي إلى أهمها:[1]

1. **دخل لتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي**: تم إنشاء هذه الصناديق أساسا للتصدي لتقلبات أسعار السلع الأساسية، وبالتالي يكون لها دور في حماية الاقتصاد وتمويله ضد هذه التقلبات.
2. **مدخرات للأجيال**: يتم إنشاء هذه الصناديق للحفاظ على العائدات من الموارد الطبيعية غير المتجددة وبالتالي تكوين مدخرات لأجيال المستقبل، فالمواد الخام والموارد ذات الصلة بها تتميز بالنضوب، فصناديق المدخرات والمعروفة أيضا بصناديق الأجيال تستخدم لتخصيص الإيرادات وتوزعها عبر الأجيال، بتحويل أصول غير قابلة للتجديد إلى أصول مالية ذات عائد دائم.
3. **تمويل المعاشات التقاعدية**: تهدف بعض الصناديق السيادية لتمويل التزامات المعاشات التقاعدية، وأنشئت هذه الصناديق من أجل مواجهة العجز في المستقبل لدفع المعاشات التقاعدية للشيخوخة، نتيجة لتزايد النمو الديمغرافي والقدرة على تغطية متطلبات التمويل في المستقبل المتعلقة بها.
4. **الحد من تكلفة الفرصه البديله**: تهدف بعض الصناديق السيادية لتعظيم عائد الاحتياطات الأجنبية، كما هو الحال في الشركات الاستثمارية للاحتياطات، وتشتمل احتياطات النقد الأجنبي على جزء ضروري للسياسة النقدية وادارة أسعار الصرف، حيث يتحكم البنك المركزي بالاحتياطات الرسمية وتتم إدارتها بعناية فائقة على المدى القصير لتحقيق الهدف المزدوج المتمثل في السلامة والسيولة، أما الجزء المتبقي من احتياطات النقد الاجنبي فتوضع في الصناديق السيادية ليتم استثمارها، ومن ثم الحد من تكاليف الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطيات.
5. **التنويع الاقتصادي**: يضاف إلى المعضلة المالية العامة في البلدان النفطية وأبعادها التنموية، معضلة أخرى وهي وضعية ما بعد نضوب النفط لذلك فتنويع مصادر الدخل الوطني أو تنويع مصادر الدخل الحكومي بتطوير القطاعات والايرادات غير النفطية، هدف معلن لمعظم البلدان النفطية تحاول تخطيها من خلال صناديق الثروه السياديه.

[1] فرحات عباس، سعود وسيله، **حوكمة الصناديق السيادية–دراسة لتجربة كل من النرويج والجزائر**، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد:04، جامعة المسيلة، الجزائر، ديسمبر 2015،ص.ص 12-13.بتصرف.

6. **الاستقرار المالي محليا ودوليا:** ففي أوقات الأزمات المالية تؤدي الصناديق دورا إيجابيا حتى وان كان نسبيا، وهذا ما أثبتته أزمة الرهن العقاري والأزمة البترولية الأخيرة، أما في أوقات الاستقرار المالي فهناك إمكانية للتأثير الإيجابي على الاستقرار المالي من خلال التأثير على أسعار الأصول المالية.[1]

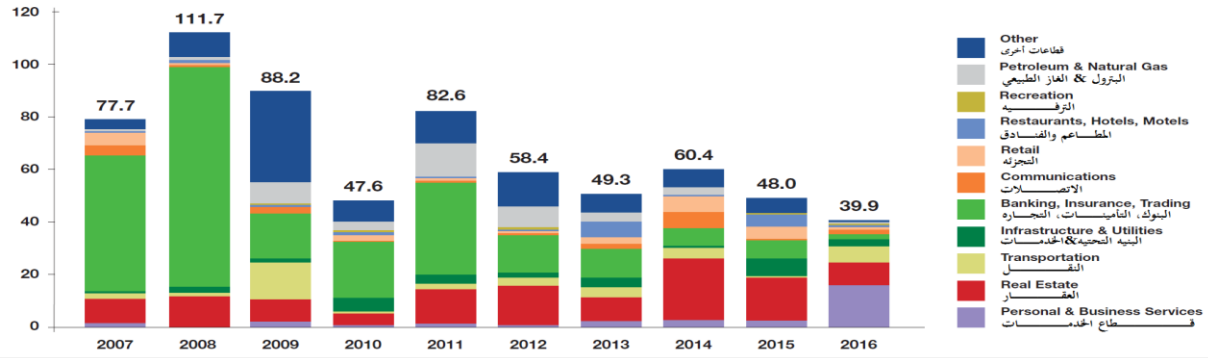
المطلب الثاني: الاستراتيجية الإستثماريه لصناديق الثروه السياديه

تتجلى أهمية الاستراتيجية الاستثماريه لصناديق الثروة السيادية في تحقيق الأهداف المسطرة والغايه التي أنشأت هذه الصناديق من أجلها، وللوقوف على الاستراتيجية الاستثماريه لصناديق الثروه السياديه نستعرض التوزيع القطاعي، والذي يوضح الميل الاستثماري للمجالات المفضلة، وكذا استراتيجية تخصيص الأصول لكل نوع من الصناديق، بالإضافة إلى التوجه الاستثماري الجغرافي لهذه الصناديق، أي الأسواق التي تفضل الصناديق الاستثمار فيها.

أولا: التوزيع القطاعي لاستثمارات صناديق الثروة السيادية:

إن التوزيع القطاعي لاستثمارات صناديق الثروة السيادية يعطي نظرة حول الاستراتيجية المتبعة من قبل هذه الصناديق بتفضيلها لقطاع على حساب أخر، وكذا بتبيان الهدف المعلن حسب نوع الصندوق ولإبراز التوزيع القطاعي لصناديق الثروه السيادية نوضحه في الشكل التالي:

الشكل (1-2): قيمة استثمارات صناديق الثروة السيادية حسب القطاع المستهدف 2007 -2016 (مليار دولار أمريكي)



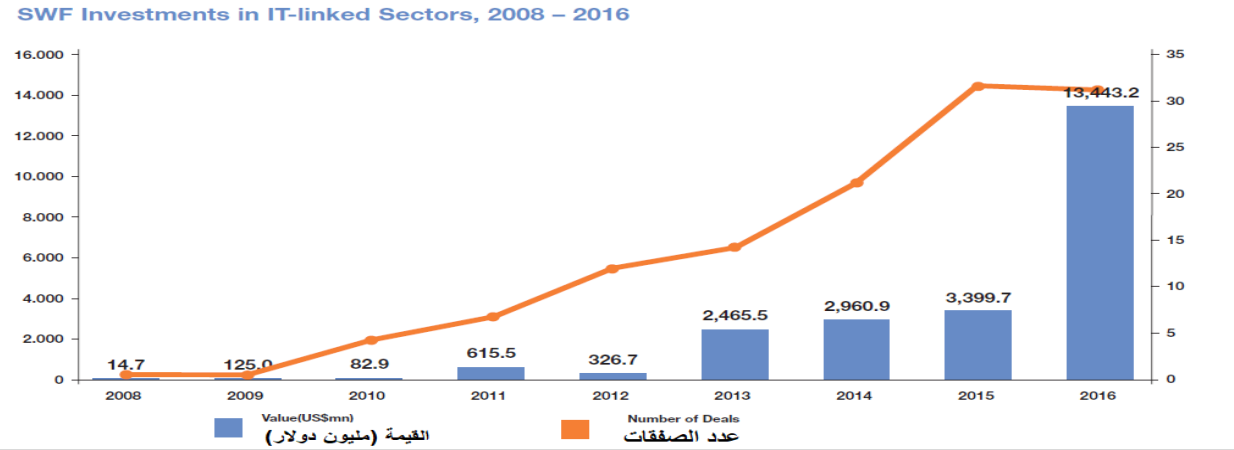
Source: Bernardo Bortolotti, Giacomo Loss, Nikola Trajkov, **SWF Investment in 2016**, HUNTING UNICORNS, Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016, International Forum of Sovereign Wealth Funds, 2017,p.23.

[1] حاج موسى نسيمة، **دور صناديق الثروة السيادية في دعم الاستقرار المالي–دراسة أزمة الرهن العقاري –**، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه، جامعة بومرداس، الجزائر، السنة الجامعية:2014-2015، ص228.

يظهر من الشكل (1-2) أعلاه أن القطاع المصرفي وقطاع التأمينات حاز حصة الأسد من استثمارات SWF إذ تراوحت تدفقات الاستثمار في هذ القطاع بما نسبته من 40-90 % من استثمارات الصناديق وبقيم متذبذبة خلال الفترة 2007-2011 دون أن نغفل دور الأزمه الماليه خلال هذه الفترة والدور التي لعبته الصناديق كعنصر فاعل لما تمثله من ثقل مالي للخروج من الازمه، ما جعل تركيزها و اهتماماتها الاستثماريه تتفاعل مع الأوضاع السائدة في تلك الفترة، ثم بدأ إنحصار الاستثمار في هذا القطاع شيئا فشيئا مع انخفاض مصاحب في قيمة الأصول وذلك منذ سنة 2012 الى غاية 2016 الذي بدى ضئيلا جدا مقارنة بالسنوات السابقة.

أما في القطاع العقاري فظل الوضع مستقر خلال السنوات بالنسبة لقيمة الأصول على طول الفترة المدروسة، وفيما يخص قطاع الخدمات فيبدو الاستثمار فيه يتقدم بوتيرة متسارعة، حيث زاد الاهتمام به من قبل SWF خاصة خلال سنة 2016، وفي قطاع الطاقة كان الاهتمام يزداد به شيئا فشيئا بعد الأزمه لكنه تراجع ثانية بعد انهيار أسعار النفط، اما القطاعات الأخرى فكانت حصتها أقل وان كانت معتبرة القيمة ولكنها كانت متقلبه عموما وغير مستقرة.

الشكل (1-3): استثمارات صناديق الثروه السياديه في قطاع تكنولوجيا المعلومات 2008-2016



Source:Bernardo Bortolotti, Giacomo Loss, Nikola Trajkov, Op-cit ,p.21.

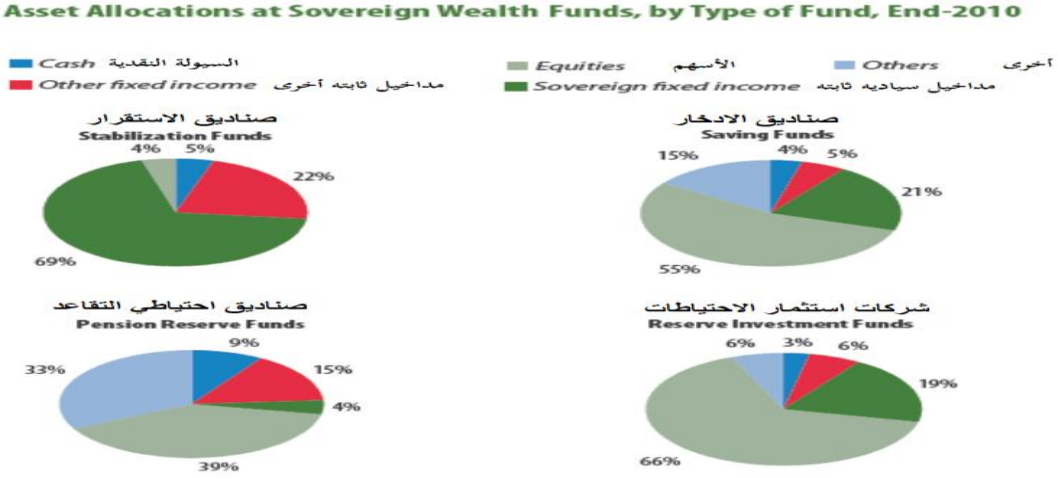
يوجد قطاع أخر يحظى باهتمام متزايد من شرائح كبيره من المستثمرين بما فيها SWF، حيث يعتبره الكثيرون قطاعا واعدا وهو قطاع تكنولوجيا المعلومات، وإن كان غير واضح في الشكل(1-2)، فإنه ومن خلال الشكل(1-3)أعلاه يظهر أنه زادت استثمارات صناديق الثروه السياديه في هذا القطاع بشكل مطرد خلال السنوات حيث انتقلت من 14.7 مليون دولار في سنة 2008 لتصل في 2016 الى ما يفوق 13,4 مليار دولار أمريكي.

ثانيا: استراتيجية تخصيص الأصول في محافظ صناديق الثروه السياديه

ويكون ذلك حسب نوع الصندوق وأهدافه، وبحسب ذلك تشكل محفظته الاستثماريه حسب الخيارات المتاحة، إما بمداخيل سياديه ثابته والتي تعتبر منخفضة المخاطر منخفضه العائد، أو أسهم، أو مداخيل ثابته أخرى كالسندات وغيره، أو تخصيص جزئ كسيوله نقديه، او استثمارات أخرى، ويكون التخصيص حسب نوع الصندوق كالتالي:[1]

أ- **تخصيص أصول محفظة صندوق الاستقرار:** تهدف هذه الاستراتيجية إلى عزل أثار تقلبات أسعار السلع الأساسية والصدمات الخارجية على الاقتصاد والميزانية مثلا: صندوق تحقيق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي الشيلي، الصندوق السيادي لإيران...إلخ، ونظرا لدور هذه الصناديق في تحقيق الاستقرار حال الازمات فإنها تميل إلى الاستثمار إلى حد كبير في محفظة من الأصول عالية السيولة وأصول ذات ارتباط سلبي مع مصدر الخطر، ويكون التخصيص عادة كما هو في الشكل(1-4) بالنسبه لصناديق الاستقرار، حيث أن أكثر من 90% فيها ذات دخل ثابت.

الشكل (1-4): تخصيص الأصول في صناديق الثروة السيادية ، حسب نوع الصندوق ، نهاية عام 2010



Source: IMF, **Global Financial Stability Report**, April 2012, P.94.

ب- **تخصيص أصول محفظة صندوق الادخار:** تعمل صناديق الادخار على توزيع الثروة عبر الأجيال عن طريق تحويل الأصول غير المتجددة إلى أصول مالية ذات دخل مستمر (مثل: هيئة أبو ظبي للاستثمار، صندوق الثروة الوطنية الروسي، وبالتالي تستثمر باندفاع أكثر من صناديق الاستقرار لتعظيم العائد على مدخراتها، وتخصيص أكثر من 70% للاستثمار في الأسهم والاستثمارات الأخرى

[1] بوكرديد عبد القادر، **متطلبات كفاءة ادارة احتياطات الصرف الاجنبي بالبنوك المركزية**، مرجع سابق، ص142. بتصرف.

ت- **تخصيص أصول محفظة صندوق احتياطي التقاعد:** يتم تعيين الأموال الاحتياطية للتقاعد لمواجهة التدفقات التي تم توقعها في المستقبل، والتي تتعلق بالالتزامات التي تقع على عاتق الميزانية العمومية للحكومة (أستراليا، وإيرلندا، ونيوزيلندا)، ولتعويض ارتفاع تكاليف التقاعد يتم الاستثمار في الأسهم والاستثمارات البديله بأكثر من 70%.

ث- **تخصيص أصول محفظة شركة استثمار الاحتياطات:** شركات استثمار الاحتياطي تهدف إلى خفض تكاليف الاحتفاظ بالاحتياطات أو كسب عائد على الاحتياطيات الفائضة (كالصين، وكوريا الجنوبية، وسنغافورة...) ولتحقيق هذا الهدف ومتابعة للعوائد الأعلى فهي تخصص حصص عالية للاستثمار في الأسهم، والمداخيل السياديه بدرجة أدنى.

ج- **تخصيص أصول محفظة صناديق التنمية:** يتم تأسيس صناديق التنمية إلى تخصيص موارد ذات أولوية اجتماعية واقتصادية، عادة في البنية التحتية كشركة مبادلة في الإمارات العربية المتحدة.

ثالثا: الاستثمارات المباشره لصناديق الثروة السيادية

أخذت صناديق الثروة السيادية تتجه نحو الاستثمار المباشر بالتملك الجزئي أو الكلي في الشركات الأجنبية ومشاريعها، والابتعاد عن الاستثمار في اذونات الخزينة والسندات والأسهم في البورصات العالمية، وهذا السلوك بدأ بعد الأزمة الماليه العالمية، إذ بلغت 77.7مليار دولار خلال 2007 ولتبلغ أقصى قيمه لها في العام الموالي ب111.7مليار دولار.

الشكل (1-5): الاستثمارات المباشره لصناديق الثروه السياديه منذ سنة 2000 (مليار دولار أمريكي)

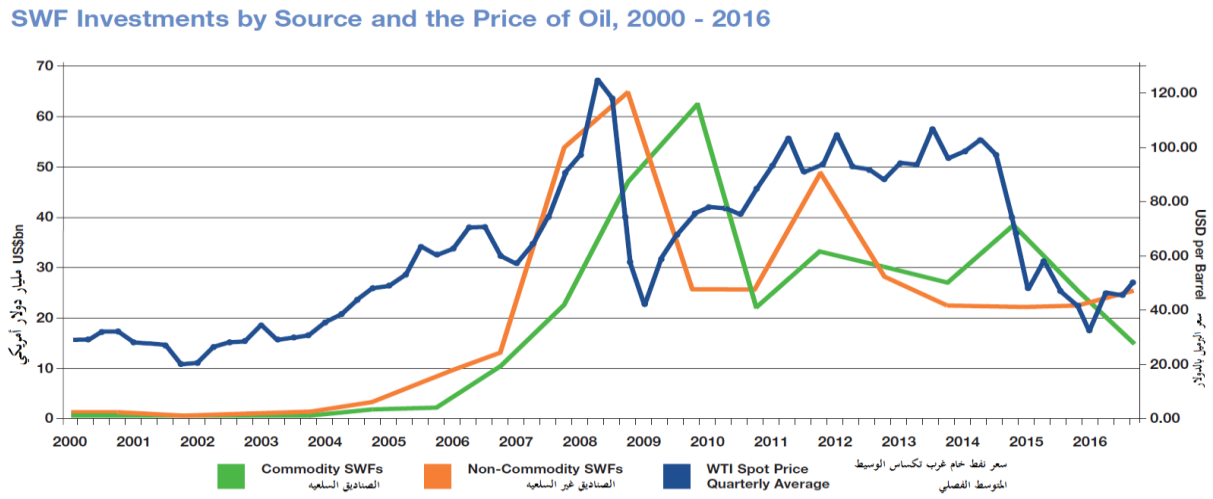


Source: Bernardo Bortolotti, Giacomo Loss, Nikola Trajkov, Op-cit,p.16.

حيث كانت قيمتها في المتوسط 58.1مليار دولار في الفترة من (2007-2016)، والتي لم تتجاوز فيما قبل الأزمة 25.2 كأقصى تقدير، وفي عام 2016 لاحظنا وجود 21 صندوقًا سياديًا قام ب 158 استثمارًا، بقيمة إجمالية تبلغ 39.9 مليار دولار، ويمثل هذا انخفاضًا بنسبة 14 بالمائة في عدد المعاملات التي تمت في عام 2015

وانخفاضًا بنسبة 17 بالمائة في قيمة الاستثمار. وقد أدى الانخفاض السنوي في قيمة الاستثمار الكلي، وهو الثاني على التوالي، إلى انخفاض القيمة الإجمالية للاستثمارات عام 2016 إلى أدنى قيمة لها منذ عام 2006، وهو انعكاس للاضطراب الاقتصادي والسياسي العالمي.

الشكل (1-6): استثمار صناديق الثروة السيادية حسب المصدر وسعر النفط لسنة: 2000-2016



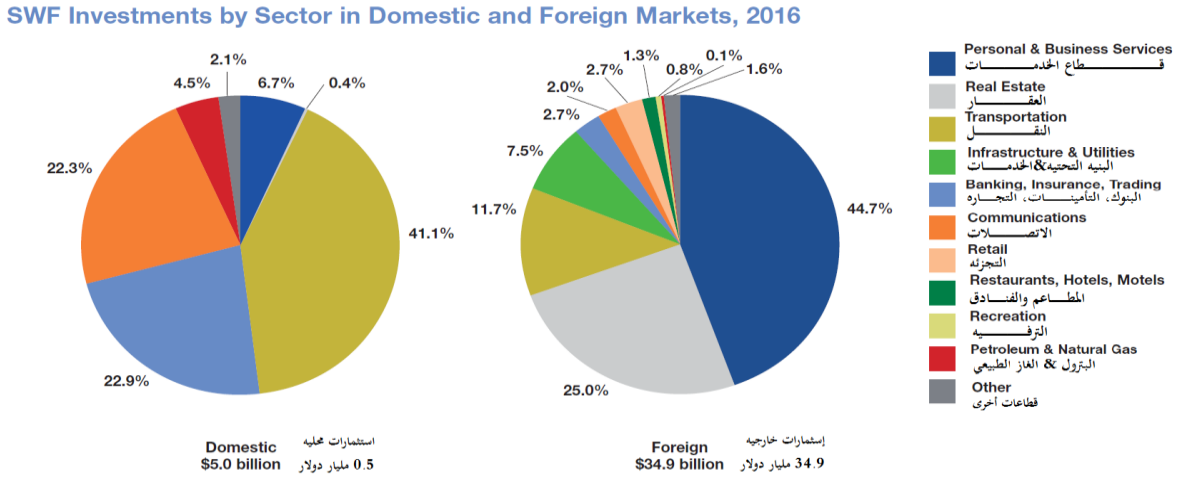
Source: Bernardo Bortolotti, Giacomo Loss, Nikola Trajkov, Op-cit,p.19.

ولأن ثلثي أصول صناديق الثروه السيادية تعود للدول المصدره للسلع (نفط، غاز، فصفات...)، وكما يظهر في الشكل(1-6) فإن الارتفاع الأخير في أسعار النفط، بالتأكيد عامل حاسم في استثمارات صناديق الثروة السيادية، إذ تعافت أسعار النفط من مستوى منخفض بلغ 30 دولاراً للبرميل في بداية عام 2016، لتتخطى حاجز 65$ للبرميل في شتاء 2018، والذي يعتبره الكثيرون غير كاف مقارنة لما كانت عليه الأسعار في السنوات السابقة لانهيار الاسعار.

رابعا: التوجه الاستثماري الجغرافي لصناديق الثروه السياديه

عموما توجه استثمارات صناديق الثروة السيادية الآسيوية نحو أسواقها المالية المحلية أو البلدان المجاورة لها في حين تميل صناديق الشرق الأوسط إلى الاستثمار أكثر في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة ،ويفسر هذا بضعف الفرص الاستثمارية لهذه الدول في أسواقها المحلية، ولكن ما بعد أزمة 2008 جعل استثمارات SWF يتوجه نحو الأسواق الخارجة دون المحليه ليبلغ حوالي 90% في 2016 حسب ما يظهره الشكل (1-7) أدناه.

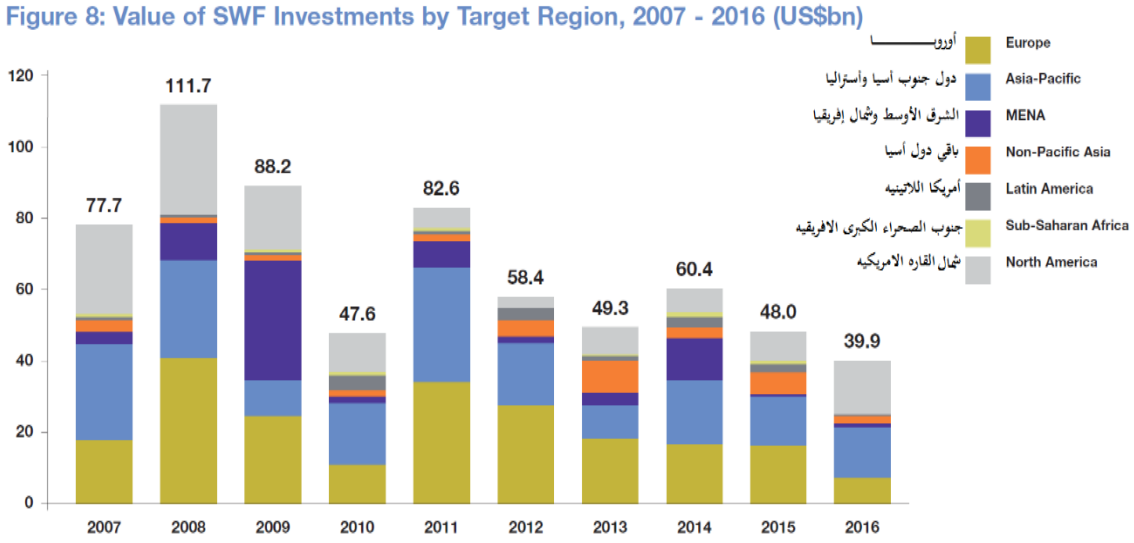
الشكل (1-7): استثمارات SWFحسب القطاع في الأسواق المحليه ولأجنبيه لسنة 2016



Source: Bernardo Bortolotti, Giacomo Loss, Nikola Trajkov, Op-cit,p.18.

ومن الشكل(1-8) أدناه فالصناديق السياديه تفضل الاستثمار في أوروبا وشمال أمريكا بما يتجاوز 70% ودول جنوب أسيا وأستراليا بشكل أقل.

الشكل(1-8): قيمة استثمارات صندوق الثروة السيادية حسب المنطقة المستهدفة 2007-2016 بالمليار دولار



Source: Bernardo Bortolotti, Giacomo Loss, Nikola Trajkov, Op-cit, p.29.

المطلب الثالث: عرض وتقييم تجربة شركة الاستثمار الصينية CIC

بنت الصين خلال العقود الأخيرة وكما في باقي كبريات الاقتصاديات الصاعدة احتياطيات كبيره، أسست على إثرها صناديق وشركات استثماريه ذات صيت عالمي، وتعتبر شركة الاستثمار الصينيه من أهمها.

أولا: نظره عامه حول شركة الاستثمار الصينية

تأسست الشركة الصينية للاستثمار في بكين في 29 سبتمبر 2007 كشركة مملوكة بالكامل للدولة تأسست بموجب قانون الشركات الصيني، برأس مال مسجل قدره 200 مليار دولار، تأسست الشركة كوسيلة لتنويع حيازات النقد الأجنبي للصين وتسعى للحصول على أقصى عائد في حدود تحمل المخاطر المقبولة، ولشركة الصين للاستثمار (CIC) ثلاث شركات تابعه وهي:[1]

شركة الصين للاستثمار الدولية المحدودة (**CIC International**) وشركة (**CIC Capital**) وشركة (**Central Huijin**)

- ❖ تأسست **CIC International** في سبتمبر 2011، مع تفويض للاستثمار وإدارة الأصول في الخارج.
- ❖ أما **CIC Capital** فتأسست في يناير 2015 بتفويض استثنائي في إجراء الاستثمارات المباشرة لتحسين إدارة محافظ CIC الشاملة وتعزيز الاستثمار في الأصول طويلة الأجل.

تجدر الاشارة الى أن انشطة الاستثمار والادارة الخارجية لمؤسسة الصين للاستثمار **CIC** تقوم بها شركة الصين للاستثمار الدولية **CIC International** وشركة**CIC Capital**، كل من الشركتين هي كيانات تجارية موجهة نحو السوق بتفويض استثنائي ومدى عالمي.

- ❖ **Central Huijin**: تتعامل في الاستثمارات في الأسهم في المؤسسات المالية الحكومية الرئيسية في الصين كما يظهر في الجدول (1-8) أدناه، هذا دون التدخل في العمليات اليومية للمؤسسات المستثمر فيها، وهي تقوم بدورها للحفاظ على قيمة الأصول المالية المملوكة للدولة وتعزيزها، وتمتلك CIC أسهم Central Huijin

[1] China Investment Corporation, **overview**, http://www.china-inv.cn, 16:45على ساعة:2018/03/22تاريخ الاطلاع:

وفقًا للتوجيهات ذات الصلة الصادرة عن مجلس الدولة،[1]ومع ذلك فإن أعمال الاستثمار في CIC ووظيفة إدارة الأسهم التي تجري نيابة عن الدولة بواسطة Central Huijin منفصلة تمامًا.

الجدول (1-8): مساهمات CENTREL HUIJIN في الشركات الصينيه الماليه في 2016

آخر تحديث في: 31ديسمبر2016

الرقم	إسم الشركة	نوع المؤسسه	مجال العمل	رأس المال	مساهمات central huijin من رأس المال	
					المساهمات	نسبه (%)
1	بنك التنمية الصيني	شركة ذات المسؤولية المحدودة	الخدمات المصرفية	421.248	146.092	34.68
2	البنك الصناعة و التجارة الصيني	شركة المساهمة	الخدمات المصرفية	356.406	123.718	34.71
3	البنك الزراعي الصيني	شركة المساهمة	الخدمات المصرفية	324.794	130.005	40.03
4	البنك الصيني	شركة المساهمة	الخدمات المصرفية	294.388	188.462	64.02
5	بنك التعمير الصيني	شركة المساهمة	الخدمات المصرفية	250.011	142.786	57.11
6	مجموعة إيفربرايت الصينية	شركة المساهمة	الإستثمارات	60.000	33.403	55.67
7	بنك ايفربرايت الصيني	شركة المساهمة	الخدمات المصرفية	46.679	10.251	21.96
8	شركة التصدير و تأمين القروض الصينية	شركة ذات المسؤولية المحدودة	التأمين	27.161	20.000	73.63
9	مجموعة إعادة التأمين الصينية	شركة المساهمة	التأمين	42.480	30.398	71.56
10	الصين الجديدة للتأمين على الحياة	شركة المساهمة	التأمين	3.120	0.978	31.35
11	شركة جياين الصينية للإستثمار	شركة مملوكة للدوله بالكامل	الإستثمارات	20.692	20.692	100.00
12	الشركة غلاكسي الصينية القابضة للتمويل	شركة ذات المسؤولية المحدودة	الإستثمارات	7.000	5.500	78.57
13	مجموعت شنوان خونيان	شركة المساهمة	الإستثمارات	14.857	3.719	25.03
14	الشركة الصينية الدولية لرأس المال	شركة المساهمة	سندات	2.307	0.656	28.44
15	شركة الصين الأوراق المالية	شركة المساهمة	سندات	6.100	2.389	39.16
16	شركة الصينل لأوراق المالية الاستثمارية	شركة ذات المسؤولية المحدودة	سندات	5.000	5.000	100.00
17	جيانتو زونغ سين لإدارة أصول	شركة ذات المسؤولية المحدودة	إدارة الأصول	1.900	1.330	70.00
18	غوتاي جونان لإدارة الاستثمار	شركة المساهمة	إدارة الأصول	1.376	0.200	14.53

Source: Central Huijin Investment Ltd, **investments**, http://www.huijin-inv.cn/wps/wcm/connect/7a40fedf-4149-4345-acca-aa1da92d720f/HuijinInvestments1.jpg?MOD=AJPERES&CACHEID=7a40fedf-4149-4345-acca-aa1da92d720f, on:15/03/2018,at: 23:09pm.

ثانيا: حوكمت شركة CIC

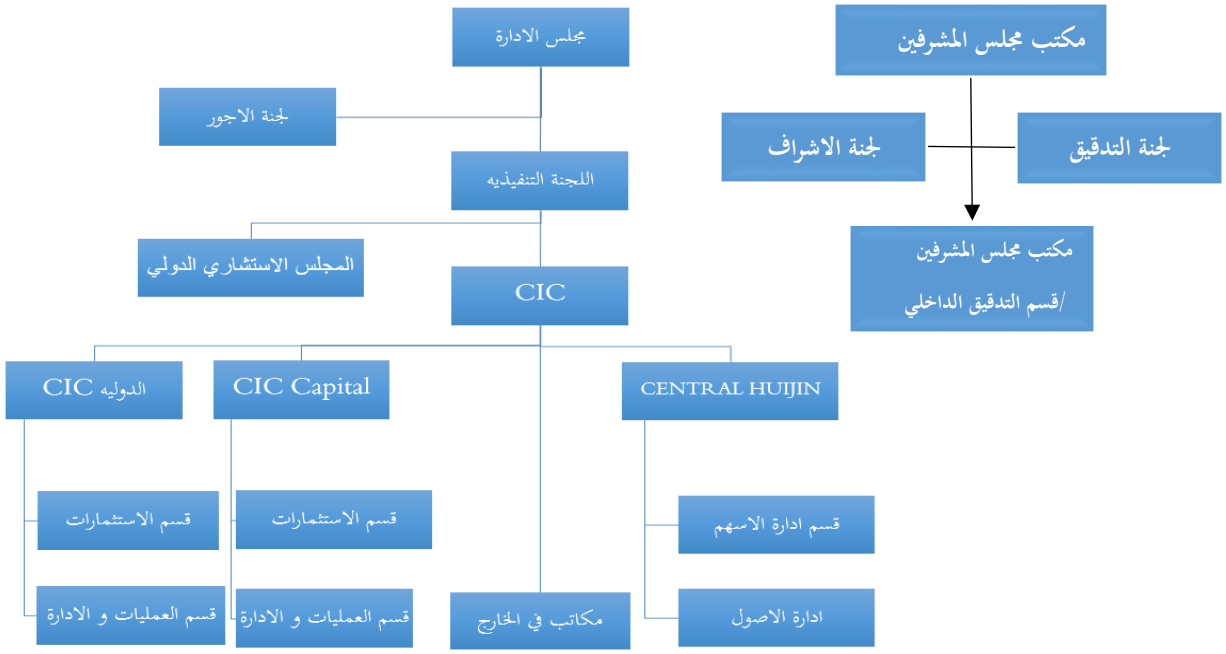
بموجب قانون الشركات في الصين، أنشأت CIC مجلس الإدارة ومجلس المشرفين، وأنشأت اللجنة التنفيذية لإنفاذ قرارات مجلس الإدارة، كما يظهر في الشكل أدناه، وقد حددت CIC مسؤوليات محددة بوضوح وضوابط وتوازنات

[1] Central Huijin Investment Ltd, **about us**, www.huijin-inv.cn/wps/portal/!ut/p/a1/pZHLCoJAFIafpQeIcxpttOWkpWNOLiSy2YhEXiAvhLTo6RvFrWPQ2R34Pv5zAQkJyCZ7V0XWV22TPYde0vSMFDdOjAEKdkRm40FERkAisVXATQGOx3zTChHRtAlyd--71k4gcqr1qTH5OFMMdb4d08nXAD_lzwCeafzlD8DC_YIR0OyvAshLOKIA2WV9ua6avIWkbOtHem_gClKX4J3IAjBsOAK6Fy7NuDCDAV19UZV8wjzmFWerL8TWP8c!/dl5/d5/L2dBISEvZ0FBIS9nQSEh/, on:15/03/2018,at: 23:09pm.

فعالة لكل من الإدارات، وأنشأت CIC آلية لاتخاذ القرار العلمي، كما وضعت نظام شامل لإدارة المخاطر ، وطورت منصة استثمارية متطورة ومتنوعة

بنيت CIC على نموذج الحوكمه الخاص بها من خلال اعتماد توقعات التنمية العلمية وتحسين الإدارة والكفاءة التشغيلية.

الشكل (1-9): الهيكل التنظيمي الكلي لشركة الاستثمار الصينية CIC



Resource: CHINA INVESTMENT CORPORATION, **Annual Report**, Beijing, china 2016, p.21.

ومن أهم الأقسام في الهيكل التنظيمي نجد: [1]

أ- **مجلس الإدارة:** يصرح لمجلس الإدارة بالإشراف على عمليات الشركة وتقييم أدائها بشكل عام واتخاذ القرارات بشأن الأمور المهمة بما يتفق مع النظام الأساسي للشركة. استنادًا إلى الأهداف والمبادئ التي حددها مجلس الدولة، ويقوم المجلس بمراجعة واعتماد استراتيجيات التطوير للشركة ، والمبادئ التوجيهية التشغيلية ، وخطط الاستثمار، كما

[1] CHINA INVESTMENT CORPORATION, **Annual Report**, Beijing, china,2016, P.43

تقرر في المسائل المتعلقة بتنفيذ الاستراتيجيات المؤسسيه ، ويقرر أو يأذن بإنشاء هيئات الإدارة حسب الضرورة، ، لعب مجلس الإدارة دورا استراتيجيا وقياديا باتباع المشهد الاقتصادي الكلي الدولي عن كثب، وصاغ بعناية خطط العمليات السنوية والميزانيات وتحسين إطار إدارة الاستثمارات.

ب- **مجلس المشرفين:** ويتولى مراقبة أداء المديرين والمديرين التنفيذيين في تنفيذ واجباتهم وكذلك فعالية الإجراءات الإشرافية داخل الشركة، وهو مسؤول أيضا عن إدارة عمليات مراجعة الحسابات الداخلية، واختيار مراجعي الحسابات الخارجيين ويرصد الوظائف المحاسبية والمالية، حيث عزز مجلس المشرفين نظام الإشراف والرصد بشكل أفضل.

ت- **اللجنة التنفيذية في CIC** تترجم توجيهات مجلس الإدارة إلى استراتيجيات مفصلة وتشرف على عمليات CIC اليومية، حيث لديها السلطة لاتخاذ القرارات التشغيلية المطلوبة، بما في ذلك القرارات المتعلقة بالقواعد الأساسية، والتعديلات المؤسسية، وإدارة حوكمة الشركات.

ث- **المجلس الاستشاري الدولي لـ CIC**: والذي تأسس في عام 2009، هو هيئة استشارية داخلية تتكون من خبراء عالميين ورجال أعمال وأكاديميين. وتتمثل وظيفة IAC في تقديم المشورة إلى CIC بشأن استراتيجيتها الإنمائية العامة والتخطيط والاستثمارات في الخارج، كما يقدم رؤى حول الأسواق المالية، واتجاهات الاستثمار، والقضايا السياسية والاقتصادية على المستوى العالمي.

ثالثا: الاستراتيجية المتبعة لدى شركة الاستثمار الصينيه CIC

تعمل شركة الاستثمار الصينيه CICوفق **المبادئ الرئيسية** التالية:[1]

- ❖ السعي للحصول على أقصى عوائد لمساهميها في حدود تحمل المخاطر المقبولة.
- ❖ CICهو مستثمر مالي ولا يسعى إلى السيطرة على الشركات في محفظته.
- ❖ تعتبر CIC مستثمراً مسؤولاً، تلتزم بالقوانين والأنظمة المعمول بها في الصين والدول أو المناطق المتلقية وتلبي مسؤولياتها الاجتماعية بشكل تام.
- ❖ تتبع CIC استثمارات تستند إلى أبحاث متعمقة في إطار تخصيص الأصول لضمان اتباع نهج حكيم ومنضبط في أنشطة صنع القرار والاستثمار على حد سواء.

[1] CHINA INVESTMENT CORPORATION, op-cit, P.33.

تتبع شركة الاستثمار الصينية مجموعة من **فلسفات الاستثمار** القائمة على خصائصها وفهمها لإدارة الاستثمار:

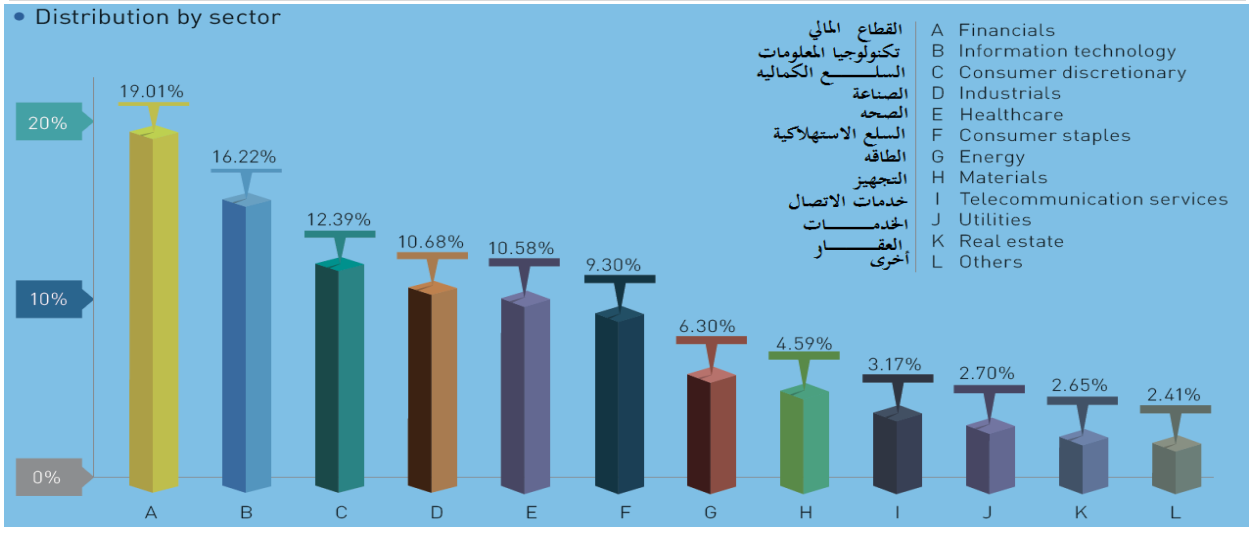
- ❖ تتخذ CIC منهجًا شموليًا ومنضبطًا لتصميم الاستراتيجية وبناء المحفظة وتحليلها وإدارتها لضمان وجود محفظة جيدة الانضباط تتسم بالسلامة والاستقرار.
- ❖ وبوصفها مستثمرًا طويل الأجل، فإن CIC في وضع جيد يمكنها من تحمل تقلبات السوق على المدى القصير والتقاط أقساط السيولة.
- ❖ تواصل CIC متابعة تنوع المخاطر من خلال توزيع تخصيص عوامل الخطر في محاولة للحد من تذبذب المحفظة والحد من مخاطر الهبوط.

للوقوف على الاستراتيجية الاستثماريه لـ CIC نستعرض التوزيع القطاعي والذي يوضح الميل الاستثماري للمجالات المفضلة للشركة، وكذا استراتيجية تخصيص الأصول التي تتبعها، بالإضافة إلى التوجه الاستثماري الجغرافي لهذه الصناديق؛ أي الأسواق التي تفضل الصناديق الاستثمار فيها.

أ- التوزيع القطاعي لاستثمارات CIC:

حسب الشكل (1-10) أدناه فإن مؤسسة الاستثمار الصينيه CIC تقوم بالاستثمار في كل من القطاع المالي وقطاع تكنولوجيا المعلومات والسلع الكمالية والصناعة و الصحة وكذا السلع الاستهلاكية و الطاقة والتجهيز وقطاع الاتصالات والخدمات والعقار وقطاعات أخرى كل بنسب متقاربه، ونجد أن القطاعات الأكثر جذبا لاستثمارات CIC ،القطاع

الشكل (1-10): التوزيع القطاعي لاستثمارات شركة الاستثمار الصينيه



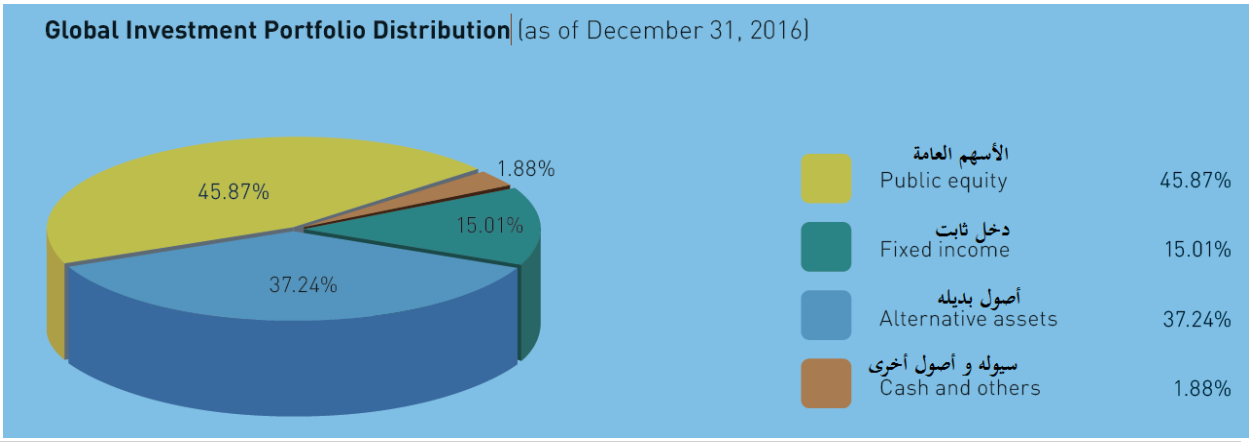
Source: CHINA INVESTMENT CORPORATION, op-cit, p.37.

المالي وقطاع تكنولوجيا المعلومات و السلع الكمالية و الصناعة والصحة بترتيب تنازلي من 19.01% إلى 10.58% والتي تمثل حوالى 70%، وباقي القطاعات الأخرى المذكوره بنسب متقاربه.

ب- تخصيص الأصول في شركات الاستثمار الصينية CIC

شركات الاستثمار الصينية كباقي شركات الاستثمار تهدف إلى خفض تكاليف الاحتفاظ بالاحتياطات وكسب عائد على الاحتياطيات التي تديرها، ولتحقيق هذا الهدف ومتابعة العوائد فقد خصصت الشركة حسب الشكل (1-11) حصص معتبره للاستثمار في الأسهم والأصول البديله بنسبة تفوق 83%، ودخل ثابت بنسبة 15.01% والباقي عبارة عن سيوله وأخرى، وتستند قرارات الاستثمار في CIC إلى نماذج كمية متعددة يتم تطويرها بمثابة مرجع لقرارات تعديل المحفظة.

الشكل (1-11): تخصيصات محفظة الاستثمارات العالمية ل CIC اعتبارا من 2016/12/31

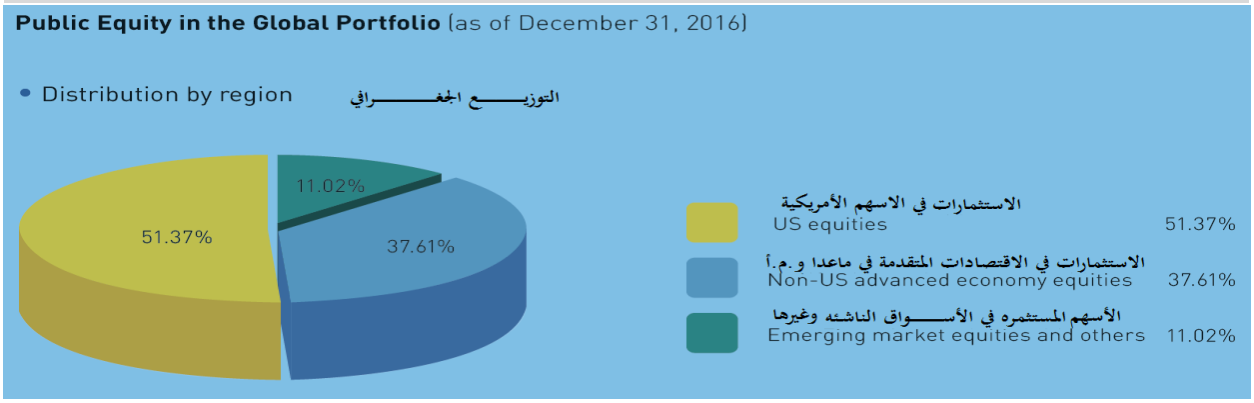


Source: CHINA INVESTMENT CORPORATION, op-cit, p.37.

ج- التوجه الاستثماري الجغرافي لشركة الاستثمار الصينيه

تنتشر استثمارات شركة الاستثمار الصينيه في ثلاث مناطق جغرافية حول العالم، فحسب الشكل (1-12) فإن المحفظة العالمية للشركة تتشكل بما نسبته 51.37% في الأسهم الأمريكيه، و37.6% استثمارات أسهم في الدول المتقدمة (معظمها دول أوروبية بريطانيا، فرنسا...)، والباقي استثمارات أسهم في مختلف الأسواق الناشئة وغيرها.

الشكل(1-12): التوجه الاستثماري الجغرافي لشركة الاستثمار الصينيه



Resource: CHINA INVESTMENT CORPORATION, op-cit, p.37.

وأقامت CIC Capital تعاونًا استراتيجيًا طويل الأجل مع المؤسسات الدولية وأجرت مشروعات مشتركة مع العديد من الشركات، في عام 2016 اتخذت CIC Capital قرارات للاستثمار في 16 مشروعًا، مع التزام إجمالي بنحو 5 مليارات دولار، أيضا في عام 2016 زادت CIC Capital استثماراتها في البنية التحتية، وخاصة أصول البنية التحتية الأساسية عالية الجودة، وتعاونت مع المؤسسات النظيرة ومديري الأصول والمستثمرين في القطاع وغيرهم من الشركاء ذوي التفكير المماثل.

كما وقد نفذت الشركة مشاريع بارزة في الموانئ والسكك الحديدية وخطوط الأنابيب وأنشطة الاستثمار والإدارة في أوروبا وأستراليا وأمريكا اللاتينية، وشملت هذه المشاريع شبكة توزيع الغاز في الشبكة الوطنية البريطانية، ميناء ملبورن في أستراليا بموجب عقد إيجار مدته 50 عامًا مقابل 9.7 مليار دولار استرالي وغيرها من الاستثمارات، كما سعت CIC Capital إلى إيجاد فرص في السوق والاستثمار في الإنترنت والخدمات المالية وغيرها من الصناعات.[1]

[1] CHINA INVESTMENT CORPORATION, op-cit, P.43

خلاصة

إن الدراسات التي تناولت احتياطيات الصرف الأجنبيه اكتسبت زخما كبير خلال العقدين الأخيرين، لما تلعبه هذه الاحتياطيات من دور هام على الصعيد الاقتصادي والمالي في الشقين القطري والعالمي ومن خلال ما تناولناه في هذا الفصل نقدم النتائج التالية:

- إن احتياطات الصرف الأجنبي تتمثل في الأصول الأجنبية المملوكة والمتاحة والخاضعة لسيطرة السلطات النقدية، يستعان بها لإحداث التوازن في ميزان المدفوعات، أو التدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف العملة، أو غير ذلك من الأغراض ذات الصلة، وهي خط دفاع مهم للصمود أمام الهزات الاقتصادية والمالية و تتكون احتياطات الصرف الأجنبي من الذهب النقدي، وحيازات حقوق السحب الخاصة، ومركز الاحتياطي في صندوق النقد الدولي، والعملة والودائع، والأوراق المالية، والمشتقات المالية، والمطالبات الأخرى (القروض والأدوات المالية الأخرى)، وتمثل العملات الأجنبية النصيب الأكبر في الحيازات من احتياطات الصرف الأجنبي .
- تنطوي إدارة الاحتياطيات الأجنبية على مجموعة من الإجراءات و السياسات التي تستهدف اتاحة قدر كاف من الأصول الأجنبية لتكون تحت تصرف السلطات النقدية بغرض تحقيق أهداف وطنية محددة تأتي في إطار الأهداف العامة المحددة سلفا ضمن الخطة الاستراتيجية العامة للدولة، وحتى تكون إدارة احتياطات الصرف الأجنبي إدارة سليمة فلابد أن يكون هناك تعادل بين التكلفة والعائد، وتهدف إدارة الاحتياطيات إلى كفاية احتياطيات النقد الأجنبي، والسيطرة على مخاطر السيولة والسوق والائتمان بأسلوب سليم، وتوليد عائدات معقولة ، مع أخذ قيود السيولة والمخاطر الأخرى في الاعتبار.
- أما صناديق الثروة السيادية فهي عبارة عن ترتيبات استثمارية مستحدثة ومدارة من قبل الدولة لأغراض استثمارية أو ادخارية، يتم تمويلها عن طريق الفوائض المالية المحققة في ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة للدولة كما أن مجال نشاطها قد يكون داخليا أو خارجيا، وهي أداة هامة لإدارة احتياطيات الصرف الأجنبي ومن أهم أهداف هذه الصناديق توفير دخل لتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي، مدخرات للأجيال، تمويل المعاشات التقاعدية، الحد من تكلفة الفرصه البديله، التنويع الاقتصادي، و يتم تخصيص الأصول بحسب نوع الصندوق و استراتيجيته المتبعة.
- تساهم صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار المالي محليا ودوليا، ففي أوقات الأزمات المالية تؤدي الصناديق دورا إيجابيا حتى وان كان نسبيا، وهذا ما أثبتته أزمة الرهن العقاري والأزمة البترولية الأخيرة، أما في أوقات الاستقرار المالي فهناك إمكانية للتأثير الإيجابي على الاستقرار المالي من خلال التأثير على أسعار الأصول المالية.

الفصل الثاني:

فاعلية احتياطيات الصرف الأجنبي في دعم التوازن المالي

تمهيد:

في الفترة التي سبقت الأزمة المالية (2007-2009)، احتفلت البنوك المركزية بنجاحها في تحقيق استقرار الأسعار، متزامنا مع ما حققوه من انجاز بالاستقلال عن الحكومات ونمذجث إطار تحليلي قوي لاستهداف التضخم، وبدى أن مسيري البنوك المركزية صاروا متمكنين من الأمر لأبعد الحدود، ومع ذلك، فقد أثبتت الأزمة المالية العالمية أنها كانت تجربة غاية في الصعوبة للذين أغفلوا الاستقرار المالي.

وقد نال تحليل الاستقرار المالي خلال العقدين الأخيرين اهتمام معتبرا من الأطراف والهيئات الدوليه والإقليمية وكذا على مستوى الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، ويعد الاستقرار المالي أمرا بالغ الأهمية بالنسبة للنمو الاقتصادي، حيث أن معظم المعاملات في الاقتصاد الحقيقي تتم من خلال النظام المالي، وفي هذا الصدد سنتطرق إلى الثلاث مباحث التالية:

- **المبحث الأول: الإطار النظري والفكري للاستقرار المالي.**
- **المبحث الثاني: نظرية تباعد الدورات الاقتصادية وعلاقتها بالاستقرار المالي.**
- **المبحث الثالث: علاقة احتياطيات الصرف الأجنبي بالاستقرار المالي.**

المبحث الأول: الإطار النظري والفكري للاستقرار المالي

إن الحفاظ على الاستقرار المالي غدى حتمية سواء على المستوى المحلي أو العالمي، في ظل ما تمليه العولمة والترابط اللاَّ متناهي للنظام العالمي في كل جوانبه لاسيما في جانبه الاقتصادي و المالي، حيث تسعى البنوك المركزية والعديد من المؤسسات المالية الدولية –بما فيها صندوق النقد الدولي و البنك العالمي وبنك التسويات الدولية–جاهدة لتحقيق الاستقرار المالي خصوصا في ظل نظام مالي عالمي يتميز بالديناميكية والحساسية للمتغيرات الاقتصادية الدولية، وسعيا لفهم أعمق لهذا الموضع تم تخصيص هذا المبحث لإثارة أهم الجوانب المتعلقه بالاستقرار المالي.

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للاستقرار المالي

لقد تعددت الدراسات التي اهتمت بفكرة الاستقرار المالي، إذ لا يوجد اتفاق عام على ما يعنيه بالضبط حيث اقترحت البنوك المركزية والأكاديميين عددا معتبرا من التعريفات في هذا الصدد، لكن تحليل الاستقرار المالي يعتبر حديث العهد مقارنة بتحليل الاستقرار النقدي أو الاقتصادي الكلي، ويدرك كل من يحاول تعريف الاستقرار المالي أنه ما من نموذج أو إطار تحليلي مقبول على نطاق واسع لتقييم الاستقرار المالي أو قياسه.

إذ يرى (Garry J. Schinasi) أن الاستقرار المالي يتجاوز المفهوم البسيط لعدم وقوع الأزمات، فالنظام المالي يكون مستقرا إذا توفرت فيه مجموعه من المقدرات: **أولا: مقومات النظام المالي المستقر:** ذكر خريج جامعة كولومبيا ومستشار صندوق النقد الدولي الدكتور (Garry J. Schinasi) في ورقة بحثيه أصدرها صندوق النقد الدولي مجموعه من الإمكانيات التي من المهم أن تتوفر في النظام المالي لكي يتصف بالاستقرار وهي كالأتي:[1]

- تيسير توزيع الموارد الاقتصادية بكفاءة بين الأنشطة، وعبر الزمن.
- تقييم المخاطر المالية وإدارتها.
- إمتصاص الصدمات.

وبالتالي فإن النظام المالي المستقر هو الذي يعزز الأداء الاقتصادي وتراكم الثروة، في حين أنه قادر أيضا على تجاوز الصدمات وتسويتها عن طرق التصحيح الذاتي بشكل رئيسي وذلك قبل الوصول لمرحلة الازمه.

[1] Garry J.shinasi, **Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability**, IMF Working Paper, International Capital Markets Department, International Monetary Fund, USA, June 2004, p.11.

ونظرا لإن النظام المالي يتسم بحالة من المد والجزر اللامتناهيه، فإن مفهوم الاستقرار المالي لا يشير إلى موقف أو مسار زمني واحد وثابت يمكن للنظام المالي العودة إليه بعد صدمة ما، وإنما يشير إلى نطاق ممتد أو سلسلة متصلة من الأحداث.

أولا: العوامل الأساسية التي يعتمد عليها الاستقرار المالي

ويعتمد الاستقرار المالي على مجموعتين أساسيتين من العوامل هما:[1]

- **الأولى:** تشمل الظروف الاقتصادية الكلية والهيكلية في الاقتصاد الحقيقي التي تؤثر على القرارات المالية والتي تشكل البيئة التي يعمل فيها النظام المالي.
- **الثاني:** هو متانة النظام المالي نفسه، ويشمل الأسواق المالية، والمؤسسات، والترتيبات التي يتم من خلالها تنفيذ المعاملات المالية.

فحالات عدم الاستقرار أو التشوهات الرئيسية في الاقتصاد الحقيقي تشكل حتمًا مخاطرًا على الاستقرار المالي، مهما كان النظام المالي قويًا. ومع ذلك، فإن النظام المالي القوي يمكن أن يقلل من خطر أن تؤدي الظروف الاقتصادية الحقيقية إلى أزمة مالية إلى جانب الحد من الأضرار الناجمة عن أزمة ما إن حدثت، والاستقرار المالي لا يعتمد فقط على وجود المؤسسات المطلوبة والقدرات الأخرى، بل يجب أن يكون هناك أيضا إجماع سياسي واجتماعي كاف يدعم الإجراءات اللازمة لإنشاء هذا الاستقرار والحفاظ عليه.

ثانيا: أهم التَّوجُهات في تعريف الاستقرار المالي

هناك مدرستان فكرتان يمكن تمييزهما بوضوح من خلال البحوث والتقارير والأدبيات التي عالجت هذا المصطلح:

- تعريف الاستقرار المالي كونه الحاله المقابله لحالة عدم الاستقرار المالي.
- تعريف الاستقرار المالي كمفهوم مستقل.

[1] Liliana Eva Donath and Laura Mariana Cismas, **Determinants of Financial Stability**, The Romanian Economic Journal, Romania, Issue 29 (Year XI), September 2008, p.29.

وفيما يلي نتعرض لمجموعه من المفاهيم الشائعه للاستقرار وعدم الاستقرار الماليين سعيا للوصول لتعريف شامل، من وجهة نظر الباحث:

عرف **البنك المركزي الكندي** حالة عدم الاستقرار المالي على "أنها تلك الأوضاع التي تسود الأسواق المالية والتي تضر بالأداء الاقتصاد أو تهدده من خلال تأثيرها على عمل النظام المالي ... وهذا الاضطراب يؤثر على حركة الاقتصاد بطرق مختلفة، كما يمكن أن يضعف الوضع المالي للوحدات غير المالية مثل العائلات والمؤسسات والحكومات لدرجة أن تدفق التمويل إليها يصبح محدودا، كما يمكن أن يعرقل عمليات مؤسسات مالية أو أسواق بعينها بحيث تكون أقل قدرة على الاستمرار في تمويل بقية الاقتصاد ... وهذا يختلف من وقت لآخر ومن مكان لآخر، وأجزاء النظام المالي التي قد تتأثر، والنتائج التي قد تنجر عنه. وقد تأتي التهديدات للاستقرار المالي من مصادر مختلفه". [1]

ويرى **بنك التسويات الدولية** أن تعريف حالة عدم الاستقرار المالي أكثر واقعية من تعريف الاستقرار المالي في حد ذاته، إذ يعرف حالة عدم الاستقرار المالي على "أنه تلك الحالة التي تضم مجموعة من الشروط التي تكفي لتؤدي إلى ظهور الأزمات المالية استجابة للصدمات، ويمكن أن تنشأ هذه الصدمات إما في الاقتصاد الحقيقي أو في النظام المالي نفسه، ثم يعرف الاستقرار المالي على أنه عكس عدم الاستقرار المالي." [2]

كما قد عرفت المجلة الاقتصادية **(The Romanian Economic Journal)** الصادرة برومانيا الاستقرار المالي على أنه "الاستقرار المشترك للمؤسسات المالية الرئيسية العاملة في الأسواق المالية واستقرار تلك الأسواق. وبالنسبة للمؤسسات المالية، فكونها سليمه هذا إذا توفر لديها رأس مال كافٍ لاستيعاب الخسائر العادية وغير العادية، ولديها سيولة كافية لإدارة العمليات والتقلبات." [3]

[1] Chant John, **Financial Stability As a Policy Goal**, Essays on Financial Stability, Technical Report No. 95, Bank of Canada, September2003, p.p. 3–4.
[2] Claudio Borio and Mathias Drehmann, **Towards an operational framework for financial stability**, BIS Working Papers No 284, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, june2009, p.2.
[3] Liliana Eva Donath and Laura Mariana Cismas, Op-cit, p.27.

وعرف **غاري شينايسي** في الورقة البحثية التي أصدرها صندوق النقد الدولي الاستقرار المالي على أنه هو الوضع التي تعمل فيها ميكانزمات الاقتصاد الخاصة بتسعير وتخصيص وإدارة المخاطر المالية (الائتمان والسيولة والطرف المقابل والسوق وغير ذلك) بشكل جيد بما يكفي للمساهمة في أداء الاقتصاد [1]

كما اختار مصرف مملكة البحرين تحديد الاستقرار المالي بدل من غيابه إذ يصف الاستقرار المالي بأنه وضع يستطيع فيه النظام المالي العمل بكفاءة ودون انقطاع، حتى عند مواجهة الصدمات. [2]

فالنظام المالي حسب رؤية البنك المركزي البحريني في تغير مستمر ويتأثر باستمرار بالتغيرات في البيئة المالية الكلية المحلية والإقليمية والعالمية. ومن ثم، فإن هذا التعريف سيسمح أيضا بإجراء أي تغييرات في حالة النظام المالي، شريطة أن يحافظ على القدرة على العمل بكفاءة ودون انقطاع. وهذا يشبه اقتراح شيناسي (2004) بأن يُنظر إلى الاستقرار المالي على أنه سلسلة متصلة، وليس شرطا ثابتا ووحيدا.

ومن خلال استعراض وجهات النظر المختلفة بشأن مفهوم الاستقرار المالي، نستطيع اقتراح تعريف نحاول أن نجمع فيه ما تبلور لدينا من أفكار حول الاستقرار المالي: فهو الحالة التي يكون فيها القطاع المالي قادرا على التحوط ضد الأزمات الداخلية والخارجية، و الاستمرار في أداء وظيفته المتمثلة في توجيه الموارد الماليه إلى الفرص الإستثماريه بكفاءه، وكذلك الاستمرار في أداء المدفوعات بالكفاءة والسرعة و الوقت المناسبين حال وقوع الأزمات ، وذلك مع عدم الإخلال بعمل الأليات المتعلقه بالحد من المخاطر المرتبطة بعملية منح الائتمان و السيوله، أو مخاطر السوق و المخاطر التشغيليه، مع مراعاة تناسب النمو في قيم الأصول المالية مع النمو في الاقتصاد الحقيقي، كما يمكن أن تتحدد درجة الاستقرار المالي بحسب قدرة النظام المالي على التخفيف من وطأة تداعيات الأزمات على الاقتصاد الحقيقي.

[1] Garry J. Schinasi, **Defining Financial Stability**, IMF Working Paper no:157, International Capital Markets Department, International Monetary Fund, USA, October 2004, p.10.

[2] Alawode and Al Sadek, **What is Financial Stability?**, Financial Stability Paper Series No. 1, Central Bank of Bahrain, March 2008, p.16.

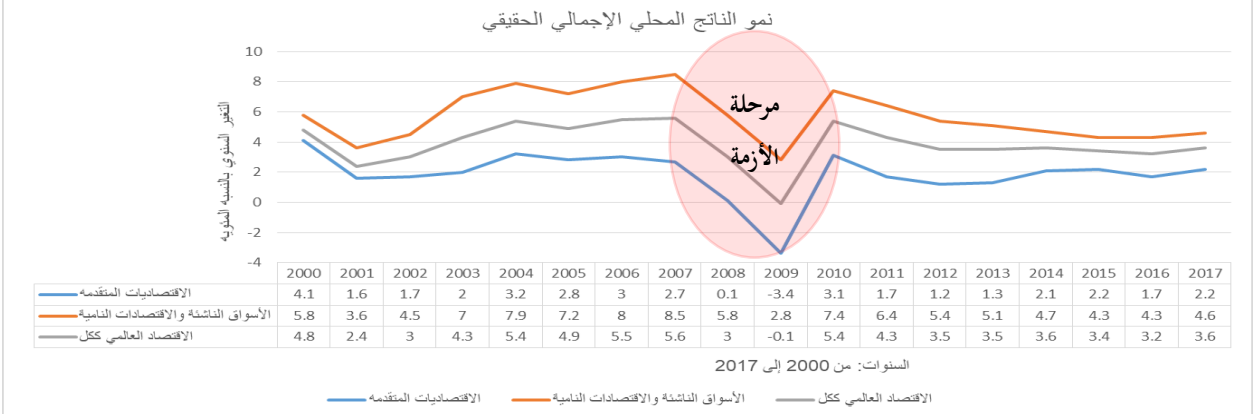
المطلب الثاني: أهمية الاستقرار المالي

تعود أهمية التركيز على هدف الاستقرار المالي إلى أن عدم الاستقرار المالي يتضمن:

أولا: الخسارة في الناتج الحقيقي تزداد كلما زاد المدى الزمني لعدم الاستقرار المالي

فغياب الاستقرار المالي يؤثر على النمو الاقتصادي، فكما يظهر في الشكل (2-1) أدناه ففي ظل تداعيات أزمة الرهن العقاري التي انطلقت شرارتها من أمريكا وامتدت إلى غيرها من الدول، انخفض معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي العالمي إلى غاية (0.1%-) وكان للاقتصاديات المتقدمة النصيب الأكبر من تداعيات الأزمه إذ انخفض معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي لها مجتمعة إلى غاية (3.4%-) أما بالنسبة للأسواق الناسئة فكانت وطأة الأزمه عليها أقل[1]،وسنتطرق خلال المبحثين القادمين بمزيد من التفصيل فيما يخص هاته النقطة.

الشكل(2-1): تأثيرات أزمة الرهن العقاري على نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي العالمي.



	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الاقتصاديات المتقدمه	4.1	1.6	1.7	2	3.2	2.8	3	2.7	0.1	-3.4	3.1	1.7	1.2	1.3	2.1	2.2	1.7	2.2
الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية	5.8	3.6	4.5	7	7.9	7.2	8	8.5	5.8	2.8	7.4	6.4	5.4	5.1	4.7	4.3	4.3	4.6
الاقتصاد العالمي ككل	4.8	2.4	3	4.3	5.4	4.9	5.5	5.6	3	-0.1	5.4	4.3	3.5	3.5	3.6	3.4	3.2	3.6

المصدر: من إعداد الطالبين بالاستعانة ببرنامج excel، بالاعتمادات على بيانات صندوق النقد الدولي، **نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي**، http://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD?year=2018، تاريخ الاطلاع: 8-03-2018 الساعة: 15:30.

ثانيا: انخفاض حجم التجارة الدولية: يرتبط عدم الاستقرار المالي بانخفاض الدخول والعوائد فيقل الطلب الخارجي.

ثالثا: انكماش في الطلب الكلي نتيجة التقلب الدولي للنشاط الاقتصادي الحقيقي.

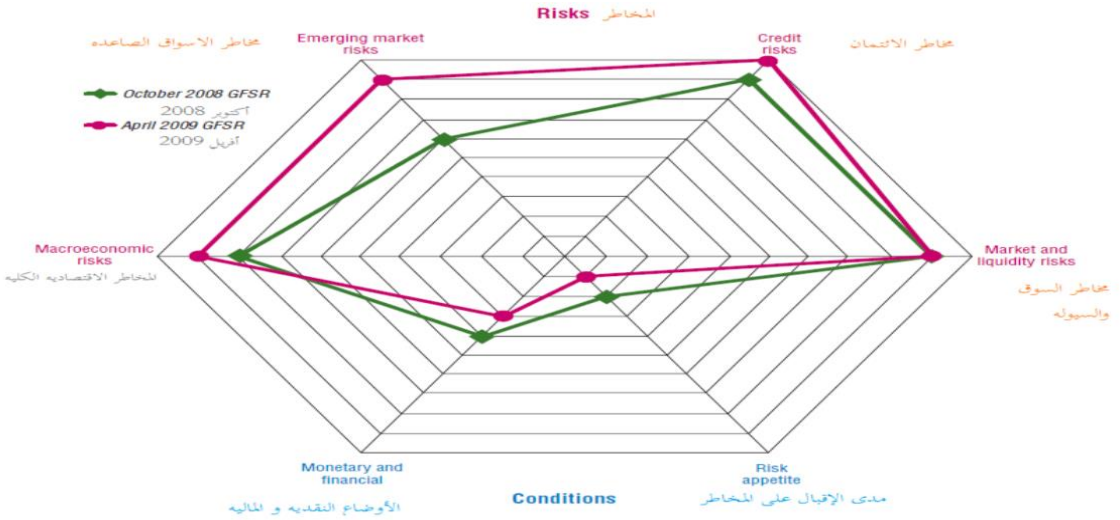
[1] أحمد مهدي بلوافي، **البنوك الاسلامية والاستقرار المالي**، مجلة الاقتصاد الإسلامي، الطبعه الأولى، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جده، السعودية، 2008 ، ص112، بتصرف.

رابعا: تقلب سعر الصرف وانهيار قيمة العملة الوطنية.

خامسا: انهيار أسواق الأصول المالية نتيجة انخفاض عوائد الأصول المالية وإفلاس كل أو بعض المؤسسات المالية.

سادسا: تزايد المديونية الخارجية نتيجة وضع خطط لعلاج عدم الاستقرار المالي.

الشكل رقم(2-2): خريطة الاستقرار المالي العالمي لسنة 2009



Source: IMF, **Global Financial Stability Report**, WASHINGTON DC, USA,2009, p.2.

ملاحظة: تقل المخاطر كلما اقتربنا من المركز، تضيق الأوضاع النقدية والمالية، وتقل الرغبة في المخاطره

الشكل (2-2) أعلاه يمثل خريطة الاستقرار المالي العالمي الصادرة في تقرير الاستقرار المالي العالمي لصندوق النقد الدولي لشهر أكتوبر 2008 ،حيث تبرز أثر الأزمه الماليه جليه خلال تلك المرحله ،إذ توقع الصندوق زياده في المخاطر وانحصار وضيق في الوضعيه الماليه و النقدية خلال المرحله مقبله – التوقعات لغايت أفريل 2009 - وانخفاض في مدى الاقبال على المخاطر، وكل هذا كان نتاج لتداعيات الأزمه في تلك المرحله وذلك بسبب الضبابية حتى على مستوى المؤسسات الدوليه الكبرى ذات الشأن لما ستؤول اليه الأحداث مستقبلا، ناهيك عن المستثمرين والبنوك خلال تلك المرحله.

ان نتائج الاضطرابات المالية كارثية على جميع الأصعدة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية وممتدة لسنوات بعد حدوثها أنظر إلى الشكل(2-1) أعلاه لتداعيات أزمة الرهن العقاري على نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي على

الاقتصاد العالمي وتبين نماذج من أمثلة كثيرة ممتدة عبر تاريخ طويل لم تتعدى فيها دورة حدوثها الواحدة تلو الأخرى أكثر من عشر سنوات كما يذكر مؤرخ ومحلل الأزمات المالية كيندلبرجر وغيره مثل الاقتصادي الأمريكي الشهير hyman Minsky الذي توصل إلى نتيجة مفادها أننا نحاول تحقيق الاستقرار لنظام هش بطبيعته، غير مستقر ومعرض للأزمات المالية.[1]

نتيجة لما سبق فقد أصبح أمر تحقيق الاستقرار المالي يحتل مركز الصدارة ضمن الاهتمامات الرئيسية التي تشغل أعمال واجتماعات الجهات المعنية من أفراد ومؤسسات على المستوى العالمي والإقليمي والوطني.

المطلب الثالث: أسباب ومصادر عدم الاستقرار المالي

إن عدم الاستقرار المالي تختلف أسبابه وتتعدد، ولكن بصفة عامة يمكن استعراض بعض أهم أسبابه في مجموع من العناصر التالية:[2]

أولا: أسباب عدم الاستقرار المالي.

1. سياسات الاقتصاد الكلي غير المستدامة

في كثير من الأحيان تعاني الدول من الأزمات المصرفية لأن حكوماتها تعامل البنوك كسوق مقيد لقضايا الدين العام، حيث توضع هذه الأخيره أمام الأمر الواقع لتمويل عجز الحكومة، وفي هذا الصدد تكون الاختلالات الاقتصادية الكلية هي السبب الأساسي للأزمات...وهذا يترك الباب مفتوحا للسؤال لماذا تدير الحكومات سياسات الاقتصاد الكلي غير المستدامة والمتناقضة؟ إذ يشير الباحثون إلى نقاط ضعف في عمليات صنع السياسة، ففي بعض الحالات يفتقر البنك المركزي للاستقلاليه ويتعرض للضغوط السياسية، وفي حالات أخرى فاللامركزية المفرطة تسمح للوزارات والسلطات المحليه بالإنفاق الآني ثم الرجوع لاحقًا للحكومة المركزية للحصول على التمويل اللازم، مما يخلق تضارب في

[1] عبد الغاني بن علي، **الاستقرار المالي والاستقرار النقدي وأثرهما على أداء السياسة النقدية**، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، 2015-2016، ص122.

[2] Barry Eichengreen, **Financial Instability**, Global Crises Global Solutions, Cambridge university press, First Edition, 2004, p.p.255-257.

المصالح السياسية والاقتصادية، فالسياسيون في الأنظمة السياسية غير المستقرة قد ينفقون ويقترضون بشكل مفرط دون القلق بشأن الاتساق الزمني للخطط المالية، من أجل زيادة احتمال البقاء في السلطة، وبالتالي فإن هذه النظريات تشير إلى تطوير عمليات صنع سياسات أكثر قوة شرط أساسي للاستقرار المالي.

هنا تظهر الأثار اللامرغوبه في عدم الاستقرار السياسي على الاقتصاد الكلي والاستقرار المالي، وهذا يحدث غالبا في الدول التي تفتقر الى النضج الكافي والوعي بالأولويات عن المصالح الضيقة.

2. هشاشة الأنظمة المالية

لم تكن الاختلالات في الاقتصاد الكلي بارزة بشكل خاص في الأزمة الآسيوية على سبيل المثال، وفي الوقت نفسه بدا أن نقاط الضعف المالية تلعب دوراً أكبر من الدور الذي لعبته في الأزمات السابقة، وفي بلدان مثل كوريا الجنوبية جعل اعتماد البنوك على الديون قصيرة الأجل عرضة لذعر المستثمرين، حيث عرضت نقاط الضعف في الميزانيات البنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية (مثل شركات التمويل) للخطر عندما تآكلت الثقة وبدأ التسرب الكبير لرؤوس الأموال خارج النظام المالي، كما يعد انتشار عدم التطابق في العملات في النظام المالي مصدرا رئيسي للهشاشة المالية، عندما يكون لدى البنوك أصول بالعملة المحلية ومطلوبات بالدولار، فإن المخاوف من حدوث أزمة تؤدي إلى ضعف سعر الصرف تنجر عنها أزمة ماليه، لأن الأصول ذات سعر الصرف الأضعف لن تكون كافية لخدمة أو استرداد الخصوم...يؤكد هذا الرأي على تعزيز التنظيم والإشراف التحوّطين، باعتبارهما المفتاح لتقليل عدم الاستقرار المالي، وينبغي على الحكومات أن تنأى بنفسها عن النظام المالي، وأن تقاوم إغراء استخدام البنوك المحلية كأدوات لسياسة التنمية، كما يجب إسناد المسؤولية عن الإشراف والتنظيم إلى بنك مركزي أو وكالة تنظيمية مستقلة، وينبغي إيلاء اهتمام خاص للحد من عدم التطابق في العملات، وليس فقط على ميزانيات البنوك، بل حتى على ميزانيات الشركات والمقترضين الآخرين كذلك.

3. الضعف المؤسساتي

لقد أدى هذا الموضوع إلى ظهور مؤلفات تؤكد نقاط الضعف في هياكل الإدارة المحلية باعتبارها السبب النهائي لعدم الاستقرار المالي، فمدراء البنوك والرؤساء التنفيذيين للشركات الذين لا يخضعون للمساءلة الكافية لا يملكون حوافز تكفي لإدارة المخاطر المالية بحذر، و الحكومات قصيرة النظر من جانبها، مترددة في أن تنأى بنفسها عن المؤسسات المالية،

ما يجعلها تحرم الوكالات التنظيمية من الاستقلال الذاتي اللازم، من وجهة النظر هذه ، فإن حوكمة الشركات والقطاع العام الضعيفة تسمح بالمجازفة المفرطة، ما ينتج عنه هياكل مالية ضعيفة للشركات، بالمقابل فالطرق المعالجة تتمثل في تعزيز حقوق المساهمين والدائنين ، وتحسين حكومة الشركات والشفافية المالية ووضع حدود واضحة وموثوقة على شبكة الأمان الرسمية الداعمة للمؤسسات المالية.

4. عيوب هيكل الأسواق المالية الدولية

ويربط التحليل الأخير بين عدم الاستقرار المالي في الأسواق الناشئة بالتحديد، وهيكل النظام المالي الدولي وتشغيله، وعلى وجه التحديد جوانب هذا الهيكل الخارج عن نطاق سيطرة كل بلد على حدة، إذ تؤكد البيانات العلمية لهذا الرأي على انتشار المعلومات غير المتماثلة في الأسواق المالية الدولية، والتي تشجع انتهاج سلوك القطيع من قبل المستثمرين والذي يؤدي إلى التوقف مفاجئ وانعكاسات تدفقات رأس المال التي يمكن أن تسبب الأزمات بشكل مستقل عن الظروف في الاقتصادات المتضررة، فحركة رؤوس المال بهذه الطريقة هو أساس المشكلة، والحل المقابل هو وضع ضوابط على تدفقات رأس المال، وهناك نظرة مختلف لتفسيرات الأزمات المالية التي تؤكد وجود نقاط ضعف في النظام المالي العالمي، وترى أن الأسواق الناشئة عرضة للأزمات بسبب إحجام المستثمرين الدوليين عن الاحتفاظ بأوراق الدين المقومة بعملات الأسواق الناشئة، وهكذا فإن البلدان التي تقترض من الخارج ستواجه حتما عدم تطابق في العملات في ميزانياتها الوطنية، لذلك يتطلب حل مشكلة عدم الاستقرار المالي مبادرة دولية من شأنها أن تعزز قدرة الأسواق الناشئة على الاقتراض بعملتها المحلية إذ نلاحظ أن المحفظة العالمية تتركز في عملات عدد قليل من البلدان الكبيرة ومراكز المال الدولية.

ثانيا: مصادر عدم الاستقرار المالي المحتملة

صنف غاري شينايسي حسب الجدول (2-1) أدناه مصادر عدم الاستقرار المالي المحتملة إلى صنفين داخليه وخارجيه[1]:

المخاطر الداخلية: قد تنشأ هذه المخاطر في أي من عناصر النظام المالي الأساسية الثلاثة – وهي المؤسسات، والأسواق، والبنية التحتية.

[1]غاري شيناسي، الحفاظ على الاستقرار المالي، سلسلة قضايا اقتصادية، العدد 36 ، صندوق النقدي الدولي، 2005 ، ص ص6-7.

- قد تنشأ المشاكل في مؤسسة مالية معينة وتنتشر لاحقا إلى قطاعات أخرى من النظام المالي، أو تتأثر بها عدة مؤسسات أخرى على نحو متزامن نظرا لتعرضها لمخاطر مماثلة.
- عادة ما تكون الأسواق معرضة لمخاطر الطرف المقابل، وعدم اتساق أسعار الأصول، وموجات السحب، والعدوى.
- قد يترتب على المشاكل الناشئة في المؤسسات المالية (مثل حالات توقف النظم التشغيلية، وتركز المخاطر، وسلسلة الأثار التعاقبية) حدوث مشاكل في البنية التحتية المالية في نظامي المقاصة والتسوية على سبيل المثال ينجم عنها مضاعفات أكبر على النظام المالي. وفي المقابل، فإن مواطن الضعف الناشئة في البنية التحتية في الجهازين القانوني والمحاسبي، مثلا قد يترتب عليها حالات من التوقف عن العمل (كان انهيار شركة " إنرون" الأمريكيه مرتبطا بجوانب الضعف في الجهاز المحاسبي.)

المخاطر الخارجية:

تنبع المخاطر الخارجية من مشاكل خارج النظام المالي، فالاستقرار المالي يتصف بالحساسية إزاء الصدمات الخارجية مثل الكوارث الطبيعية، أو التغيرات في ميزان التبادل التجاري لبلد ما، أو الأحداث السياسية، أو تقلبات أسعار النفط، أو الابتكارات التكنولوجية، أو التحولات المفاجئة في مشاعر الأسوق، أو توقف بلد عن سداد دين سيادي. وقد تؤدي الأحداث المتعلقة بالاقتصاد الكلي مثل "انهيار شركة كبرى..." إلى إضعاف ثقة السوق وخلق اختلالات تؤثر في النظام المالي بأكمله.

جدول رقم (2-1): مصادر عدم الاستقرار المالي المحتملة

المخاطر الداخلية	المخاطر الخارجية
مخاطر على أساس المؤسسات المخاطر المالية • الائتمان • السوق • السيولة • سعر الفائدة • العملة **المخاطر التشغيلية** • جوانب الضعف في تكنولوجيا المعلومات • المخاطر القانونية/المتعلقة بالنزاهة • مخاطر السمعة • مخاطر استراتيجية الأعمال • تركز المخاطر • مخاطر كفاية رأس المال **مخاطر على أ ساس الأسواق** مخاطر الطرف المقابل عدم اتساق أسعار الأصول • الائتمان • السيولة • العدوى **مخاطر على أساس البنية التحتية** مخاطر نظم المقاصة والدفع والتسوية مواطن الهشاشة في البنية التحتية • القانونية • التنظيمية • المحاسبية • الرقابية انهيار الثقة المؤدي إلى موجات السحب سلسلة الآثار التعاقبية	**إضطرابات إقتصاديه كليه** مخاطر قائمة على البيئة الاقتصادية اختلالات السياسات **الأحداث** الكوارث الطبيعية التطورات السياسية انهيار الشركات الكبرى

المصدر: غاري شيانسي، مرجع سابق، ص6.

المبحث الثاني: نظرية تباعد الدورات الاقتصادية وعلاقتها بالاستقرار المالي

إن الدورات الاقتصادية كمفهوم كما نعرفه الآن أول ما ظهر كان عام 1946 في الدراسة التي أجراها الاقتصاديان **(Burns&Mitchell)** بعنوان **"قياس الدورة الاقتصادية"** واللذين عرفا الدورة الاقتصادية على أنها: "نوع من التقلبات الموجودة في النشاط الاقتصادي الكلي للدول، التي تنظم عملها أساسا في إطار مؤسساتي: وتتكون الدورة من توسعات تحدث في الوقت نفسه تقريبًا في العديد من الأنشطة الاقتصادية، تليها فترات ركود عامة مماثلة، وانكماش ، ثم انتعاش يندمج في مرحلة التوسع في الدورة التالية، وتَسلسُل التغييرات هذه متكرر ولكنه على امتداد زمني مختلف"،[1]وقد طفى الى السطح مؤخراً ظاهرة بدت جلية، أن الدورات الاقتصادية صارت متباعدة على صعيد الدول المتقدمة و نظيراتها من الاقتصاديات الصاعدة، وذلك اثر الطفرة التي حققتها هاته الأخيره خلال العقود القليلة الماضية، وما تجمع لديها من أصول احتياطية ضخمة، وفرت حالة من الاستقرار لاقتصاداتها و الذي انعكس بدوره كداعم للاستقرار الاقتصادي الداخلي والإقليمي وحتى العالمي.

المطلب الأول: احتياطيات الصرف الأجنبي ونظرية تباعد الدورات الاقتصادية.

إن تراكمات الفوائض المالية للاقتصاديات الصاعدة شكل خطا دفاعيا هاما للتقليل من آثار الأزمات المالية العالمية، ما مكن هذه الدول من تجاوزها مع الاستمرار في تحقيق نتائج نمو جيدة، هذه الوقائع يراها الكثير من المحللين ممهدا لتعددية قطبية اقتصادية، ومع هذه الأوضاع المستجدة برزت ظاهرت تباعد الدورات الاقتصادية.

[1] Burns and Mitchell, **W** (**1946**). **Measuring Business Cycle**, National Bureau of Economic Research, New York, 1946, p.3.

أولا: مراحل الدورات الاقتصادية

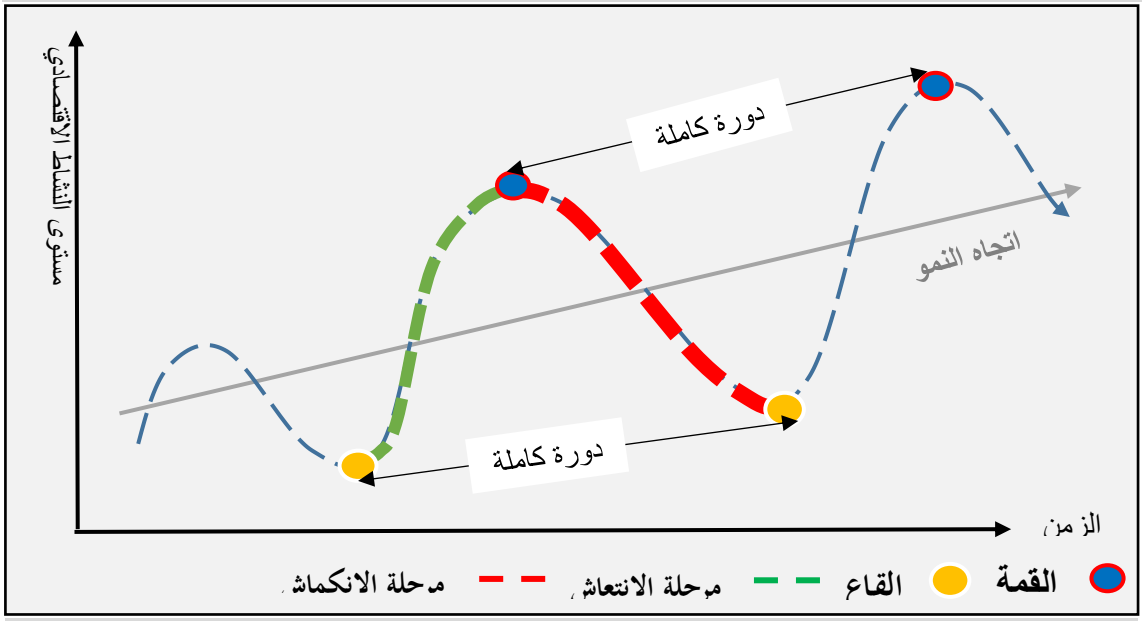
كمدخل لنظرية تباعد الدورات الاقتصادية نتعرض أولا لأهم المراحل التي تمر بها الدورة الاقتصادية، و التي تمر عادة بأربع مراحل أساسية -أنظر الشكل (2-3) أدناه- على الرغم من وجود من ينفي ذلك*، وهذه المراحل كالاتي:[1]

1) **المرحلة الأولى: (الانتعاش)** وهي حاله من الانتعاش بعد الركود، الذي يتسم بالانتقال من النمو السلبي إلى الإيجابي في النشاط الاقتصادي (الناتج المحلي الإجمالي، الإنتاج الصناعي...) مع معدل نمو متسارع، وتوفُر للائتمان في ظل سياسة نقدية توسعية، مما يخلق بيئة صحية للتوسع السريع في الهامش ونمو الأرباح، بينما يتحسن نمو المبيعات بشكل ملحوظ.
2) **المرحلة الثانية: (الذروة أو القمة)** عادة ما تكون أطول مرحلة في الدورة الاقتصادية، تتميز هذه المرحله من الدورة بمعدل نمو إيجابي ولكن أكثر اعتدالا من المرحله الأولى، حيث يكتسب النشاط الاقتصادي زخماً، ويصبح نمو الائتمان قوياً، مع معدل ربحية جيد، وتنمو المخزونات والمبيعات، لتصل إلى التوازن بالنسبة لبعضها البعض.
3) **المرحلة الثالثة: (الانكماش والركود)** عندها الاقتصاد ينزلق إلى الركود وتعوقه معدلات التضخم غير المعتادة، مع تباطأ معدلات النمو الاقتصادي على خلفية السياسة النقدية الانكماشية، نقص الائتمان، وتدهور هوامش أرباح الشركات، ارتفاع المخزونات بشكل غير متوقع مع انخفاض نمو المبيعات.
4) **المرحلة الرابعة: (القاع)** تتميز بالانكماش في النشاط الاقتصاد، مع انخفاض أرباح الشركات ونادرة الائتمان، وتراجع المخزونات تدريجيا على الرغم من انخفاض مستويات المبيعات، مما يمهد لمرحلة الانتعاش القادمة.

* أنظر: R.lucas, **UNDERSTANDING BUSINESS CYCLES**, university of Chicago, USA,1972.

[1] Lisa Emsbo-Mattingly and Dirk Hofschire, **The Business Cycle Approach to Asset Allocation**, LEADERSHIP SERIES, January 2017, p.p.2-3.

الجدول(2-3): مراحل الدورة الاقتصادية



المصدر: من اعداد الطالبين .

ثانيا: نظرية تباعد الدورات الاقتصادية

في المحاضرة التي ألقاها بمناسبة فوزه بجائزة نوبل في عام 1979 يقول اقتصادي التنمية الراحل **السير أرثر لويس** "إن معدل نمو الناتج في العالم النامي اعتمد على مدى مئات الأعوام الماضية على معدل نمو الناتج في العالم المتقدم، فعندما ينمو العالم المتقدم بسرعة ينمو العالم النامي بسرعة وعندما تتباطأ وتيرة النمو في العالم المتقدم تتباطأ أيضا وتيرة نمو العالم النامي. فهل هذا الارتباط حتمي؟ وعلى الرغم من أن الدورات التجارية تستخدم بشكل شائع لوصف حالة اقتصاد بلد واحد، فقد دفعت العولمة وانتشار الاتفاقيات التجارية الثنائية والإقليمية الاقتصاديين إلى دراسة الحركات المشتركة لهذه الدورات عبر عدة بلدان.

في هذا الصدد يزعم معظم المعلقين أن عولمة التجارة والروابط المالية أدت إلى عولمة دورات الأعمال كذلك، وعلى عكس هذه الحجج الشعبية، أصبحت العوامل الإقليمية، وليس العوامل العالمية، هي القوى المحركة لدورات الأعمال

خلال عصر العولمة الأخير، وقد أدى ذلك إلى ظهور دورات الأعمال الإقليمية[1]، وفي السنوات الأخيرة يبدو أن أداء النمو المذهل لاقتصادات الأسواق الناشئة، لاسيما الصين والهند، لم يتأثر بتباطؤ النمو في عدد من البلدان الصناعية، وقد أدى ذلك إلى تساؤلات حول قوة القنوات الدولية لنقل الدورة الاقتصادية، حتى أن بعض المراقبين قد افترضوا أن هذه الأسواق الناشئة قد "**انفصلت**" عن الاقتصادات الصناعية، **بمعنى أن ديناميكيات دورة أعمالهم لم تعد مرتبطة ارتباطًا وثيقًا بدورات أعمال الدول الصناعية**.

من أهم العوامل التي ساهمت في ظاهرة تباعد الدورات الاقتصادية نجد:

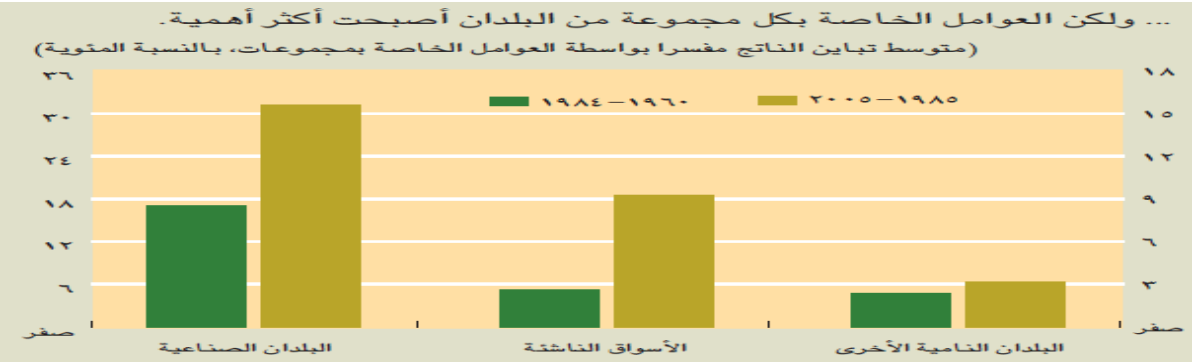
- العامل الخاص بالمجموعة (الدول المتقدمة، الدول النامية، الدول الصاعدة)
- العامل الإقليمي (دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا، دول أوربا الشرقية وأسيا الوسطى، شمال أمريكا، دول اليورو...)

1/ العامل الخاص بالمجموعة: خلال فترة العولمة، كان هناك تقارب متواضع في الدورات التجارية بين الدول الصناعية، وبين اقتصادات الأسواق الناشئة. أي أن العوامل المحددة للمجموعات أصبحت أكثر أهمية من العوامل العالمية في دفع التقلبات الدورية في هاتين المجموعتين من البلدان،[2] وهو ما يظهر جليا في الشكل أدناه.

[1] Hideaki Hirata, Ayhan Kose, Christopher Otrok , **Regionalization vs. Globalization**, IMF Working Paper, Washington DC, January 2013, P.28

[2] M. Ayhan Kose, Christopher Otrok,Eswar S. Prasad, **GLOBAL BUSINESS CYCLES: CONVERGENCE OR DECOUPLING?** NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, October 2008, p4.

الشكل(2-4): تطور أهمية العامل الخاص بالمجموعة



المصدر: ايهان كوزي، كريستوفر أوتورك، ايسوار براساد، ما مدى التباعد؟ وما مدى التقارب؟، مجلة التمويل والتنمية، جويلية 2008، ص39.

ملاحظة: حصة التباين الخاصة بالدول الصناعية مذكورة في المقياس الأيسر، والمقياس الأيمن خاص بالأسواق الناشئة و البلدان النامية.

وفي الدراسة التي أجراها **ايهان كوزي وكريستوفر أوتروك و ايسوارد براساد** والتي نشرها **المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية وصندوق النقد الدولي في مجلة التمويل و التنمية وغيرهما من المؤسسات**، والتي اهتمت بالعامل الخاص بالمجموعة ودوره في تباعد الدورات الاقتصادية، حيث ضمت هذه الدراسه بيانات اقتصادية مختارة **ل 106 بلدا بينها 23 دولة صناعية، 24 دولة صاعدة و 59 دولة نامية، إذ خلصت الدراسة الى ما يلي:** [1]

- ❖ أن العامل العالمي أصبح أقل أهمية لتقلبات الاقتصاد الكلي في كل من الاقتصادات الصناعية والبلدان الصاعدة خلال فترة العولمة (1985-2005) نسبة إلى فترة ما قبل العولمة (1960-1984)
- ❖ وعلى النقيض من ذلك، ازدادت أهمية العوامل الخاصة بالمجموعات بشكل ملحوظ لكل من البلدان الصناعية والدول الصاعدة.
- ❖ لم يطرأ تغير يذكر على درجة التزامن الدولي للدورات الاقتصادية على النحو الذي تم قياسه من خلال المساهمة المشتركة للعوامل العالمية والعوامل الخاصة بالمجموعات في شرح دورات الأعمال في فترة العولمة، ولكن المستوى الذي تتزامن الدورات عنده انتقل من المستوى العالمي الى مستوى المجموعات.

[1] Op-cit, p23.

2/العامل الإقليمي: تتعد أسباب ظهور الدورات الإقليمية والتي تميز مجموعة من الدول التي تتشارك في المجال الجغرافي وتحكمها عدة مميزات وخصائص تسودها وتميزها عن غيرها نجمل بعضها في النقاط التالية:[1]

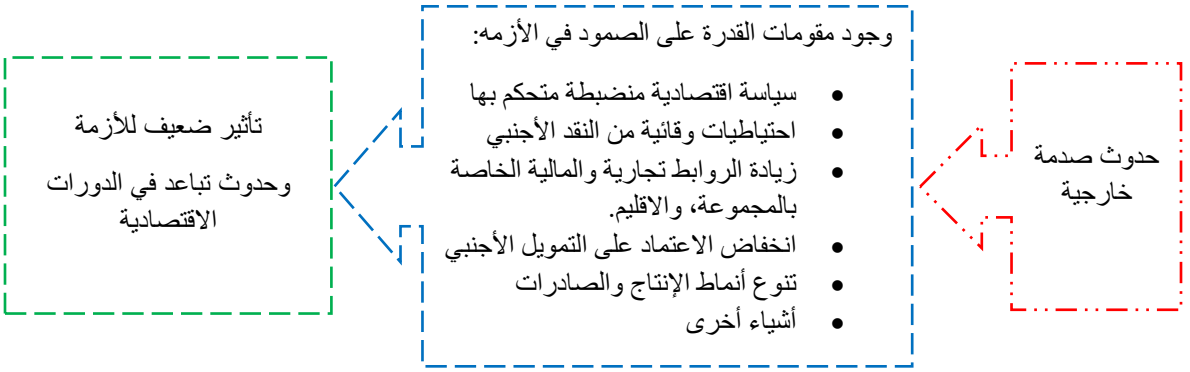
- ❖ يمكن أن تؤدي الزيادة الهائلة في التجارة والتدفقات المالية داخل المنطقة التي تغذيها مبادرات التكامل الإقليمي إلى تعزيز درجة أعلى من تزامن دورة العمل عبر البلدان في المنطقة.
- ❖ كما يمكن أن تظهر دورات الأعمال الإقليمية بسبب الدور البارز للصدمات الخاصة بالمناطق والمدفوعة بتنفيذ سياسات متماثلة في منطقه ما.
- ❖ الاضطرابات العابرة للحدود التي تنشأ في بلد كبير في منطقة ما تؤدي إلى دورات اقتصادية وطنية أكثر تزامناً في تلك المنطقة.

ونتيجة لعمق التأثير الإقليمي والعامل الخاص بالمجموعة على النشاط الاقتصادي في الأقطار التابعة له، فقد أصبح تباعد الدورات الاقتصادية بين المجموعات والأقاليم وما تضم من دول تحصيل حاصل، فحالت الركود التي قد يعاني منها العالم المتقدم قد يقابلها حاله من الازدهار والنمو في الدول الصاعدة، وذلك للخصوصية التي تميز كل دورة اقتصادية عن الدورة الأخرى، وهذا لا ينحصر على الاقتصادات الصاعدة فقط بل وحتى النامية منها، حيث باتت مراكمة الاحتياطيات الدوليه في فترات الازدهار والنمو يعمل كحاجز يحول دون انتقال الصدمات (الدورات) لهاته الدول، وهذا ما يعد في ذاته مكسباً للاستقرار الاقتصادي العالمي، ويعجل في تعددية قطبيه متوازنة على المدى المتوسط إن لم نقل القريب.

وقد كان النموذج التقليدي للروابط الاقتصادية يفسر انتقال الأزمات عبر الروابط التجارية لكن الأثر المتباعد للدورات التجارية قدم نموذجا جديد يفسر حسب الشكل أدناه.

[1] Hideaki Hirata, Ayhan Kose ,Christopher Otrok, **Regionalization vs**. **Globalization**, IFM working paper, IFM, Washington D.C, USA, p.4.

الشكل(2-5): تباعد الدورات ومقومات الصمود في الازمات



المصدر: من إعداد الطالبين

المطلب الثاني: تباعد الدورات الاقتصادية بين الدول المتقدمة والصاعدة

إن تباعد الدورات الاقتصادية الذي يشهده الاقتصاد العالمي بين دورات الاقتصاديات الصاعدة والدول المتقدم كان نتاج جملة من المميزات الخاصة بكل دوره والتي بدورها تساهم في تباعد كل دورة عن الأخرى.

أولا: مميزات الدورات الاقتصادية في الاقتصاديات الصاعدة

تتسم دورة العمل في اقتصادات الأسواق الصاعدة بحساب جاري وبمعدلات فائدة مستقل مضادين للتقلبات الدورية، معدلات الفائدة هذه متقلبة للغاية، وأعلى بكثير من معدل الفائدة العالمي بالإضافة إلى ذلك، يتجاوز إجمالي تقلبات الإنفاق الاستهلاكي فيها تقلبات الدخل، وأفاد كل من Aguiar وGopinath (2007) أن الاستهلاك أكثر تقلبًا بنسبة 40٪ من الدخل بالنسبة للاقتصادات الناشئة، بينما تقل التقلبات قليلاً عن الدخل بالنسبة للاقتصادات المتقدمة. تُعرف هذه الحقيقة بلغز التقلب الزائد في الاستهلاك.[1]

وهنالك جملة من الحقائق التي قد تميز الدورات الاقتصادية في الدول الصاعدة إذا ما قورنت مع الدورات الاقتصادية في الدول المتقدمة وأهم هذه الحقائق الأتي:[2]

[1] Fernando Alvarez-Parra, Luis Brandao, Manuel Toledo, **Business Cycles in Emerging Markets: The Role of Durable Goods and Financial Frictions,** IFM Working paper, IFM, Washington, USA, June 2011,p.4.
[2] Op-cit , p.p.7-8.

1) أسعار الفائدة الحقيقية هي معاكسة للدورات الاقتصادية في الأسواق الناشئة وتتبع الدورات الاقتصادية في الاقتصادات المتقدمة.

2) تتسم اقتصادات السوق الناشئة بتذبذب أكبر في الانتاج والاستهلاك بالمقارنة بالاقتصادات المتقدمة.

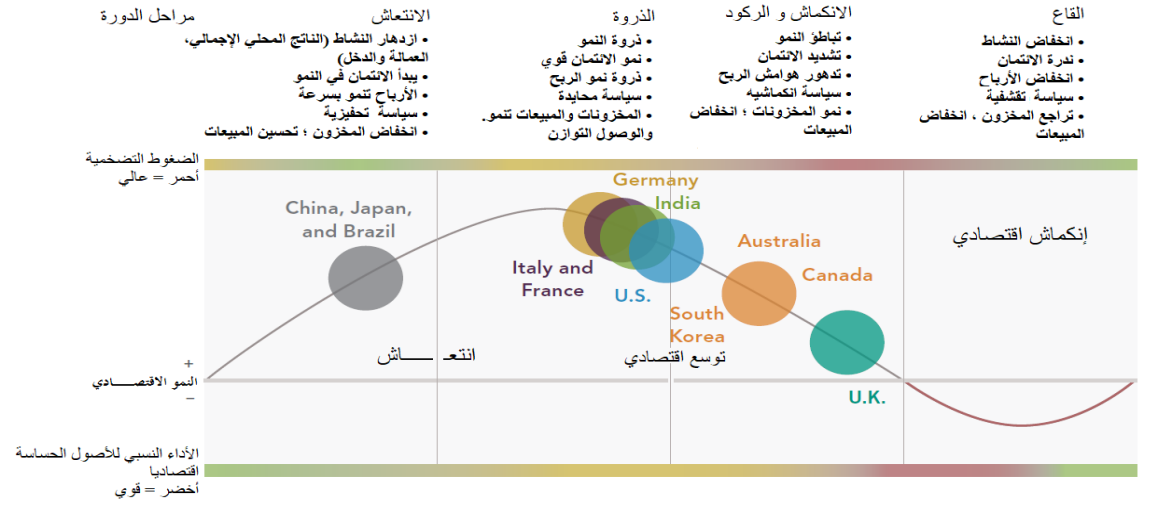
3) صافي الصادرات أكثر تقلبا وأكثر مقاومة للدورات الاقتصادية في الأسواق الناشئة بالمقارنة مع الاقتصادات المتقدمة.

4) إن الإنفاق الاستهلاكي أكثر تقلبا من الانتاج في الأسواق الناشئة، في حين أنه ليس متقلبا لحد كبير كما هو حال الناتج في الاقتصادات المتقدمة، وفيما يتعلق بالإنفاق في السلع غير المعمرة والسلع المعمرة:

- ❖ لا يكون استهلاك السلع غير المعمرة أكثر تقلبا من الإنتاج في الأسواق الصاعدة، ونجد أن نسبة الانحراف المعياري للاستهلاك إلى الدخل هي 0.9 لعينة من الاقتصادات الناشئة، و0.72 لعينة من الاقتصادات المتقدمة.
- ❖ الإنفاق في السلع المعمرة أكثر تقلباً بكثير من الانتاج في مجموعتي الاقتصادات.
- ❖ بشكل عام، يعد الإنفاق الاستهلاكي في كل من السلع المعمرة وغير المعمرة أكثر تقلبًا نسبيًا في الأسواق الناشئة عنه في الاقتصادات المتقدمة.

ويمثل الشكل (2-6) أدناه مجموعة لأكبر الاقتصاديات العالمية حيث تظهر في مراحل مختلفة من الدورة الاقتصادية فنجد كل من الصين والبرازيل كدول صاعدة في مرحلة الانتعاش من الدورة الاقتصادية.

الشكل(2-6): الدورات الاقتصادية لبعض الاقتصادات الصاعدة والمتقدمة



Source: Lisa Emsbo, Dirk Hofschire, **The Business Cycle Approach to Asset Allocation**, LEADERSHIP SERIES, Fidelity investments organizations, JANUARY 2017, p.3.

ويظهر من الشكل أن ألمانيا والولايات المتحدة وإيطاليا وفرنسا في مرحلة متأخرة من مرحلة الذروة أما أستراليا وكندا وكوريا الجنوبية فهي تواجه تباطؤ في النمو وان لم يصل القيم السالبة من النمو الاقتصادية، وتعد المملكة المتحدة في مرحلة متأخرة من تباطء النمو.

ثانيا: الأسواق الصاعدة محرك للنمو العالمي

إن الاقتصادات الصاعدة في عصرنا الحالي صارت تسيطر على مصيرها فهذه الدول التي تمثل الآن 65٪ من سكان العالم و40٪ من الناتج الاقتصادي العالمي، قد أصبح محركا للنمو الاقتصادي العالمي، والتي صارت تحوز حصة متزايدة من الاقتصاد العالمي، وقد سجلت الصين والهند وإندونيسيا وهي الأسواق الناشئة الثلاثة الأكثر اكتظاظًا بالسكان، معدل نمو سنوي بلغ 9.3 و6.5 و5.9٪ على التوالي، في حين نمت كل من الولايات المتحدة واليابان وألمانيا بمعدل أقل من 1٪ سنوياً على مدار العقود القليلة الماضية.[1]

ولعبت الظروف الخارجية المواتية، جنبا إلى جنب مع أطر السياسة المحسنة، دورا رئيسيا في دفع هذا الأداء القوي للنمو، خلال الفترة ما بين عامي 2000 و2012، باستثناء الانتكاسة القصيرة الأجل خلال الأزمة المالية العالمية حيث استفادت الأسواق الناشئة من البيئة والظروف التالية:[2]

- ❖ زيادة حركة التجارة العالمية.
- ❖ ظروف التمويل السهلة المدفوعة بانخفاض أسعار الفائدة في الأسواق الصاعدة.
- ❖ ارتفاع أسعار السلع الأساسية.

وسهلت هذه الظروف المواتية، إلى جانب استمرار الانفتاح التجاري والمالي*، كما يظهر في الشكل (2-7) لحدوث طفرة في تدفقات رأس المال والاستثمار، مما أدى إلى زيادة الإنتاجية، بالإضافة إلى ذلك، عمدت العديد من الأسواق الناشئة أيضا خلال هذا العقد لتنفيذ إصلاحات هيكلية شامله، وتعزيز أطر السياسات، والحد من مواطن

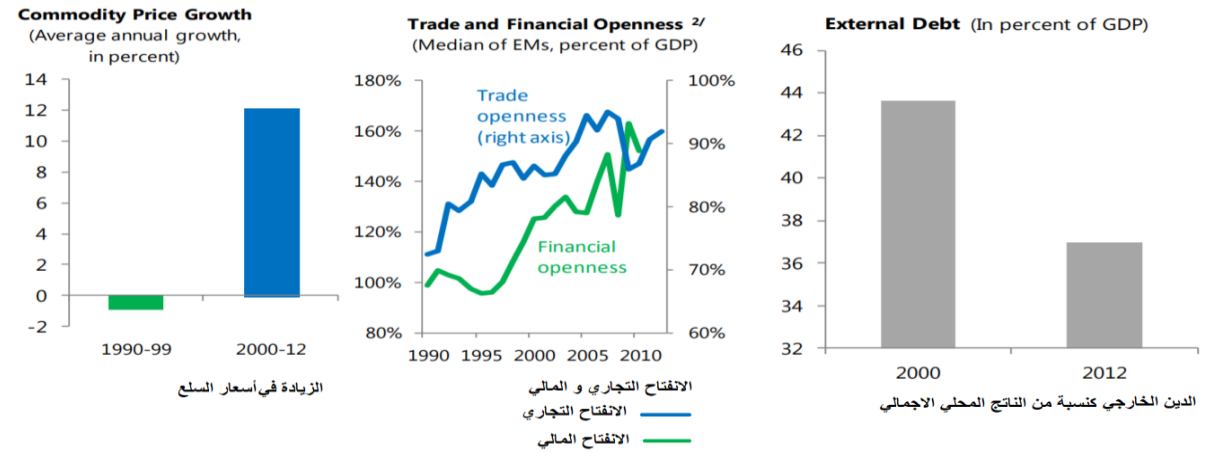
[1] Sudhir and others, **Research Opportunities in Emerging Markets,** RESEARCH ARTICLE, Springer Science, 28 March 2015, p.265.

[2] Luis Cubeddu and others, **EMERGING MARKETS IN TRANSITION: GROWTH PROSPECTS AND CHALLENGES**, IMF, Washington, USA , june2014, p.5.

*يعرف الانفتاح المالي على أنه إجمالي الأصول الخارجية بالإضافة إلى الخصوم، أما الانفتاح التجاري فهو إجمالي الصادرات بالإضافة إلى الواردات.

الضعف، أدت هذه الجهود إلى انخفاض الدين العام والخارجي، وتحسين تغطية الأصول الاحتياطية، وخلق نظم صرف أكثر مرونة.

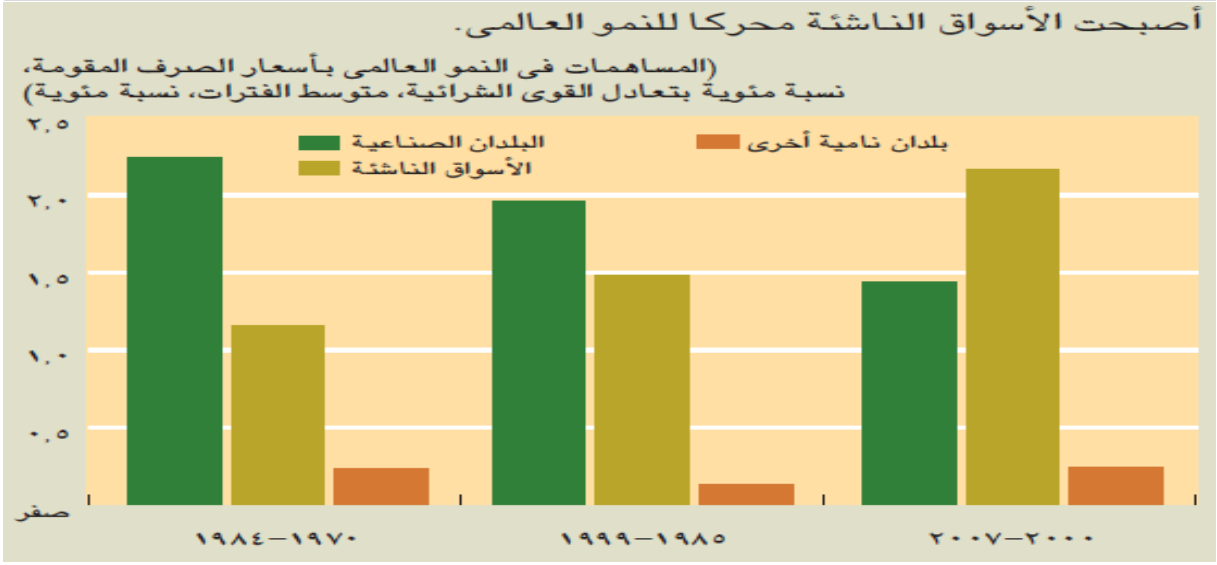
الشكل (2-7): بعض المؤشرات المساعدة على الأداء القوي للأسواق الصاعدة



Source: Luis Cubeddu and others, **EMERGING MARKETS IN TRANSITION: GROWTH PROSPECTS AND CHALLENGES**, IMF,USA, june2014, p.5.

لقد تبوأت الأسواق الناشئة على مدى العقدين الماضيين المكانة التي تستحقها، حيث حققت مايفوق 40%من مجموع الناتج العالمي، هذه النسبة لم تتجاوز في السابق 25% ما جعلها تحقق نفوذ متزايد ونمو أسرع من الاقتصادات المتقدمة (أنظر الشكل أدناه)، وجعلها تحافظ على استقرارها المالي الذي كان مهددا أثناء الأزمات التي تأتي من الخارج، وقد كونت احتياطيات ضخمة للوقاية من أثارها، والتي بدورها حققت استطالة في مرحلة النمو من الدورة الاقتصادية منفصلة عن الدورات في العالم المتقدم.

الشكل(2-8): النفوذ الاقتصادي المتنامي للأسواق الناشئة



المصدر: ايهان كوزي، كريستو اوتروك، ايسوار برساد، مرجع سابق، ص37.

المطلب الثالث: نظرية تباعد الدورات الاقتصادية من واقع أزمة 2008

ان مظاهر نظرية تباعد الدورات الاقتصادية ظهرت جلية خلال الأزمة المالية العالمية في 2008، اذ أن الحركة المعتادة للأزمة هي أن تبدأ في الولايات المتحدة و تنتقل بعدها إلى دول أوربا الغربية و الدول المتقدمة ونظريا هي قناة ناقلة للأزمة إلى الدول الصاعدة و النامية، لكن المفارقة أن الأزمة بعد انتقالها من الولايات المتحدة الى الدول المتقدمة، لم تتابع طريقها الى الاقتصادات الصاعدة، بل برز تحول مذهل هو أن الاقتصادات الصاعدة صارت المحرك الوحيد لنمو الناتج الإجمالي المحلي العالمي خلال 2008-2009 ولم تعاني الاقتصادات الصاعدة الى حد ما من ذلك الانكماش التي شهدته الاقتصادات المتقدمة جراء الأزمة، بل وساهمت في انتعاش الشركاء الاقتصاديين الأخرين لها، بالطلب على منتجاتهم (كالدول المصدره للسلع الأولية(نفط ومواد أولية))، وبهذا استطاعت الخروج عمليا من النموذج التقليدي للروابط الاقتصادية متجاوزة الازمه، وسرعة من التعافي العالمي.

أولا: عوامل قدرة الدول الصاعدة على الصمود في أزمة 2008

لقد حققت اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات منخفضة الدخل أداء اقتصاديا قويا غير مسبوق في الفترة السابقة للأزمة المالية العالمية. واختلفت التجارب باختلاف البلدان، لكن في الفترة من 2003حتى 2007، بلغ نمو إجمالي الناتج المحلي السنوي، المعدل لاستبعاد أثر التضخم، في مجموعتي البلدان بين 7% و8% في المتوسط أي أعلى كثيرا من معدلات تسعينات القرن الماضي. ونجحت هذه الاقتصادات في تخفيض التضخم إلى مستوى الرقم الواحد. ويرجع جزء كبير من الفضل في تحقيق هذه الإنجازات الاقتصادية إلى الإصلاحات الهيكلية المستمرة التي زادت من القدرة التنافسية للاقتصادات وجعلتها أكثر صمودا، وإلى تحسن السياسات المالية والنقدية،[1] وقد قامت الأسواق الصاعدة في شتى أنحاء العالم بمراكمة حجم هام من الاحتياطيات الاجنبية لعدة أسباب منها استراتيجيات النمو الموجهة نحو التصدير وكذا كشكل من أشكال التأمين الذاتي المرتبطة بالتوقف المفاجئ من التدفقات الرأسمالية الوافدة او انعكاس اتجاهها، وقامت الاقتصادات الصاعدة بمراكمة ما يفوق 5.5 ترليون دولار من احتياطيات النقد الأجنبي، حازت الصين الجزيء الأكبر منها.

هناك عوامل كثيرة يمكن أن تفسر قدرة الصمود النسبية للأسواق الصاعدة كمجموعة إبان الأزمة المالية العالمية منها:[2]

1) تحسن السياسات الاقتصادية الكلية، باتباع سياسة مالية ونقدية منضبطة واستهداف التضخم لتفادي اثار المدمرة
2) اتباع سياسة مالية عامة حذرة، ما خفض مستويات العجز المالي والدين العام، ما أتاح الاستجابة بقوة بسياسة مالية مضادة للاتجاهات الدورية.
3) نقص الاعتماد على التمويل الأجنبي، والظهور كمصدر لرأس المال.
4) تراكمات احتياطيات النقد الأجنبية.
5) تنوع أنماط الإنتاج والصادرات.
6) زيادة الروابط التجارية والمالية بين الاقتصادات الصاعدة أدى لزيادة قدرتها كمجموعة على الصمود.

[1] ثروت جهان،براد ماكدونالد، **المتفرجون وقت الأزمة**، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، الو.م.أ، يونيو2012،ص24.

[2] ايهان كوزي، اسوار براساد، **الأسواق الصاعدة تشب عن الطوق، مجلة التمويل والتنمية**، صندوق النقد الدولي، واشنطن، الو.م.أ، ديسمبر2010، ص ص 8-9، بتصرف.

7) تباعد الدورات الاقتصادية في الأسواق الصاعدة عن الدورات الاقتصادية للدول المتقدمة الى زيادة قدرتها على الصمود وعزز من هذا الاتجاه تزايد العلاقات التجارية والمالية بن مجموع الاقتصادات الصاعدة.

8) زيادة حجم الأسواق المحلية لارتفاع مستويات الدخل للأفراد، ما يقلل الركود عند حدوث صدمات معاكسة لنمو الصادرات.

ثانيا: الاقتصاد الصيني يحقق مستوى نمو مرتفع خلال الأزمة

عندما ضربت الأزمة كل من الولايات المتحدة والعالم المتقدم، اتخذت الحكومة الصينية إجراءات مضادة سريعة للتخفيف من تأثير الأزمة المالية العالمية، ابتداءً من الربع الثالث من عام 2008، تبنت السلطات الصينية مزيجًا من سياسة مالية نشطة وسياسة نقدية توسعية من خلال تقديم حزمة تحفيز بقيمة 4 تريليون يوان (580 مليار دولار) لعامي 2009 و2010.

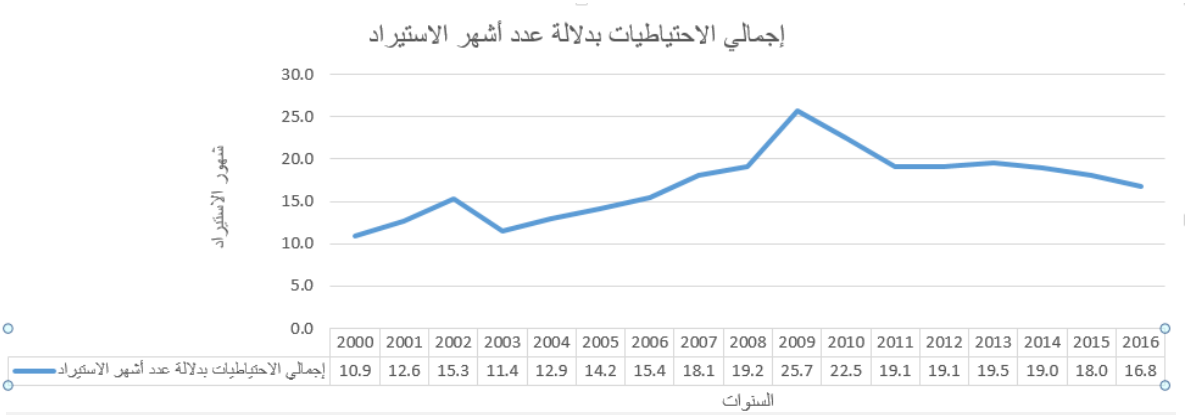
تلك الجهود لدعم الاقتصاد خلال الأزمة المالية العالمية دفعت للزيادة في الإقراض المصرفي، حيث بلغ الإقراض المصرفي في الصين 9.6 تريليون يوان صيني في عام 2009، وتم ضخ أموال كبيرة من الإقراض المصرفي في أسواق الأوراق المالية والعقارات في البلد بدلاً من الأنشطة الاقتصادية الحقيقية، مما ساهم في الانتعاش الجزئي لأسواق الأسهم الصينية من أدنى المستويات التي بلغتها في أوائل عام 2009، وحتى بعد اعتماد السياسة المالية التوسعية، كانت نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي للصين أقل من 20 في المائة في نهاية عام 2009، وفي عام 2010 ظل عجز ميزانية الحكومة المركزية الصينية 1.7 في المائة فقط من الناتج المحلي الإجمالي، مقارنة بنسبة 8.9 في المائة في الولايات المتحدة. [1]

غير أنه كثيرا ما تولد السياسات النقدية والمالية التوسعية إلى حد كبير، عجزا كبيرا في ميزان المدفوعات، مما يقوض الثقة في أسعار الصرف ويستنزف الاحتياطيات الدولية ذات المستوى المنخفض، وبالتالي فإن جدوى سياسات التحفيز الكبيرة يمكن أن تكون مقيدة للغاية، ومن ناحية أخرى فإن مستويات الاحتياطي العالية تجعل حزم التحفيز الكبيرة أكثر جدوى، بغض النظر عن تكلفة حيازتها، ومن هذا المنظور كانت الصين في موقف قوي بشكل لا يصدق، حيث و حسب الشكل أدناه حازت الصين على مايقارب18 شهرا من الاستيراد من الاحتياطيات و استمرت هذه القيمة

[1] Linyue Li, Thomas D.Willett, Nan Zhang, **The Effects of the Global Financial Crisis on China's Financial Market and Macroeconomy**, Economics Research International, Cairo, Egypt, 2012, p.4.

في الارتفاع حيث وصلت ل19.2و25.7و22.5 شهرا من الاستيراد خلال السنوات 2008 ، 2009، 2010على التوالي، في حين لم تتجاوز الشهرين في أحسن الأحوال في دول الاتحاد الأوربي.

الشكل(2-9): إجمالي الاحتياطيات بدلالة عدد أشهر الاستيراد لدولة الصين.



المصدر: من اعداد الطالبين، باستخدام برنامج Excel بالاعتماد على البيانات المقدمة من صندوق النقد الدولي، http://api.worldbank.org/v2/ar/indicator/FI.RES.TOTL.MO?downloadformat=excel ، تم الاطلاع بتاريخ:2018/04/01، على الساعة 12:00.

واعتبارًا من الربع الأول من عام 2011، احتفظت الصين باحتياطي من النقد الأجنبي يبلغ حوالي 3 تريليون دولار، وهو أعلى مستوى في العالم وثلاثة أضعاف احتياطيات أكبر احتياطي "اليابان"، وهذا ما يظهر في الشكل أدناه.

الشكل(2-10): تطور احتياطيات الصرف الأجنبية للصين واليابان خلال مرحلة الأزمة



المصدر: من اعداد الطالبين، باستخدام برنامج excel وبالاعتماد على بيانات المجلس العالمي للذهب، https://www.gold.org/download/file/4729/quarterly_gold_and_fx_reserves_q4_2017.xls x, ، تم الاطلاع بتاريخ: 1-4-2018 على 17:11

إن الاحتياطيات الدولية والاقتراض الخارجي هي طرق بديلة لتمويل الإنفاق الحكومي في مواجهة المخاطر، ويمكن للصين أن تستفيد من وضع احتياطيها القوي لتبني حزمة تحفيز كبيرة دون الحاجة إلى القلق بشأن تكاليف الاقتراض المرتفعة لتمويل الإنفاق الحكومي، أو توليد أزمة ميزان المدفوعات[1].

لقد أصبحت الحجة القائلة بأن القوة الاقتصادية المتزايدة للصين قد أدت إلى فك الارتباط مع التطورات في الاقتصادات المتقدمة واقعية الى حد كبير لكن ليس بشكل كامل، فعلى الرغم من اعتمادها الشديد على الصادرات، فقد تمكنت الصين من اتخاذ إجراءات سياسية قوية للحد من الآثار السلبية للركود العالمي، وحافظة على استقرارها المالي و حققت معدلات جيده، لكن وعلى الرغم من الخطوات الاقتصادية الضخمة التي قطعتها الصين، فإنها تواجه عددا من التحديات الاقتصادية كتحقيق نمو اقتصادي مستدام والقيام بدور متزايد في تعزيز التعاون الاقتصادي والمالي الدولي والإقليمي.

المبحث الثالث: علاقة احتياطيات الصرف الأجنبي بالاستقرار المالي

إن موضوع الاستقرار المالي ودور احتياطيات الصرف الأجنبي في تحقيقه متعدد الأوجه فالإدارة الرشيدة لهاته الأصول في اتجاه يسمح بحل المشاكل الهيكلية يسهم قطعًا في تحقيق النمو الاقتصادي للبلد ويمكن من تخفيف وامتصاص الصدمات الخارجية وأثارها المدمرة على الاقتصاد، بالإضافة للقدرة على مواجهة الحركة المفاجئة للرساميل الدولية (دخولا وخروجا)، وتمويل عجز الموازنة العامة التي عادة ما يظهر عند القيام بالبرامج و المشاريع الكبرى أو بسبب نقص الإيرادات، بالإضافة لأهمية احتياطيات الصرف الأجنبية في سداد الديون الخارجية وكذلك تمويل عجز ميزان المدفوعات والذي يمكن أن ينشأ من النقص غير المتوقع في حصيلة الصادرات أو الزيادة في أسعار الواردات، أو لارتفاع الطلب الداخلي على السلع الخارجية.

[1] OP-cit, p.4.

المطلب الأول: العلاقة بين الطلب على احتياطيات الصرف الاجنبي والاستقرار المالي

إن تراكم الاحتياطيات هو أداة رئيسية لإدارة عدم الاستقرار المالي المحلي في عالم تتزايد فيه العولمة المالية، فالحاجة إلى هذه النوع من الحماية يتزايد في ضوء تضاعف المخاطر في الاقتصادات الأكثر انفتاحًا من الناحية المالية، وتنوع دوافع الطلب على هذه الاحتياطيات بين الدافع التجاري والتحوطي، ويعد الاستقرار المالي أحد محددات الطلب على احتياطيات الصرف الأجنبي الذي يعكس الدافع التحوطي.

أولا: الدافع التحوطي للطلب على احتياطيات الصرف الأجنبية

يسعى صانعي السياسة الاقتصادية للتركيز على هدف الاستقرار المالي، لما له من أثار واضحة على النمو والتجارة الدولية وسعر الصرف والأسواق المالية والمديونية الخارجية،[1] ونجد في العديد من الدراسات كدراسة (MAURICE OBSTFELD, JAY, AND ALAN 2008) أن متغيرات الاستقرار المالي ترتبط ارتباطًا وثيقًا بالحيازات الاحتياطية وأن إدراج متغيرات الاستقرار المالي يحسن بشكل كبير من قدرتنا على تفسير الزيادة الكبيرة في الاحتياطيات العالمية خلال السنوات الأخيرة، ومن المؤكد أن عوامل الاستقرار المالي هذه يجب أن تكون في مركز الصدارة في أي تحليل لسلوك الاحتياطي.[2]

ويؤكد الأدب التطبيقي تسارع تركم احتياطيات الصرف الأجنبي خاصة في الدول النامية والناشئة والذي يظهر بوضوح خاصة منذ عام 1998، بينما اتسمت احتياطيات الدول المتقدمة بالاستقرار النسبي كونها أقرب لأسواق رأس المال العالمية، مما يتيح لها الاقتراض بسهولة، وبتكلفه أقل وقت الأزمة، كما أن عملتها تمثل عملة احتياطي عالمي، فضلا عن انخفاض مخاطر مدفوعاتها الدولية، فلقد ازدادت احتياطيات الصرف الأجنبية في الدول النامية من 1.2 ترليون دولار إلى 7.04 ترليون دولار للفترة من 1995 إلى 2013، أي ما يقارب ستته أضعاف.[3]

---

[1] منال عفان، **الطلب على احتياطيات الصرف الأجنبي والاستقرار المالي في الدول النامية**، مجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، كلية التجارة، جامعة طنطا، مصر، 2017، ص1.

[2] MAURICE OBSTFELD, Jay C. Shambaugh, Alan M. Taylor, **FINANCIAL STABILITY, THE TRILEMMA, AND INTERNATIONAL RESERVES,** Working Paper,NBER, Cambridge, UK,August 2008, p.14.

[3] منال عفان، **مرجع سابق**، ص.ص 1-2.

من المؤشرات المالية التي تم استخدامها كدلالة على كفاية الاحتياطيات خاصة في الفترة الأخيرة في الدول ذات الأسواق الناشئة هي ما أطلق عليها أنظمة التحذير المبكر لوقوع أزمة مالية ونسبة الاحتياطيات، وتضم هذه المؤشرات نسبتين هما: نسبة الاحتياطيات إلى إجمالي الدين الخارجي قصير الأجل ونسبة الاحتياطيات إلى عرض النقود بمعناه الواسع.[1]

ثانيا: الدافع التجاري لاحتياطيات الصرف الأجنبي

لقد تنوعت دوافع دول العالم للطلب على احتياطيات الصرف الأجنبي، بين دافع تجاري (لمواجهة التقلبات في التجارة الدولية)، وأخرى تحوطية لحماية الدول من الأزمات الحادثة، وتجنب أي أزمات مفاجئة، ومع حدوث أزمة المديونية للعديد من دول العالم، وزيادة الاندماج المالي خاصة مع عقد التسعينات، فضلا عن حدوث الكثير من الازمات المالية المتكررة، ازداد الطلب على احتياطيات الصرف الأجنبي، خاصة في ظل غياب نظام دولي مناسب لإدارة الازمات.

وتوضح المؤشرات التجارية حالة العلاقات التجارية للاقتصاد المحلي مع باقي الدول الأخرى وتضم نسبتين، نسبة الاحتياطيات إلى الواردات ونسبة الاحتياطيات إلى عجز ميزان الدفوعات... حيث يرى أنصار الصيغة الاولى أن هناك تناسب بين احتياطيات الصرف الأجنبي وقيمة الواردات، ومعناه أن الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي يزداد مع تزايد الواردات، حيث يرى البعض منهم أنه في حالة الطوارئ يضمن الاقتصاد تدفق وارداته الضرورية ويجنبها السياسات الاقتصادية والاجتماعية غير المرغوبة التي تضطر لتطبيقها في حالة عد كفاية الاحتياطيات...أما مؤشر نسبة الاحتياطيات إلى العجز في ميزان الدفوعات، الذي يعني أن التغير في احتياطي الصرف الأجنبي يجب أن يتغير بنفس معدلات التغير المتوقع في عجز ميزان المدفوعات، فإذا كانت هذه النسبة تساوي 1 صحيح، فهذا هو الوضع الأمثل الذي تعتبر فيه احتياطيات الصرف الأجنبي كافية تمام لمواجهة أحوال العجز الطارئ في ميزان المدفوعات، وهذا يجنبها سياسات مواءمة غير مرغوبة.[2]

[1] مواكني سهيلة، **محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة شلف، الجزائر، السنة الجامعية:2013 -2014، ص 81.

[2] **نفس المرجع** ، نفس الصفحة.

المطلب الثاني: دور الاحتياطيات في تحقيق الاستقرار المالي في البلدان النامية.

إن احتياطيات الصرف الأجنبية ذات أهمية بالغة في دعم الاستقرار المالي وتمويل الانفاق العام للدولة وتغطية عجز الميزانية، عندما تنخفض حصيلة الإيرادات العامة للدولة أو في حالة العجز الموازني المقصود كأداة من أدوات السياسة الميزانية من أجل تحقيق مختلف الأهداف التنموية لهاته الدول، فاحتياطيات الصرف الأجنبي التي تراكمها الدول النامية إنما هي بمثابة سلة ادخار لأوقات الحاجة، عند الأزمات وتقلبات أسعار السلع الأساسية التي تصدرها.

أولا: الاستقرار المالي في الدول النامية

عادة لا يتعدى مفهوم القائمين على السياسه الاقتصادية للاستقرار المالي في الدول النامية وجهة النظر القائمة على التوازن المالي للميزانية مما يفسر إعطاء أهمية أكبر للعجز الموازني وكذا الصناديق الاحتياطية و احتياطيات الصرف التي تدير هذه الأخيره، حيث تهدف هذه الصناديق لتجب التقلبات التي تعرفها المداخيل نتيجة تذبذب أسعار المواد الأولية خاصة في الدول التي تعتمد عل تصدير المحروقات حتى تتجنب العجز في تمويل ميزانية الدولة وهو ما يحقق الاستقرار الاقتصادي وتجنب الاضطرابات التي تنتج عن تقلبات أسعار المواد الأولية في الأسواق العالمية،[1]ومفهوم الاستقرار المالي لمعظم الدول النامية لا يتعدى في مجمله محور النظام المصرفي، كون السوق المالي لهاته الدول في مرحلة مبكره جدا من النمو ليتوائم مع النظام المالي العالمي.

فالأزمات المالية التي شهدها العالم، وخاصة أزمة 2007 جعلتنا أمام مفاهيم جديده فيما يتعلق بنموذج الروابط الاقتصادية حيث أن الأسواق الناشئة أو التي هي في طريق النمو وذات فوائض مالية قبل الأزمه وبدل أن تتأثر سلبا بها فإنها ساهمت إيجابا في تحقيق الاستقرار المالي للاستقرار العالمي[2]، بالإضافة لذلك فان احتياطيات الصرف الأجنبي ساهمت في تباعد الدورات الاقتصادية كما أشرنا في المبحث السابق بين العالمين المتقدم و الأسواق الناشئة و النامية، ما شكل مصدرا للاستقرار المالي لهاته الدول، و جعلها تسهم في انعاش السوق العالمي على صعيد انعاش الطلب على

[1] كمال العقريب، **تقيم واقع ودور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد العالمي**، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 10، المجلد 1-2014، جامعة خميس مليانة،ص120

[2] سعودي محمد، **أثر الصدمات الخارجية على فاعلية السياسه الماليه، دراسة حالة الجزائر (1990-2010)**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوره في علوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، السنة الجامعية:2014-2015، ص145.

السلع و الخدمات بالإضافة لتوفير احتياطاتها من الصرف الأجنبي كرؤوس أموال ضختها في سوق المالي العالمي التي أدارتها عن طريق صناديق الثروه السياديه.

المطلب الثالث: مصادر عدم الاستقرار المالي الخارجية ودور الاحتياطيات في مواجهتها

كما سبق وأن أشرنا فإن المخاطر الخارجية كمصدر محتمل من مصادر عدم الاستقرار المالي، إنما تنبع من مشاكل خارج النظام المالي، فالاستقرار المالي شديد الحساسية للصدمات الخارجية كالكوارث الطبيعية، أو التغيرات في ميزان التبادل التجاري لبلد ما، أو الأحداث السياسية، أو تقلبات أسعار النفط، أو الابتكارات التكنولوجية، أو التحولات المفاجئة في مشاعر الأسوق، أو توقف بلد عن سداد دين سيادي. وقد تؤدي الأحداث المتعلقة بالاقتصاد الكلي مثل "انهيار شركة كبرى..."إلى إضعاف ثقة السوق وخلق اختلالات تؤثر في النظام المالي بأكمله.

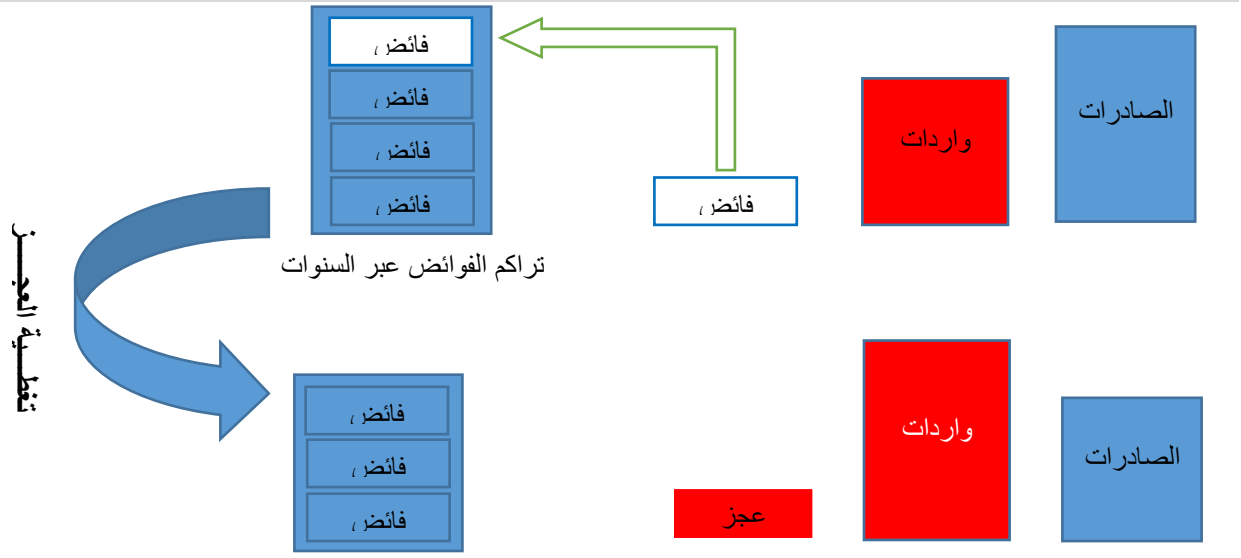
أولا: الصدمات الخارجية التجارية

وتعتبر أكثر الصدمات الخارجية شيوعا وتأثير على الاقتصاديات وتأخذ شكلين رئيسيين هما:

- ❖ التغير في عوائد الصادرات
- ❖ التغير في أسعار أهم الواردات

حيث تعتبر الدول النامية هي الأكثر عرضة للآثار السلبية للصدمات الخارجية التجارية، لكن تراكم الاحتياطيات يوفر لها مساحة واسعة من المناورة حسب حجم هذه الاحتياطيات وحسب قوة الصدمة ومداها الزمني كما هو الحال في الازمة الأخير لانهيار أسعار النفط لما يقارب الأربع سنوات من الآن.

الشكل(2-11): تغطية العجز في الميزان التجاري من خلال الاحتياطيات



من إعداد الطالبين

ثانيا: الصدمات الخارجية المالية

كما أشرنا في المبحث السابق فإن نظرية تباعد الدورات الاقتصادية أعطت بعدا جديدا لنموذج الروابط الاقتصادية، حيث "يمثل هذا النموذج حاله خاصة في تفسير الصدمة أو الهزة المشتركة الناتجة عن أزمات تحدث في العديد من الأقطار أو البلدان، و التي تمثل فيها الصدمة الخارجية حدث مالي على نطاق دولي واسع، حيث بمجرد حدوث الأزمة الأولية في دوله ما يصبح من السهل التنبأ بالأزمات التي ستحدث في باقي الدول ذات المستوى الاقتصادي الأدنى نتيجة الارتباط التجاري فيما بينها"[1] فالاحتياطيات أصبحت جدار مناعة صلب للتصدي لهذا النوع من الصدمات الخارجية.

ثالثا: الصدمات الخارجية الطبيعية

يمكن أن تنطوي التنبؤات العالمية بتغير المناخ على تأثيرات محلية مهمة، وإذا أخذنا وضع الهند بعين الاعتبار فتشير بعض التنبؤات لزيادات إجمالية كبيرة في هطول المطر للبلد بأسره، وبالرغم من ذلك، يحتمل هطول المزيد من الأمطار

[1] سعودي محمد، **نفس المرجع السابق**، ص46.

خلال الفترات الحادة للرياح الموسمية في أجزاء وفيرة المطر بالفعل (مشكلة خطر متزايد من الفيضان)، بينما تتلقى مساحات كبيرة أخرى مطر أقل. وهذه تتضمن مناطق قابلة للجفاف ويظهر بحث مناخ المستوى الدقيق لأندرا براديش ارتفاعا في درجات الحرارة بمقدار من 5°م -3 بحلول 2050، مما يؤدي لهبوط مقداره 8-9 بالمائة في المحاصيل بالنسبة لمحاصيل تركيز المياه مثل الأرز.[1]

تمثل الخسائر على هذا المقياس مصدرا للضعف المتزايد بشدة الذي تتعرض له العائلات الريفية. ويؤدي هبوط الانتاج إلى تقليل كمية الغذاء الذي تزرعه العائلات لاستهلاكهم الذاتي وإنقاص الإمدادات للأسواق وتقليل فرص العمالة، وهو مجال آخر يمكن فيه لدليل من الماضي إلقاء الضوء على التهديدات المستقبلية، ففي أندرت براديش، وجد مسح شمل ثمانية مناطق في أقاليم جافة أن نوبات الجفاف التي حدثت بمعدل مرة كل 4-3 سنوات تؤدي إلى خسائر في قيمة الناتج بمقدار 10-5 بالمائة وهذا يكفي لدفع العديد من المزارعين للعيش تحت خط الفقر، وتقترح نماذج للدخل الزراعي في الهند ككل أن زيادة بمقدار 2-°3.5م يمكن أن ترتبط بخفض صافي العائد الزراعي بمقدار 25 - 9 بالمائة.[2]

فنتائج الكوارث الطبيعية تؤدي الى:[3]

- ❖ انخفاض الإيرادات العامة
- ❖ انخفاض نمو الدخل الوطني وزيادة الفقر وزيادة سوء نمو مؤشرات الصحة والتعليم.
- ❖ انخفاض في حصيلة الصادرات وزيادة الواردات من الأغذية والمواد اللازمة للصناعة والتعمير.
- ❖ انكماش الإيرادات في النقد الأجنبي ونقص الأغذية.

وكل هذه التداعيات للكوارث الطبيعي يمكن مواجهتها من خلال الاحتياطيات على المدى القصير و المتوسط أما على المدى الطويل فيمكن للاحتياطيات في هذا الصدد ان تمثل مصدر تمويل لإعادة الاعمار ودعم تماسك الاقتصاد و الحيلولة دون انهيار النظام المالي، بالإضافة لدورها في تمويل المشاريع الاستثماريه التي تهتم بتطوير التكنولوجيات (الطاقة الشمسية، الكهربائية، النووية ...) التي تسهم في تعزيز التوازن المناخي ومحاربة الاحتباس الحراري حول العالم، و تمثل

[1] إدارة الاقتصادية والاجتماعية، **الصدمات المناخية: المخاطر والضعف في عالم متفاوت**، تقرير التنمية البشرية 2007 / 2008، الفصل 2، منظمة الأمم المتحدة، نيويورك، الو م أ، ص82.

[2] **نفس المرجع**، نفس الصفحة.

[3] **سعودي محمد**، مرجع سابق، ص 48.

هذه الصناعات مورد اقتصادي ومالي مهم بالإضافة لأنه يمكن من خلال هذه المشاريع المساهمة في خفض معدلات البطالة بمناصب عمل جديده وتوطيد العمالة في القطاع الفلاحي التي قد تنزح نتيجة الكوارث المناخية.

رابعا: الصدمات الخارجية الناتجة عن النزاعات

وهي الصدمات الناتجة عن حدوث نزاع في احدى البلدان قد تنقل أثارها إلى البلدان المجاورة، وتثير مشاكل اللاجئين وخسائر في أسواق التصدير، وارتفاع تكاليف النقل وانخفاض التحويلات، بل وانتشار عدوى النزاعات وزيادة الانفاق على الدفاع.[1]

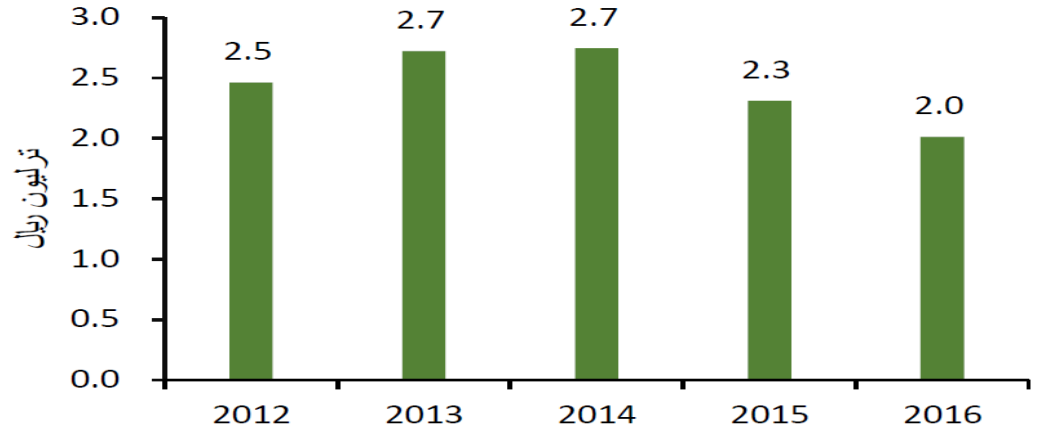
كل هذه التداعيات قد تأثر على الأسواق المالية بالسلب مما يجعل المستثمرين في حالة تخوف من الاستثمار في هاته الأسواق الماليه ويجعلها تفر لارتفاع المخاطر فيها، لكن هالة الأمان التي تظهر بوجود احتياطيات صرف أجنبية تضمن تغطية النفقات المتزايدة للدولة في هذا الحالة من الأوضاع (نفقات عسكريه، مخيمات لجوء...)، والاستمرار في الانفاق على المشاريع التنموية مما يضمن استمرار تحقيق معدلات النمو المعتادة في فترات الاستقرار، و يجعل الاستثمار في السوق المالي ملائم وجاذب لرأس المال المحلي و الأجنبي.

وإذا أخذنا الشرق الأوسط كأبرز بؤرة توتر في العالم فيمكن لحالة عدم الاستقرار الإقليمي أن تتسبب في زيادة مواطن الضعف في الأسواق المالية وتقلب تدفقات رأس المال وزيادة تقلب أسعار النفط.

حيث نجد أن الاقتصاد السعودي انخفض مخزون الاصول الاحتياطية الأجنبية لديه من 3,2 تريليون لاير سعودي في عام 2015 إلى حوالي 2 تريليون ريال سعودي في نهاية عام 2016 كما في الشكل أدناه

[1] **نفس المرجع** ، نفس الصفحة.

الشكل(2-12): تطور احتياطيات الصرف الأجنبي في المملكة العربية السعودية بالتريليون ريال سعودي



المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، **الاقتصاد السعودي: الاتجاهات والمخاطر وآفاق النمو**، تقرير الاستقرار المالي 2017، العدد 3، الرياض، السعودية، ص 10.

وحتى في ظل المستوى الحالي للاحتياطيات الاجنبية، تُصَّنف المملكة ضمن الدول العشرة الاولى في العالم من حيث مخزون الاصول الاحتياطية ويكفي المخزون الحالي من الاحتياطيات لتغطية قيمة 33 شهراً على الاقل من الواردات، وعلاوة على ذلك، تراجع معدل الانخفاض في الاصول الاحتياطية من حوالي 15 في المئة في عام 2015 إلى 13 في المئة بنهاية عام 2016 لضبط المالية، وهو مؤشر على التحسن نتيجة تنويع مصادر الدخل وإصدار أدوات الدين الدولية.[1]

وصرحت مؤسسة النقد العربي السعودي أن المستوى الحالي للاحتياطيات لا يثير أية مخاوف بشأن الاستقرار المالي، حيث أن الاصول الاحتياطية الاجنبية للمؤسسة لا تزال أكثر من كافية لدعم سياسة سعر الصرف والانشطة الاقتصادية، وهي تعادل حاليا 84% على الاقل من إجمالي الناتج المحلي.[2]

[1] مؤسسة النقد العربي السعودي، **الاقتصاد السعودي: الاتجاهات والمخاطر وآفاق النمو**، تقرير الاستقرار المالي 2017، العدد 3، الرياض، السعودية، ص 10.

[2] **نفس المرجع**، نفس الصفحه.

ورغم الوضع العام في الشرق الأوسط وفي محيط السعودية تحديدا ومع ارتفاع النفقات العسكرية لما يسمى بعاصفة الحزم، و الرؤية التنموية 2030 التي تتبعها، والانخفاض الحاد لأسعار النفط إلا أن احتياطيات الصرف الأجنبيه لديها حافظت على الاستقرار المالي والتوازن الاقتصادي، بل لا تزال المملكة قادرة على التكيف مع الانخفاض النسبي لأسعار النفط على المدى القصير والمتوسط، حيث أن المملكة مازالت تحتفظ بمستوى عال من احتياطاتها الاجنبية المتراكمة على الرغم من عمليات السحب من الاحتياطيات على مدى الاعوام الماضية.

خلاصة

إن الاحتياطيات من الصرف الأجنبي تعتبر لاعبا غاية في الأهمية في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي على الصعيدين القطري والإقليمي، خاصة بالنسبة للاقتصادات النامية والصاعدة، كما تلعب الاحتياطيات دورا كبيرا في تسريع التعافي العالمي من الأزمات المالية، وفيما يأتي نبرز أهم نتائج هذا الفصل:

- إن الحفاظ على الاستقرار المالي حتمي سواء على المستوى المحلي أو العالمي في ظل ما تمليه العولمة والترابط في النظام المالي العالمي، ويمكن أن تتحدد درجة الاستقرار المالي بحسب قدرة النظام المالي على التخفيف من وطأة تداعيات الأزمات على الاقتصاد الحقيقي.
- ان نتائج الاضطرابات المالية كارثية على جميع الأصعدة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية وممتدة لسنوات بعد حدوثها وهو ما يبرز الأهمية الفعلية للاستقرار المالي وتنقسم مصادر عدم الاستقرار المالي الى داخلية تنشأ في عناصر النظام المالي الأساسية (المؤسسات، والأسواق، والبنية التحتية)، ومخاطر خارجية تنبع من مشاكل خارج النظام المالي.
- تباعد الدورات الاقتصادية ظاهرة ساهم في تحقيقها كل من العامل الإقليمي وعامل المجموعة، فزيادة العلاقات الاقتصادية والتجارية والمالية على هذين الصعيدين ساهم في الفصل بين الدورات الاقتصادية على هذا الأساس.
- النتائج التي حققتها الأسواق الناشئة كونت احتياطيات ضخمة شكلت هالة حماية ضد اثار الصدمات الخارجية، كما حققت بدورها استطالة في مرحلة النمو من الدورة الاقتصادية منفصلة عن الدورات في العالم المتقدم وهو ما يظهر جليا خلال أزمة 2007.
- إن تراكم الاحتياطيات هو أداة رئيسية لإدارة عدم الاستقرار المالي المحلي في ضوء تضاعف المخاطر في الاقتصادات الأكثر انفتاحًا من الناحية المالية، ويعد الاستقرار المالي أحد محددات الطلب على احتياطيات الصرف الأجنبي الذي يعكس الدافع التحوطي.
- احتياطيات الصرف الأجنبي حائط صد أساسي ضد الصدمات الخارجية كمصدر محتمل من مصادر عدم الاستقرار المالي.

الفصل الثالث:

إدارة احتياطي الصرف الأجنبي وأهميتها في تحقيق الاستقرار المالي في الجزائر

تمهيد:

إن التأثيرات الايجابية لارتفاع أسعار النفط على اقتصاديات الدول المصدرة له ساهم في تعزيز حجم الاحتياطيات الأجنبية لدى البنوك المركزية، و على هذا الأساس، لا يمكن انكار بان هناك ارتباط وثيق بين أسعار النفط و مستوى احتياطي الصرف الأجنبي في الدول المصدرة للنفط و خصوصا الجزائر، اذ مكنت الإيرادات النفطية الاقتصاد الجزائري من مراكمة حجم هام من احتياطيات الصرف الأجنبي ، بالإضافة لإنشاء صندوق ضبط الموارد(FRR) من إيرادات الجباية البترولية، بهدف إحداث توازن مالي في الموازنة العامة للدولة في حلات العجز الناتج عن السياسة التوسعية في إطار البرامج التنموية أو الناتج عن انخفاض من موارد الجباية البترولية، أما الهدف الثاني فهو سداد المديونية التي كان من مسببات تراكمها الأزمة السياسية خلال التسعينيات من القرن الماضي، وهنا يمكننا أن نتساءل عن مدى نجاعة كل من صندوق ضبط الإيرادات واحتياطيات الصرف الأجنبي في الحفاظ على الاستقرار المالي للجزائري، بناءًا على ما سبق تناولنا في هذا الفصل ما يلي:

المبحث الأول: لمحة عامة حول الاستقرار المالي في الجزائر.

المبحث الثاني: احتياطي الصرف الأجنبي وكفاءة دعمه للاستقرار المالي في الجزائر.

المبحث الثالث: دور صندوق ضبط الموارد في دعم الاستقرار المالي في الجزائر.

المبحث الأول: لمحة عامة حول الاستقرار المالي في جزائري

نتطرق في هذا المبحث لأهم العموميات حول الاستقرار المالي الجزائري.

المطلب الأول: الظروف العالمية والمحلية وتحديات الاستقرار المالي في الجزائر

للإحاطة بموضوع الاستقرار المالي في الجزائر لابد من الوقوف على أهم المتغيرات الاقتصادية والمالية التي تؤثر في الوصول، أو المحافظة عليه في مواجهة الصدمات الخارجية، والتصدي إلى كل المشاكل والهزات المالية الداخلية، فبعد الاستقراء والتمحيص كان على النظام المالي الجزائري خلال الفترة 2000-2014 أن يضع في الحسبان التحديات التالية[1]:

- ❖ هشاشة انتعاش الاقتصاد العالمي الذي تزايد تدرجيا بعد الأزمة العالمية الأخيرة؛
- ❖ اجتياز المخاطر المرتبطة بالاستقرار المالي التي تظهر في:
  - ضعف كل من الوضعيات المالية العامة، والقطاع المالي
  - التفاعل المتبادل السلبي بين المخاطر السيادية، والمصرفية حيث ساهمت حدة أزمة الديون السيادية على مستوى منطقة الأورو في تزايد التقلبات المالية، وتفاقم الضغوطات في الأسواق البينية للمصارف.
  - التقلص الشديد لتدفقات لرؤوس الأموال.
- ❖ الهشاشة المتزايدة لميزان المدفوعات أمام الاتجاه التصاعدي لواردات السلع والخدمات، وارتباط قيمة الصادرات بأسعار المحروقات؛
- ❖ استمرار ديناميكية القروض المقدمة للاقتصاد، التي تتضمن مخاطر ممكنة تحل بالاستقرار المالي؛
- ❖ تطور سعر صرف الدينار مقابل الاورو، والدولار الأمريكي، خاصة في السنتين 2013 و2014، بشكل ارتباط كبير بتطور سعر صرف الاورو مقابل الدولار، في ظرف يتسم بتزايد التقلبات على مستوى الأسواق المالية العالمية ، لذا لابد من رصد تطورات هذه الأسواق المالية و الصرف من اجل تدقيق تدخلات بنك الجزائر على مستوى السوق البينية ، والصرف من اجل تخفيف التقلبات المالية المرتبطة بالمرحلة الانتقالية الاقتصاد العالمي على الاقتصاد الوطني؛

[1] لكصاسي محمد، **تدخل محافظ بنك الجزائر محمد لكصاسي أمام مجلس الأمة: تطورات الوضعية المالية والنقدية في الجزائر**، بنك الجزائر ، ديسمبر 2013 ، مجلة،ص3.

- استمرار الضعف لمعدلات الفائدة العالمية على مردود استثمارات احتياطيات الصرف (نتائج الأزمة العالمية).

المطلب الثاني: إجراءات بنك الجزائر وسياسته لتعزيز الاستقرار المالي

لتعزيز الاستقرار المالي، والمحافظة عليه وجعله في منأى عن الصدمات والأزمات الخارجية قام البنك المركزي بما يلي[1]:

- تمت في سبتمبر 2009، إقامة هدف التضخم كهدف صريح لسياسة النقدية (سياسة استهداف التضخم) وتعزز دورة في أوت 2010 بان يكون التوقيع شهري لمعدلات التضخم ؛
- إسناد الاستقرار المالي كمهمة لبنك الجزائر، خاصة من زاوية مراقبة الخطر النظامي (الأمر 10 -04 المؤرخ في 26 أوت 2010) ؛
- مراجعة النظام رقم08-04 المؤرخ في ديسمبر 2008، الذي رفع بصفة جوهرية الرأس المال الادني للبنوك؛
- النظام 09-03 المؤرخ في ماي 2009 المتضمن القواعد الخاصة بشروط البنوك ، و المتعلقة بالمخاطر علي المنتجات المالية؛
- في إطار مهامه القانونية الجديدة في مجال الاستقرار المالي، بادر بنك الجزائر في 2012 بمشروع وضع أدوات جديدة (لاختبار صلابة المصارف)، تعزيزا للعمليات القائمة منذ 2007، لتحسين قدرة التحليل واكتشاف نقاط الضعف النظامية، كما تسمح بتحسين المراقبة الاحترازية الكلية؛
- تحيين الجهاز التنظيمي المتضمن السياسة النقدية ، (استرجاعات السيولة وتسهيلات الودائع المغلة للفائدة، الاحتياطات الإجبارية)؛
- إقامة ثم تكميله نظام التنقيط المصرفي، وهي طريقة إشراف مستوحاة من طريقة (CAMELES) ؛لتقييم مؤشرات أداء ، وملاءة المؤسسات المالية؛ وتم تطبيقها مبدئيا كمرحلة تجريبية عل مستوى مصرفين (2012) تطبيقا لجهازين متناغمين مع معايير الدولية ؛ الأول يخص تسيير مخاطر السيولة؛ و الثاني يخص المخاطر البينية للمصارف؛
- تنصيب لجنة الاستقرار المالي على مستوى بنك الجزائر سنة 2009 ، يترأسها المحافظ و هي تتكون من نواب المحافظ الثلاثة، و من أربعة مدراء عامين للمديريات المعنية و بإشكالية استقرار، وصلابة النظام المصرفي تقوم هذه اللجنة بـ:

[1]بن سيلت احمد ،**محددات الاستقرار المالي في الجزائر**، رسالة دكتوراه، جامعة المدية، الجزائر، السنة الجامعية: 2016-2017، ص125.

- مراجعة مؤشرات الصلابة المالية للمصارف، أساسا من خلال المؤشرات المسماة المؤشرات الدنيا الإحدى عشرة، التي أقامها صندوق النقد الدولي، والتي يصرح بها بنك الجزائر لهذه المؤسسة المالية متعددة الأطراف، كما هو الشأن بالنسبة لكل الدول الأعضاء الأخرى.
- دراسة تقارير تقييم القطاع المصرفي، التي يعدها منذ سنة 2009؛ تقييم بصفة دورية صلابة القطاع المصرفي، لاسيما من خلال اختبارات الصلابة التي طورت منذ سنة 2007 والتي من شأن نتائجها السماح بالتكفل مسبقا بمخاطر هشاشة القطاع المصرفي، وبغية تطوير نموذج أكثر فعالية لاختبارات الصلابة[1].

المطلب الثالث: المحافظة على قيمة العملة والاستقرار سعر صرف الدينار وتحويل الأموال

اتخذ بنك الجزائر الإجراءات التالية[2]:

- ❖ عمليات الصرف، والتجارة الخارجية تخضع إلى التسجيل من طرف المديرية العامة للصرف وفقا للشروط التي ينص عليها النظام رقم95-07 (المادة4، نظام رقم2000-02 لسنة 2000)؛
- ❖ تخضع التحويلات التي تقوم بها البنوك، و المؤسسات المالية إلى مراقبة بعدية من طرف بنك الجزائر كما هو الشأن بالنسبة للعمليات الأخرى الخاصة بالتجارة الخارجية و الصرف كما يجب أن تصرح لبنك الجزائر بهذه التحويلات(المادة6، نظان05-03 لسنة 2005)؛
- ❖ تتم فوترة ، أو بيع السلع و الخدمات على مستوى المجال الجمركي بالدينار الجزائري إلا في الحالات التي ينص عليها التنظيم المعمول به(المادة5، النظام رقم07-01 سنة 2007)،
- ❖ تعزيز جهاز الرقابة على أساس المستندات المتعلق بالعمليات مع الخارج لتسوية التجارة الخارجية، ومنع التوطين المصرفي، وتحويل الأموال نحو الخارج(منع277متعامل الفترة 2007-2012)[3]

[1] ننفس المرجع، **ص** 126،

[2]نفس الرجع، ص 127،

[3]نفس المرجع، ص 128،

المطلب الرابع: آلية الحفاظ على استقرار النظام المالي

إن آلية الحفاظ على الاستقرار الملي، تستند على مؤشرات السلامة المالية والمخاطر المالية للنظام المصرفي بالإضافة إلى المؤشرات الأساسية والمخاطر الخارجية المتعلقة بالمؤشرات الاقتصادية الكلية خاصة سعر المحروقات، ومن هنا فإن النظام المالي الجزائري جد تقليدي وبعيد كل البعد عن الدراسات الحديثة المرتبطة بهذا الموضوع، لكن رغم ذلك فلا يجب إغفال تلك المؤشرات وذلك لعدة أسباب أهمها [1]:

- ❖ رغم الاعتماد شبه الكلي على التمويل المصرفي إلا أنه يمكن اعتبار أن الجزائر كانت محظوظة في هذا الجانب عند حدوث الأزمة فمثلا بنك مثل Bnb Parubas El Djazair اعتبر من أحسن البنوك التي حققت نتائج إيجابية عند حدوث الأزمة ، حيث قامت إستراتيجية بالتوسع في الدول النامية مع تقليل تكاليفه هناك إلى تغطية خسائره في الدول المتقدمة التي شهدت حدوث الأزمة فلو تفرض مثلا أن هذا البنك قد شهد حالة إفلاس مثله مثل بعض البنوك الأمريكية و الأوروبية لكان فرعه في الجزائر قد أفلس هو كذلك ولكانت الجزائر قد تعرضت للأزمة المالية والمصرفية ، من هنا يأتي دور الاستشراف عن طريق نظم الإنذار المبكر و التي تتعدى آلية الإجهاد المالي .
- ❖ رغم عدم وجود خسائر مباشرة للأزمة على الاستقرار المالي للاقتصاد الجزائري إلا أن هناك أثارا ضمنية يجب ذكرها خاصة في مجال خوصصة القطاع المصرفي العمومي فنظرا للخسائر الكبيرة التي تعرضت لها البنوك العالمية فقد تأجل فتح رأس مال البنوك العمومية رغم أنها تشكل استثمارا مهما لتلك البنوك هذا الأمر ترك المنظومة المصرفية المصرفية الجزائرية تعاني تأخرا ملحوظا وتركيزا شديد للأصول على مستوى القطاع العمومي
- ❖ ارتفعت مديونية الأسر الجزائرية مما يحتم ضرورة التحكم بها لأنها تعتبر جزءا من الدين العام الداخلي وعجز الأفراد المتفاقم عن تسديدها سوف يدفع السلطات للتدخل مما يحتم عليها تحمل أعباء إنفاقية عالية.
- ❖ يشكل سوق العقار في الجزائر أهم أشكال فقاعة السيولة ، حيث أن ارتفاع أسعاره الهائلة تجعل منه مصدرا لتسرب الموارد المالية من الحلقة الاقتصادية ، كما أن تضخم الأسعار بالشكل الحالي ينذر بانفجار الفقاعة وبالتالي تراجع الأسعار ومن ثم حدوث خسائر كبيرة للبنوك في أصولها أولا وللأفراد

[1] سعودي محمد، مرجع سابق، ص149 .

المحصلين على قروض عقارية ثانيا ، حيث أن العقارات التي اقترضوا من أجلها ستكون أسعارها المستقبلية أقل من تكلفتها الحالية وهو ما يشكل لأهم أعباءا إضافية إن لم يدفعهم إلى العجز عن التسديد ، وبالتالي يعتبر سوق العقار مؤشرا عن مدى العمل الصحيح لآليات السوق وبما أن الاقتصاد الجزائري لايزال يعتمد على نظام التمويل غير المباشر ويهمل آليات التمويل المباشر فإن سوق العقار سوف يبقى هو الجاذب لتلك الموارد مما يشكل خطرا دائما على الاستقرار المالي .

- عموما في الجزائر لايتعدى مفهوم القائمين على السياسة الاقتصادية للاستقرار المالي وجهة النظر القائمة على التوازن المالي للميزانية مما يفسر إعطاء أهمية أكبر للعجز الموازني وكذا الصناديق الاحتياطية ، دون توفر معلومات دقيقة عن غالبيتها وهو ما يحتم الاهتمام أكثر بمؤشرات النموذج التجميعي للاستقرار المالي النظامي[1] .

[1]سعودي محمد، مرجع سابق، ص150.

المبحث الثاني: احتياطي الصرف الأجنبي وكفاءة دعمه للاستقرار المالي في الجزائر

لقد عرفت الاحتياطيات الدولية في بنك الجزائر تحسنا غير مسبوق نظرا للعوامل والظروف المساعدة على ذلك فتطبيق مخطط التعديل الهيكلي وإعادة جدولة الدين الخارجي ، وزيادة تحسن أسعار البترول في الأسواق الدولية مما جعل دفاتر بنك الجزائر تسجل مبالغ قياسية من العملات الأجنبية كاحتياطيات دولية، يعتبر احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر المرآة التي تعكس وضعية الحساب الجاري بميزان المدفوعات، ومن ثم تعتبر فوائض الميزان التجاري أهم مصدر لتَّراكم الاحتياطيات بالبنك المركزي الجزائري.

المطلب الأول: مصادر تراكم احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

إن احتياطي الصرف الأجنبي ما هو إلا مجموع التراكمات السنوية لأرصدة ميزان المدفوعات، إلا أن فوائض الحساب الجاري تعتبر المصدر الرئيسي لتراكم الاحتياطات وبالأخص فائض الميزان التجاري، وذلك من خلال صادرات قطاع المحروقات، إضافة للأثر المتولد عن تغير أسعار صرف الدولار مقابل أهم العملات الرئيسية المكونة للاحتياطات وخاصة لعملة اليورو، حيث أن لهذا التغير أثرا في القيمة بالدولار لمخزون الاحتياطات المدونة باليورو.

أولا: فوائض الميزان التجاري كمصدر لتراكم الاحتياطات

سجل الحساب الجاري فائضا معتبرا حيث انتقل من حوالي 26,138 مليار دولار في 2005 إلى أن بلغ ذروته في 2008 بأكثر من 967 ،39 مليار دولار، ثم انخفض متأثرا بصدمة سلبية لسنة 2009إلى اقل من180، 6 مليار دولار ،ليعاود الارتفاع بعد سنة 2010 إلى 17,550 مليار دولار ثم ينخفض إلى مستوى خطير جدا بفعل انخفاض شديد لأسعار المحروقات إلى أن وصل إلى عجز ب3,34 مليار دولار في سنة2017 ، ، والجدول الموالي يوضح تطور ميزان التجاري طوال فترة الدراسة[1].

[1] بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، رقم:40 ديسمبر 2017، ص 27.

الجدول رقم (3–1) تطور رصيد الميزان التجاري الجزائري طوال فترة الدراسة **الوحدة: مليار دولار**

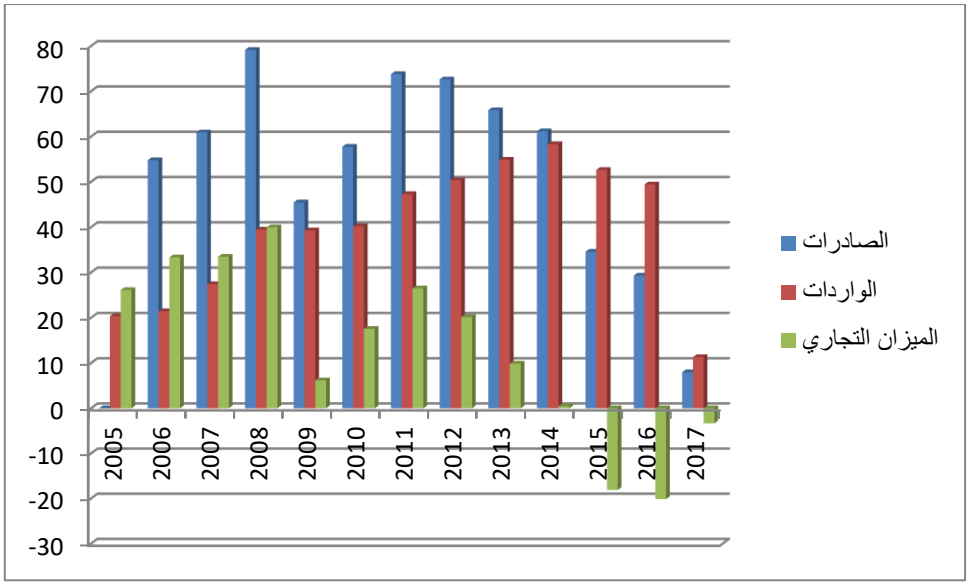
السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017[1]
الصادرات	50، 46	54,79	60,91	79,14	45,47	57,76	73,80	72,62	65,82	61,17	34,57	29,31	7,99
الواردات	20,35	21,45	27,43	39,47	39,29	40,21	47,30	50,37	54,90	58,33	52,65	49,44	11,33
الميزان التجاري	26,13	33,33	33,47	39,96	6,18	17,55	26,50	20,16	9,880	0,459	-18,083	- 20,13	-3.34

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على –المصدر: بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية رقم:40 ، مرجع سابق، ديسمبر 2017،ص 27.

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن رصيد الميزان التجاري عرف فائض بلغ أقصاه في سنة 2008حيث قدر ب 39.96 مليار دولار لينخفض إلى 6.18 مليار في سنة 2009 ويعود هذا الانخفاض أساسا إلى انخفاض عوائد الصادرات النفطية الناتجة عن انخفاض أسعار النفط في سنة 2009بفعل الأزمة المالية العالمية، لكن عرف الميزان التجاري بعد سنة 2009ارتفاعا متواصلا إلى غاية سنة 2011 ليسجل عجز كبير في السنوات الأخيرة ، وهذا يعود إلى انخفاض الصادرات وارتفاع الواردات حيث كانت نسبة ارتفاع الواردات أكبر من نسبة انخفاض الصادرات الأمر الذي انعكس على وضعية الميزان التجاري، ويوضح الشكل التالي تطور الصادرات والواردات في الجزائر خلال فتَّرة الدراسة

[1]الثلاثي الثالث2017.

الشكل: (3– 1) تطور الصادرات والواردات الجزائرية طوال فترة الدراسة.



المصدر : من إعداد الطالبين بالاعتماد على معطيات الجدول (3– 1)

نلاحظ من خلال الشكل السابق نمو مستمر لكل من الصادرات والواردات غير أن الفارق بينهم كبير، وهو ما أدى إلى تسجيل فائض في الميزان التجاري رغم تراجعه في سنة 2009 وهي السنة التي شهدت فيها انخفاض الصادرات، لتعود الصادرات في النمو بعد سنة 2009،وبدأ في التراجع مرة أخرى من سنة 2011إلى نهاية سنة 2017.

إن التقلب في حصيلة الصادرات الجزائرية الإجمالية هو أساسا تقلب في صادرات المحروقات باعتبار الاقتصاد الجزائري يعتمد على التَّركز السلعي للصادرات ،حيث يوضح الجدول التالي الهيكل السلعي للصادرات والواردات خلال السنوات الأخيرة.

الجدول(3– 2) هيكل صادرات وواردات الجزائر (2005 –2017)

السنوات	الصادرات		الواردات						
	المحروقات	خارج المحروقات	الطاقة	المواد الغذائية	المواد الأولية	المواد نصف المصنعة	التجهيزات الفلاحية	التجهيزات الصناعية	سلع استهلاكية
2005	98,05	1,95	1,04	17,62	3,69	20,08	0,78	41,52	15,26
2006	97,84	2,16	1,14	17,71	3,93	23,00	0,45	39,75	14,03
2007	97,83	2,17	1,14	17,59	4,65	25,21	0,52	36,28	14,61
2008	97,53	2,47	1,26	16,43	2,82	24,60	0,13	41,40	13,37
2009	97,66	2,34	1,40	14,92	3,06	25,87	0,60	38,53	15,64
2010	97,20	2,80	2,35	14,99	3,50	24,73	0,82	38,73	14,89
2011	97,10	2,90	2,46	20,73	3,75	22,05	0,48	33,72	16,79
2012	97,18	2,82	9,84	17,91	3,65	21,10	0,65	27,00	19,84
2013	96,72	3,28	7,93	17,43	3,22	19,69	0,82	28,68	22,23
2014	95,41	4,59	4,89	18,87	3,23	21,84	1,13	32,41	17,64
2015	94,1	5,85	4,55	18,06	2,92	22,29	1,12	32,13	18,92
2016	94,00	6,00	2,76	17,60	3,34	24,57	1,07	32,94	17,71
2017	93,86	6,14	2,86	19,30	3,45	23,07	1,51	31,85	17,97

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على النشرة الإحصائية الثلاثية لبنك الجزائررقم:40 ، مرجع سابق ، ديسمبر2017، ص 27.

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن هيكل الصادرات تسيطر عليها المحروقات بأكثر من 95%، حيث شهدت السنوات الأخيرة انخفاضا والذي يعود أساسا إلى الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على أسعار النفط، أما فيما يخص يكل الواردات عرف تنوعا وتشكل التجهيزات الصناعية أكبر نسبة من الواردات الإجمالية تليها المواد نصف المصنعة ،المواد الغذائية والسلع الاستهلاكية.

كما تراجعت صادرات المحروقات في السنوات الأخيرة ، حيث قدرت بنسبة 93.86 % في السداسي الأول من سنة 2017 مقارنة بنفس السداسي من سنة 2012، متًراجعة من 72.62مليار دولار إلى 16.93 مليار دولار في حين واصلت واردات السلع ميلها التنازلي بمعدل نمو قدره 22 % من السداسي الأول لسنة 2017 مقارنة بنفس السداسي من سنة 2014، على الرغم من قابلية الاستمرار المعززة لميزان

المدفوعات الخارجي بعد الأزمة الاقتصادية لسنة 2014، أثر هذا الميل التصاعدي للواردات المترافق مع الضعف الهيكلي للصادرات خارج المحروقات سلبا على الميزان التجاري في السداسي الأول من سنة 2017

ثانيا: احتياطيات الصرف الأجنبي وأسعار البترول

إن تطور حجم احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر مرتبط بشكل أساسي بتطور أسعار النفط في الأسواق الدولية، ويظهر ذلك جليا في التطور الايجابي لرصيد الميزان التجاري خلال فترة الدراسة، وهو ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول الآتي:

الجدول رقم (3– 3) تطور حجم احتياطي الصرف الأجنبي وأسعار البترول في الجزائر خلال فترة الدراسة الوحدة: (مليار دولار)

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
سعر البترول الخام صحاري بلاند B /$	28,50	24,85	25,24	29,69	28,96	38,66	54,64	65,85	99,97
احتياطي الصرف (دون الذهب)	11,90	17,96	11,23	32,94	43,11	56,18	77,78	110,18	143,10
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
سعر البترول الخام صحاري بلاند B /$	62,25	80,15	112,94	111,04	109,55	100,71	53,066	45,005	62,51
احتياطي الصرف(دون الذهب)	148,91	162,22	182,22	190,66	194,01	178,93	144,133	114,138	106,292

المصدر: بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية رقم 05ديسمبر2008، 21مارس2013، 40 :ديسمبر2017،ص27 .

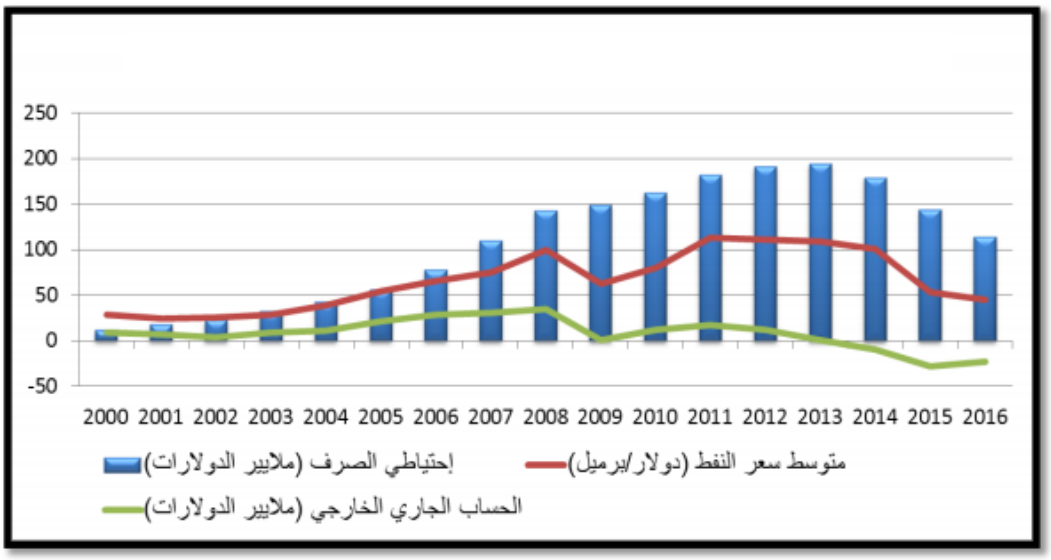
SOURCE : Banque D'Algérie, Bulletin Statistique, Série Rétrospectives Hors Séries, OP.CIT, PP:87-88.

نلاحظ من الجدول أعلاه أنه يوجد ارتباط وثيق بين احتياطي الصرف وأسعار البترول، حيث انتقلت الاحتياطيات من 11,9مليار دولار في سنة 2000 لتصل إلى أعلى معدل لها ب194,01. مليار دولار في سنة 2013،بعد أن تجاوزت أسعار البترول سعر 100دولار للبرميل ابتداء من سنة2011،وهذا راجع لارتفاع الطلب العالمي على هذه الثروة بعد تعافي الاقتصاد العالمي من آثار الأزمة سنة 2009،وزيادة النمو في كل من الصين والهند وانخفاض مخزون الولايات المتحدة الأمريكية، وخلال فترة الدراسة نجد أن تراكم احتياطي الصرف كان في تزايد مستمر، باستثناء سنة 2014حيث انخفض حجم الاحتياطي إلى 178,93مليار دولار مقابل 194,01مليار دولار خلال سنة 2013 أي انخفض بنسبة7,16% ،نتيجة لانخفاض الأسعار خلال السداسي الثاني من سنة 2014 بنحو 50%مقارنة بالسداسي الأول، وينخفض سعر البترول من 109,55دولار للبرميل سنة 2013 إلى 100,71دولار للبرميل في2014 ،والسبب يعود إلى زيادة العرض على الطلب(لاسيما من خارج الدول المصدرة للنفط**OPEP**)، وتحديدا زيادة إنتاج النفط الصخري في الولايات المتحدة الأمريكية وكندا، بالإضافة إلى قرار السعودية بالإبقاء على حصتها باعتبارها أكبر مصدر للنفط في العالم، وتأثير على قرارات منظمة الأوبك الذي يمثل إنتاجها حوالي ثلثي إمدادات العالم من هذه المادة ، زيادة على ضعف النمو داخل منطقة اليورو وتباطؤه في كل من البرازيل والصين.

إن هذه الهيمنة للنفط على الاقتصاد الجزائري تجعله يستجيب لمنطق نظرية المرض الهولندي، والتي ترتكز على أن اعتماد اقتصاد ما على قطاع معين في تحقيق المداخيل من العملات الأجنبية، وعند نمو هذا القطاع فإن تدفق الأرصدة الأجنبية يؤدي إلى تغيير الأسعار النسبية، مما يؤدي إلى نمو و تطور هذا القطاع وتراجع القطاعات الأخرى المعرضة للمنافسة (القطاعات غير النفطية في الاقتصاد الجزائري).

إن نمو القطاع النفطي في الجزائر أدى إلى تدهور القطاعات الأخرى فعلى الرغم من دور قطاع النفط في تراكم الاحتياطات فإننا نسجل تراجع في القطاعات الأخرى خاصة الفلاحة، والصناعة، لقد أدى الاعتماد على هذا القطاع إلى تزايد وتيرة الاستيراد بتزايد العوائد من المحروقات.

الشكل رقم : (3– 2) تطور احتياطات الصرف



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على معطيات الجدول (3،3) .

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن العجوزات القياسية أدت بميزان المدفوعات المسجلة في 2015 و2016 إلى تراجع حاد للاحتياطيات الرسمية للصرف، حيث انتقلت من 94، 178 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2014إلى 13، 144 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2015 ثم إلى 14، 114 مليار دولار في نهاية 2016 .مع ذلك، لا يزال مستوى احتياطيات الصرف عال، ممثلا ما يقارب 23 شهرا من الواردات من السلع والخدمات. وقد سمح هذا المستوى من الاحتياطيات، بتخفيف آثار الصدمة البترولية الكبيرة على الاقتصاد الوطني في حين، قد يؤدي استمرار الصدمة الخارجية إلى تآكل صلابة الوضعية المالية الخارجية للجزائر بشكل سريع، خصوصا أن مستوى الواردات لا يزال عالياً مما يمثل عامل خطر ،إضافي على المدى المتوسط لميزان المدفوعات الخارجية. يدعو هذا المستوى للواردات من السلع والخدمات، غير القابل للاستمرار، إلى تحكم أفضل في مستوى الاستيعاب المحلي[1].

[1] بنك الجزائر، **النشرة الإحصائية الثلاثية** رقم:40 ، مرجع سايق، ديسمبر 2017 ، ص57.

ثالثا: مكونات احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

إن الزيادة التي تحققت في حجم احتياطات الصرف الجزائرية، منذ بداية الألفية الثانية، تمثلت في الحيازات الرسمية للعملات الصعبة وتحديدا الدولار الأمريكي،أما باقي مكونات الاحتياطي فلم تطرأ عليها زيادة يعتد بها، وهو ما يوضحه الجدول الآتي:

الجدول رقم (3–4) تطور مكونات احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر خلال فترة الدراسة. الوحدة: مليار دينار

السنوات	وضعية الاحتياطي لدى FMI	الذهب	اتفاقية الدفع الدولية	حقوق السحب الخاصة	أصول في الخارج
2000	8.3	1.1	0.7	0.2	908.9
2001	8.3	1.1	0.7	0.9	1434.8
2002	9.2	1.1	0.7	1.1	1856.3
2003	9.1	1.1	0.8	4.1	2404.4
2004	9.5	1.1	1.3	0.1	3161.0
2005	8.9	1.1	1.7	0.2	4159.7
2006	9.1	1.1	0.3	0.3	5559.5
2007	8.9	1.1	0.3	0.2	7410.3
2008	9.3	1.1	0.2	0.7	102449
2009	9.7	1.1	0.2	122.6	10762.3
2010	29.1	1.1	00	122.2	11891.2
2011	45.5	1.1	0.3	125.4	13759.8
2012	49.7	1.1	0.3	129.0	14805.5
2013	52.3	1.1	0.3	129.7	15139.4
2014	73.56	1.1	0.3	136,9	15482.9
2015	58,3	1.1	0.4	159.6	15 305,4
2016	27.9	1.1	0.4	133.5	12 533,4
2017[1]	30.1	1.1	0.4	143.7	11550.1

المصدر:بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية رقم، 22 جوان2013، 29مارس2014 ،40ديسمبر 2017،ص7.

[1]سبتمبر 2017.

من خلال قراءتنا للجدول يلاحظ أن احتياطات الصرف الجزائرية تتكون من العملات الصعبة في صورة ودائع وأوراق مالية، فانه خلال فترة الدراسة تتراوح نسبة العملات الصعبة ما بين 7 ،98 % و99,9 % من إجمالي الاحتياطات، وهو ما يشكل خطر على الاقتصاد الوطني، حيث لعدم استقرار في أسعار صرف العملات الدولية وخاصة الدولار الأمريكي، وكذا تقلبات أسعار النفط، وهو ما حدث خلال الثلاثي الرابع من سنة2014،حيث انهارت الأسعار بنحو 12%وهو ما أدى إلى تقلص احتياطات الصرف الجزائرية.

أما بالنسبة لحقوق السحب الخاصة فبالرغم من زيادة نسبتها بداية من سنة 2009 إلا أنها مازالت بعيدة، خاصة وأنها توزع من طرف صندوق النقد الدولي.

كما يلاحظ أيضا بقاء قيمة الذهب ثابتة عند 1.1 مليار دج خلال فترة الدراسة بالرغم من ارتفاع أسعاره ووصولها إلى مستويات قياسية لم تشهدها سوق الذهب العالمية، مما يعني أن الجزائر لم تأخذ بفكرة الفرصة البديلة لإدارة الاحتياطي، بالرغم من أنه حسب تقديرات مجلس الذهب العالمي في مارس 2018 فان الجزائر تحوز على 173.6طن من الذهب وتمثل 5.6 % من الذهب العالمي وتحتل المرتبة 25 عالميا، والمرتبة الثالثة عربيا بعد لبنان، ويعتبر الذهب الملجأ الآمن نسبة للعديد من المستثمرين وصناديق الاستثمار والعديد من الدول، التي وظفت جزء من احتياطاتها على شكل ذهب بالنظر للمزايا التي يوفرها، حيث يرتبط سعر الذهب عكسيا مع الدولار الأمريكي باعتباره العملة الاحتياطية الأولى في العالم، فيؤدي انخفاضه إلى تحقيق فوائد للذهب على صعيدين، **الأول** :إن سعر الذهب سيزيد عند انخفاض سعر الدولار لان تسعير الذهب يتم بالدولار، أما **الثاني**: فهو أن الاستثمارات الأجنبية في الأسهم والسندات الأمريكية سوف تنخفض مما يؤثر سلبا على الأسواق المالية ويعزز بصورة غير مباشرة من الطلب على الذهب للأغراض الاستثمارية بارتفاع أسعاره.

المطلب الثاني: كفاءة بنك الجزائر في إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي

تندرج سياسة إدارة احتياطي الصرف الأجنبي تحت مسؤولية السلطة النقدية، إذ تعتبر وسيلة من الوسائل الناجحة في تفعيل السياسة النقدية للدولة من جهة، والتأثير على السياسة المالية من جهة أخرى، عن طريق التحكم في حجم الإنفاق العام.

أولا: الهيئة المكلفة في إدارة احتياطي الصرف في الجزائر ومبادئها

نتطرق في هذا الجزء بالهيئة المكلفة في إدارة احتياطي الصرف، كما نتحدث عن أهم المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر.

❖ **الهيأة المكلفة بإدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر:** يعتبر البنك المركزي الهيئة الوحيدة والمستقلة في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي حيث انشأ هذا الأخير بموجب[1]قانون رقم 62- 144 الذي اعتمدته الجمعية التأسيسية 13في ديسمبر 1962والذي تناول تأسيس ووضع النظام الأساسي للبنك المركزي، وقد أجريت عدة إصلاحات من اجل تنظيم والوصول إلى التسيير الجيد في النظام المصرفي أبزها القانون رقم 86 -12 في 19أغسطس 1986 ليكون بداية الإصلاح داخل النظام المصرفي في الجزائر حيث أعطي البنك المركزي صلاحيات تحديد وتنفيذ السياسة النقدية والائتمانية ، لتكون بعد ذلك الإصلاحات العميقة والتي حددت استقلالية البنك المركزي وانفراده في تسيير وتنفيذ السياسة النقدية و الائتمانية بعيدا عن الخزينة العمومية بالقانون رقم90- 10 بتاريخ 14 أبريل 1990،المعدل والمتمم على المال والائتمان، ويتم توفير التنظيم على البنك المركزي من قبل الحاكم والإدارة والإشراف على البنك من قبل ، مجلس الإدارة، برئاسة محافظ واثنين من الرقباء. ويتكون مجلس الإدارة من ثلاثة نواب للمحافظين وثلاثة من كبار المسؤولين المعينين لخبرتهم في المسائل الاقتصادية المالية. ويتكون من:

- ✓ **المديرية العامة للبحوث.**
- ✓ **المديرية العامة للمفتشية العامة.**
- ✓ **المديرية العامة للائتمان وتنظيم العمل المصرفي.**
- ✓ **المديرية العامة للصندوق العام.**
- ✓ **المديرية العامة لمراقبة صرف العملات.**
- ✓ **المديرية العامة للعلاقات المالية الخارجية.**

حيث أن المديرية العامة للعلاقات المالية والخارجية هي المديرية المكلفة بإدارة احتياطات الصرف الأجنبي .

❖ **المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر**

[1]http://www.bank-of-algeria.dz/pdf/reg2017arabe.pdf **date de consultation 25/04/2018, 00 :02 htm.**
(أنظمة بنك الجزائر).

ومن أهم المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر مايلي:

1. **الأهداف من إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر:**

- ✓ **الحفاظ على الثروة السيادية.**
- ✓ **السيولة** :لقد ثبت أن الدول التي تمتلك وضعا سليما للاحتياطات تستطيع أن تواجه مشكلة الديون الخارجية بقدر أعلى من الأمان مع الدول التي تمتلك احتياطات منخفضة [1].
- ✓ **الربحية** :إن التطورات الكبيرة في النظام المالي جعل القطاع المصرفي من أهم القطاعات داخل هذا النظام إذ صبح يلعب وسيلة لتنفيذ السياسة المالية والنقدية بالخصوص، تهدف بالدرجة الأولى إلى تعظيم الأرباح من خلال تلبية طلبات مختلف القروض والتسليفات، إذ تعد الربحية في صورة أرباح محتجزة احد المصادر الرئيسية لتوليد رأس المال ، ويقوم النظام المصرفي السليم على أكتاف المصاريف الرابحة وذات رأس المال الكافي، وتعرف على أنها المؤشر الكاشف لمركز البنك التنافسي في الأسواق ولجودة إدارته، وهي تعد وقاء ضد المشكلات القصيرة الأجل[2] ، ويتم تقيم كفاءة الأرباح من خلال المؤشرات المتمثلة في:

- **نسبة مؤشر العائد على حقوق الملكية** =النتيجة الصافية /الأموال الخاصة×100 % ؛
- **نسبة مؤشر العائد على الأصول** =النتيجة الصافية /مجموع الأصول ×100% ؛
- **نسبة مؤشر مضاعف حقوق الملكية** =الأموال الخاصة /مجموع الأصول ×100 % ؛
- **نسبة مؤشر منفعة الأصول** =الإيرادات /مجموع الأصول ×100% ؛
- **نسبة مؤشر هامش الربح** =النتيجة الصافية /الإيرادات ×100 % ؛

2 . **قيود المفروضة على إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر:** سياسة الاستثمار في الجزائر يتم تحديدها من قبل عدد من القيود، وهذه القيود يمكن تقسيمها إلى فئتين، واحدة تتعلق بالأدوات سوق المال وذلك من أجل تحقيق العائد في ضل اقل خطر ممكن وذلك من أجل المحافظة على هذه الثروة أما الفئة الثانية تتعلق بالأدوات سعر الصرف الثابت، وذلك نتيجة تبني الجزائر لهذا النظام.

---

[1] زايري بلقاسم، **إدارة احتياطات الصرف الأجنبي وتمويل التنمية في الجزائر**، مرجع سابق، ص22

[2] بلال نوري، سعيد الكروي **تقييم ربحية المصاريف باستخدام مؤشرات السيولة**، دراسة مقارنة بين مصرفي الرافدين والرشيد، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العدد الرابع والعشرون، ص 4.

❖ **قيود على سوق رأس المال**

- أن يتم استثمار فقط في البنوك الرائدة الدولية والتي لديها تصنيف على الأقل A؛
- تحديد المبلغ المسموح به في الاستثمار" أفق الاستثمار"؛
- يمكن الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية والسندات والأوراق فوق وطنية ذات التصنيفAAA ؛
- التركيز على تقليل المخاطر والسيولة إذ تحدد النسبة التي يمكن استثمارها بحوالي 22بالمئة على الأكثر من الأموال المحتجزة للإدارة ؛

❖ **القيود على أدوات سعر الصرف:**

- احترام تكوين العملة (وزن كل عملة في المحفظة)[1].
- يجب أن تكون جميع المناصب مغلقة في فترة ما بعد الظهر أي تلبية القيد الصفر النقدية في نهاية اليوم وذلك من أجل تفادي مخاطر العملة.
- إذ تتكون عملات الاحتياطي في الجزائر من ثلاث عملات رئيسية: هي 82بالمئة من الدولار و12بالمئة من الاورو، و92بالمئة من الجنيه الإسترليني، على حسب النسب التالية التي يبينها الشكل الموالي:

الشكل رقم: (3– 3) عملات احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر لـ2017



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على بنك الجزائر.

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن احتياطات الصرف الأجنبي تتكون من 27%من الدولار الأمريكي وهذا راجع إلى أن الدولار الأمريكي العملة الارتكازية الأولى في العالم ويعزى ذلك إلى أنه أكثر العملات استعمالا

[1]BANDOUI Mohamed Mehdi : **La gestion des réserves de change Mémoire de fin d'Etude**s En vue de l'obtention du DIPLÔME SUPERIEUR DES ETUDES BANCAIRES, école supérieure de banque – banque d'Algérie, 2013, p : 72.

في تمويل التجارة والمدفوعات الخارجية[1]، كما أنه عملة الدفع في تجارة النفط الدولية بالإضافة إلى أنه عملة التدخل للمحافظة على أسعار العملات الأخرى والجزائر باعتبارها دولة تعتمد على الصادرات البترول بالدرجة الأولى فان معظم إراداتها بالدولار الأمريكي (فوائض البترودلار[2]*)

المطلب الثالث: المستوى الأمثل لاحتياطات الصرف في الجزائر

يتعين على السلطة النقدية أن تحدد الحجم الملائم للاحتياطات الذي يمكنها من مواجهة الاحتياجات الدورية وامتصاص الصدمات الخارجية غير المتوقعة، ومع ذلك يمكن تقسيم هذا الحجم الملائم والآمن للاحتياطات إلى جزأين[3]:**الأول** يمثل الحد الأدنى والضروري للاحتياطات التي يتعين توافرها في جميع الأحوال لمواجهة الاحتياجات الدورية المتوقعة، أما **الثاني** يمثل الاحتياطات التحوطية وهي تمثل تلك الأصول التي يمكن اللجوء إليها عند الضرورة لمواجهة الصدمات غير المتوقعة في ميزان المدفوعات، ويمكن أن تكون أقل سيولة من الجزء الأول.

أولا: مؤشر تغطية الاحتياطات للواردات: يعتبر هذا المؤشر من أحد أهم مؤشرات المالية الخارجية، فهو المؤشر الذي يقيس عدد أشهر الواردات التي تغطيها الاحتياطات، باعتبار الاقتصاد الجزائري يتميز بدرجة عالية من التنوع للواردات، مع العلم أن عدد شهور الواردات التي تغطيها الاحتياطات في الاقتصاد الجزائري هي ستة أشهر كما هو مبين في الجدول أدناه :

الجدول رقم(3– 5) معدل تغطية احتياطي الصرف الأجنبي للواردات في الجزائر خلال فترة الدراسة

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
معدل التغطية	15,5	21,6	23,1	29,2	28,2	33,1	43,5	47,8	43,5
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
معدل التغطية	45,4	48,1	46,2	45,4	42,3	36,1			

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدولين السابقين المتعلقين بتطور رصيد الميزان التجاري وتطور احتياطي الصرف.

[1] لقمان معزوز، شريف بودي، **المنافسة بين الدولار والاورو في ظل استقرار النظام النقدي الدولي مجلة الباحث"**، ورقلة، عدد 2009/09، ص73.

[2]*.فوائض البترودلار: هي دولارات أمريكية تم اكتسابها من بيع البترول غير أنها لم تستوعب لتلبية احتياجات التنمية الداخلية

[3] زايري بلقاسم ، **إدارة احتياطات الصرف الأجنبي وتمويل التنمية في الجزائر**، مرجع سابق، **ص57**.

يحسب معدل التغطية على أساس تقسيم إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي في نهاية السنة على القيمة الواردات السلعية لتلك السنة للبلد.

من خلال قراءتنا للجدول أعلاه نلاحظ أن معدل تغطية الاحتياطات للواردات قد حقق تحسنا ملحوظا، فبعدما كانت الجزائر غير قادرة على تغطية الحد الأدنى لوارداتها (3أشهر) أصبحت في السنوات الأخيرة قادرة على تغطية أكثر من ستة أشهر للواردات، بحيث انتقل معدل التغطية 15,5شهرا في سنة 2000إلى 45,4شهرا في سنة 2012، فنرى أن هناك إفراط شديد في الاحتياطات، وبذلك نسجل ضياع الفرصة البديلة، ليتواصل هذا المعدل في الزيادة حيث تراوح ما بين 42,3شهرا و 48,1شهرا خلال الفترة 2006إلى ، 2013لينخفض في سنة 2014إلى 36,1شهرا بسبب انخفاض أسعار البترول خلال الثلاثي الرابع من نفس السنة والذي أدى إلى تقلص في حجم الاحتياطات.

ثانيا: مؤشر الاحتياطات إلى عرض النقود

يقيس هذا المؤشر كمية رؤوس الأموال التي يمكن للأفراد تحويلها إلى الخارج، وبالتالي يستخدم كإنذار مبكر لحدوث الأزمات المالية، وكذلك يقيس درجة الثقة في العملة الوطنية، ومدى كفاءة النظام المصرفي.

وفي حالة الجزائر تشكل احتياطات الصرف الأجنبي التي بحوزة بنك الجزائر المصدر الأساسي للإصدار النقدي، لاسيما أنها تغطي بشكل واسع الكتلة النقدية بمفهوم**M2** ،كما يعتبر تراكم الاحتياطات الدولية المصدر الرئيسي للتوسع النقدي باعتبارها أهم مقابلات الكتلة النقدية، والجدول الموالي يوضح نسبة احتياطات الصرف(صافي الأصول الخارجية) إلى المعروض النقدي(**M2**) في الجزائر.

الجدول رقم (3– 6) نسبة تغطية الاحتياطات للمعروض النقدي(M2) خلال فترة الدراسة

السنوات	صافي الموجودات الخارجية (1)	الكتلة النقدية(M2)	المؤشر(1/ 2)%
2000	**775,9**	**2022,5**	**38,86**
2001	**1 310,7**	**2473,5**	**53**
2002	**1 755,7**	**2901,5**	**60,51**
2003	**2 342,7**	**3299,5**	**69,83**
2004	**3 119,2**	**3644,4**	**85,60**

2005	**4 179,7**	**4070,4**	**102,68**
2006	**5 515,0**	**4827,6**	**114,23**
2007	**7 415,5**	**5994,6**	**123,7**
2008	**10 247,0**	**6 956,0**	**147,3**
2009	**10 886,0**	**7 178,7**	**151,75**
2010	**11 997,0**	**8 162,8**	**144,87**
2011	**13 922,4**	**9 929,2**	**140,21**
2012	**14 940,0**	**11 015,1**	**135,63**
2013	**15 225,2**	**11 941,5**	**127,5**
2014	**15 734,5**	**13 686,8**	**119,35**
2015	**15 375,4**	**13 704,5**	**1,12**
2016	**12 596,0**	**13 816,3**	**0,91**
سبتمبر 2017	**11 636,7**	**14 573,8**	**0,79**

المصدر:بنك الجزائر، التقرير السنوي، 2000، والنشرات الإحصائية الثلاثية ديسمبر 2017، ص4_44.

من خلال قراءتنا للجدول يلاحظ أن احتياطات الصرف الرسمية تعتبر المقابل الرئيسي لمجاميع الكتلة النقدية في الاقتصاد الوطني، ويبرز تحليل عملية إنشاء النقود وديناميكية تدفق الأموال، واقع أن احتياطات الصرف الرسمية التي يحوزها بنك الجزائر تبقى تشكل المصدر الأول للتوسع النقدي، وأن عملية تنقيد الموارد بالعملات الأجنبية المرحلة إلى الجزائر والمتنازل عنها إلى بنك الجزائر بقوة القانون فيما يتعلق بإيرادات صادرات المحروقات تفسر بوضوح هذه السببية[1].

بتحليل نسبة (صافي الموجودات الخارجية/الكتلة النقدية)، نلاحظ إن صافي الأصول الأجنبية فاقت لأول مرة الكتلة النقدية (**M2**)بنسبة 102,68% بعد أن كانت لا تتجاوز نسبة38,36 %سنة 2000،كما واصلت ميلها التصاعدي وبلغت الذروة سنة 2009 بنسبة 151,75%لتنخفض في السنوات الموالية بفعل زيادة الموارد المتراكمة (إدخارات مالية) في صندوق ضبط الإيرادات مقارنة بسنة 2009 ،والتي ساهمت في تخفيف عملية التنقيد، فضلا عن ذلك يساهم الامتصاص الفعلي لفائض السيولة البنكية من طرف بنك الجزائر

[1] بنك الجزائر ، **التطورات الاقتصادية والنقدية في الجزائر**، مرجع سابق ،ص 184.

في التعقيم، كما ارتفع التوسع النقدي خلال(2001 -2004)وهذا راجع إلى: الزيادة في الأرصدة النقدية الصافية الخارجية، والانطلاق في تنفيذ برنامج الانتعاش الاقتصادي الذي أقرته الدولة، إلا أنه استثناء سنة 2009 قد أدت الصدمة الخارجية إلى انخفاض تاريخي لوتيرة التوسع بنسبة 3,1 % ، ليرجع التوسع النقدي للارتفاع بداية من سنة 2010 إلى سنة2011 مع تبطؤ الوتيرة سنة 2012 وهذا بسبب انخفاض دور موارد قطاع المحروقات، ليواصل تراجعه في سنة 2014 في وقت يتميز بارتفاع طفيف لصافي الموجودات الخارجية، وفي سنة 2015 نلاحظ تصاعد مستمر لحصة النقود الورقية فيM2، وتستمر في الارتفاع الى غاية نهاية سنة 2017، وتقابله انخفاض مستمر لصافي الموجودات الخارجية.

ثالثا:مؤشر الاحتياطات إلى إجمالي الدين الخارجي

يستعمل هذا المؤشر لقياس قدرة البلد على الوفاء بالتزاماتهما، ويعتبر من أهم المؤشرات لتقييم كفاية الاحتياطات لتغطية الدين الخارجي، والجدول الموالي يوضح نسبة الاحتياطات إلى إجمالي الديون الخارجية في الجزائر.

الجدول رقم (3– 7)تطور نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى إجمالي الديون الخارجية في الجزائر خلال فترة الدراسة الوحدة: (مليار دولار،%)

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
إجمالي الديون الخارجية	25,261	22,571	22,642	23,353	21,821	17,192	5,612	5,606	5,586
إجمالي لاحتياطات/ إجمالي الديونات	47,1	79,5	102	141	197,5	326,7	1386	1965,4	2561,7
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
إجمالي الديون الخارجية	5,687	5,536	4,410	3,694	3,396	3,735	3,020	3,849	3,962
إجمالي الاحتياطات/ إجمالي الديون	2618,4	2930,2	4132	5161,3	5712,9	4790,6	5924,83	3744,68	2880,81

SOURCE : – Évolution De La Dette Extérieure De L'Algérie(1994–2004),

بنك.الجزائر،النشرةالإحصائيةالثلاثية2017، مرجع سابق، ص46.

من خلال الجدول أعلاه، يلاحظ أن نسبة تغطية احتياطات الصرف للمديونية الخارجية خلال الفترة (2000-2003) تحسنت، حيث كانت تمثل سوى 47,1% في سنة 2000 ثم ارتفعت إلى 141% في سنة2003 ،ويرجع هذا إلى بداية تشكيل احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر بداية من سنة 2000 نتيجة التحسن في أسعار البترول.

أما في سنة 2004 قامت الجزائر بتسديد مسبق لديونها الخارجية، حيث نلاحظ انخفاض إجمالي الديون الخارجية في نهاية سنة 2006 إلى 5,612 مليار دولار بعد أن كانت 17,192 مليار دولار سنة 2005، ليتواصل هذا المؤشر في الارتفاع ليبلغ أعلى قيمة له سنة 2015، ليتجاوز حجم احتياطي الصرف حجم قائم المديونية الخارجية بأكثر من 18مرة، وهذا ما يميز متانة الوضعية المالية في الجزائر.

المطلب الرابع: إدارة فائض احتياطات الصرف الأجنبي ببنك الجزائر

نظرا لتجاوز مستوى احتياطات الصرف الأجنبي المستوى الكافي، ليس من الضروري والكفاءة مواصلة بنك الجزائر لوضع جميع احتياطاته في ديون سيادية سائلة وآمنة والتي تدر عائدا منخفضا أو معدوما ،فبعد التسديد المسبق للدين الخارجي، يمكن وضع جزء من الاحتياطات في هيئات منفصلة عن بنك الجزائر، كما يمكن النظر في بدائل أخرى كاستثمار احتياطات الذهب لبنك الجزائر

أولا: **التسديد المسبق للدين الخارجي من الاحتياطات**

- **هيكل الدين الخارجي الجزائري قبل عمليات السداد المسبق:** تواصل الاتجاه الهبوطي لرصيد الدين الخارجي المتوسط والطويل منذ سنة 2000، حيث بلغت في سنة 1999مبلغ 28,140 مليار دولار، إلى أن وصلت في نهاية سنة 2004 إلى 21,4 مليار دولار، أما الديون القصيرة الأجل بلغت **0,41** مليار دولار ،وساهم في هذا الانخفاض التسديد المسبق بقيمة 1.2مليار دولار سنة2004 انظر الجدول رقم (3،7)تمثل هيكل المديونية الخارجية على المدين المتوسط والطويل نهاية عام 2004 في [1]:

- ديون (نادي باريس ونادي لندن.) وتمثل هذه الاعتمادات 53.1 ٪ من إجمالي الدين.
- بلغت قروض متعددة الأطراف 19.7 ٪ من إجمالي الديون. بين الدائنين، وهناك أساسا صندوق النقد الدولي(15.4 ٪)، والبنك الدولي (24.7٪)، بنك الاستثمار الأوروبي (29.5 ٪) والبنك التنمية

[1]-**Rapport annuel de la Banque d'Algérie** 2004**,** p56-**57.**

الأفريقي (10.7٪) .وهذه هي القروض التي تم الحصول عليها لجزء كبير لدعم ميزان المدفوعات بين عامي 1994و1998 .

- قروض ثنائية، الذي هو 24.3 ٪ ،وتنقسم حصة بين القروض التجارية المضمونة(64.8٪)وائتمان الحكومة (35,2%).

الجدول رقم: (3– 8)الدين الخارجي الجزائري في 31ديسمبر خلال فترة الدراسة بالمليار دولار أمريكي

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004
الدين م ط الأجل	**25.088**	**22.311**	**22.540**	**23.203**	**21.415**
الدين ق الأجل	**0.173**	**0.260**	**0.102**	**0.150**	**0.410**
إجمالي الديون	**25.261**	**22.571**	**22.642**	**23.353**	**21.812**

Source : La Banque d'Algérie ,Situation de la Dette Extérieure de l'Algérie 2000-2004 ,P1.

❖ **اتخاذ قرار الدفع المسبق للدين الخارجي:** إن تحسن المركز المالي الخارجي للجزائر في السنوات الماضية (2000 –2006)قلل من مؤشرات الديون الخارجية إلى مستويات جد مستدامة ، وخاصة منذ سنة2004 ، في ظل انتهاج بنك الجزائر لممارسات الدفع المسبق للدين الخارجي تجاه كل من نادي باريس ونادي لندن وروسيا ومؤسسات مالية متعددة الأطراف والهند والسعودية واستمر التسديد المسبق خلال سنة 2005وتسارع في2006 ليتحقق انخفاض قوي في الدين الخارجي (انظر الجدول رقم 3-9)،مما سمح بتخفيض نسبة الدين لخارجي/الناتج المحلي الإجمالي إلى نحو 3.6٪سنة2007 ،مقارنة بنحو58٪ في سنة 1999، في حين أن نسبة خدمة الدين الخارجي إلى الصادرات من السلع والخدمات هي 2.26٪فقط في سنة 2007 ،وهي مؤشرات على نجاح سياسة تقليص الدين الخارجي للجزائر والرفع من مستوى الأمن المالي الخارجي. [1]

جدول رقم:(3– 9) إجراءات الدفع المسبق للدين الخارجي الجزائري بالمليار دولار خلال فترة الدراسة

سنوات الدفع المسبق	2004	2005	2006
المبالغ المدفوعة	**1.2**	**1.94**	**10.930**
الديون الخارجية بعد الدفع المسبق	**21,821**	**17.192**	**5.612**

المصدر :من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر لكل السنوات المدروسة.

[1] بنك الجزائر، **التقرير السنوي2008** ، **مرجع سابق ،ص98**.

❖ **كفاءة قرار الدفع المسبق للدين الخارجي**: لقد حذت الجزائر حذو كل من روسيا والأرجنتين والبرازيل في استخدام جزء من احتياطاتها من الصرف الأجنبي في عملية السداد المبكر لديونها الخارجية ،ولقد تميز هذا القرار بالكفاءة لاسيما أنه اتخذ قبل الأزمة المالية الدولية التي تميزت بصعوبة الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية، ويظهر هذا التخفيض للمديونية الخارجية كخيار ايجابي لاستخدام مخزونا من الصرف الأجنبي في ظل بيئة تميزت بانخفاض العائد على الاحتياطات، وللحكم على هذا القرار قمنا بقياس تكلفة الفرصة البديلة لاحتياطات بنك الجزائر من منظور التسديد المسبق الدين الخارجي عوض الاستمرار في استثمار الاحتياطات في الخارج من خلال الفرق بين معدلات العائد على احتياطات بنك الجزائر ومعدلات الفائدة على الدين الخارجي الجزائري، فوجدنا أنه من الكفاءة عدم المواصلة في توظيف الموارد بالعملات الصعبة في أدوات استثمارية تدر عائدا اقل بمتوسط عائد (3.33%) من الموارد بالعملات الصعبة المستعملة في تسديد الدين الخارجي بمتوسط معدل فائدة(5.83%)فمن منظور مالي أي باعتبارات العائد /التكلفة هذا القرار مبرر اقتصاديا.

الجدول رقم: (3– 10) تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطات خلال فترة 2000–2003

السنوات	2000	2001	2002	2003
العوائد على الاحتياطيات بالمليار دولار امريكي	**0.38**	**0.85**	**0.68**	**0.82**
معدل العائد على الاحتياطيات%	**3,19**	**4,73**	**2,94**	**2,49**
الفوائد على الدين الخارجي بالمليار دولار امريكي	**1,678**	**1,471**	**1,228**	**1,118**
معدل الفائدة على الدين الخارجي %	**6,64**	**6,51**	**5,42**	**4,78**
تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطيات	**–3,45**	**–1,78**	**–2,48**	**–1,84**

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر.

حيث أن:

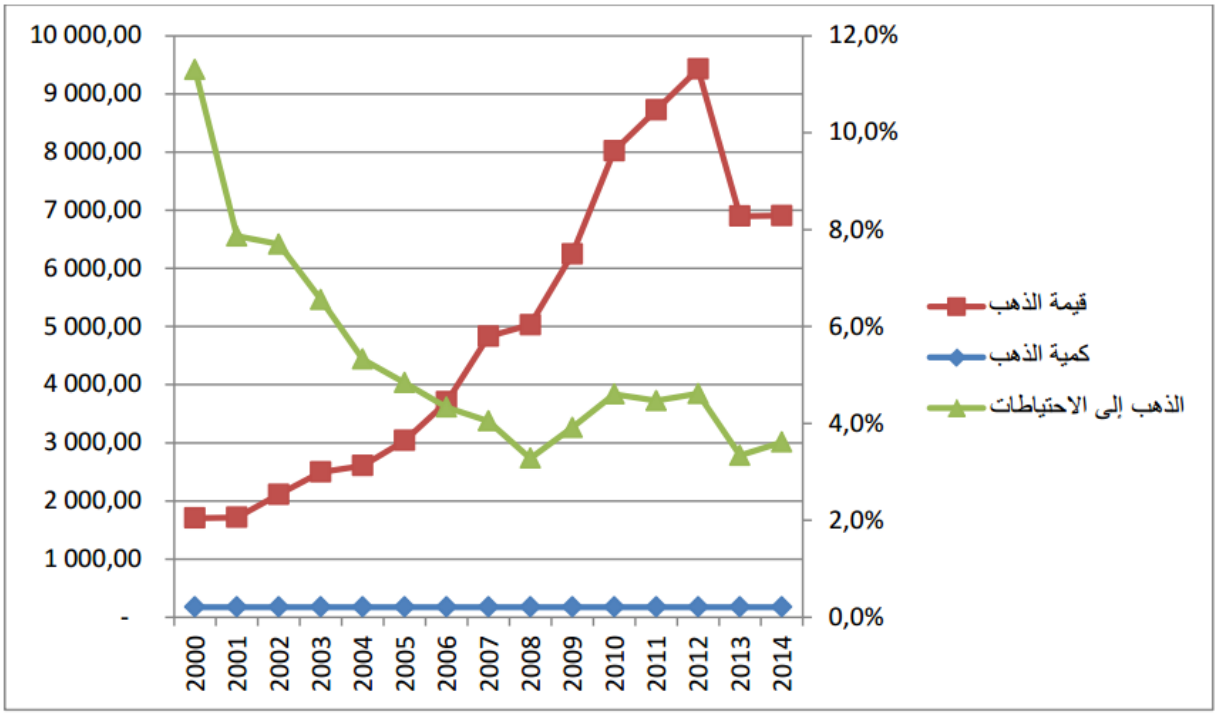
- معدل العائد على احتياطات بنك الجزائر =العوائد على الاحتياطات /إجمالي الاحتياطات.
- معدل الفائدة على الدين الخارجي الجزائري=الفوائد على الدين الخارجي /إجمالي الدين الخارجي.
- تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطات = معدل العائد على احتياطات بنك الجزائر معدل – الفائدة على الدين الخارجي.

2/ **استثمار احتياطات الذهب لبنك الجزائر:**

❖ **احتياطات الذهب لبنك الجزائر:**لقد قام بنك الجزائر بشراء أول احتياطاته من الذهب مع نهاية الستينات من قبل أول محافظ لبنك الجزائر والمقدرة بأكثر من 50طن، وكان من أهم استعمالاته خلال الثمانينات ضمان الديون الخارجية والوصول إلى الأسواق المالية الدولية ،ولقد ظل مخزون الذهب لبنك الجزائر يعرف استقرارا منذ سنة 2000حيث تمتلك الجزائر وفقا لإحصائيات مجلس الذهب العالمي حوالي 173.65طن من الذهب ،أي يعادل 1.5مليار دولار في سنة 2000 لينتقل إلى 4.8مليار دولار في نهاية 2008وانتقل إلى 6.7 مليار في نهاية 2014 بفضل المستوى العالي الذي بلغته أسعار الذهب حيث فاق المتوسط سنوي لسنة 2014 بقيمة 1,266.4 دولار للأونصة ، أما وفقا لإحصائيات بنك الجزائر فقيمته ثابتة منذ سنة 2000 إلى سنة 2014 بقيمة 1.14311248.06دج والسبب يعود إلى انه في حالة بنك الجزائر يقيم الذهب بالسعر التاريخي،ولا يعتبره بنك الجزائر صمام أمان ضد الصدمات أي أن الذهب ليس معيارا لتقدير مقاومة الاقتصاد أمام الصدمات الخارجية بسبب تذبذب أسعار هذا المعدن الثمين في الأسواق العالمية، ويقدم بنك الجزائر بانتظام احتياطات الصرف لأجنبي و التي لا تتضمن احتياطاته من الذهب. [1]

[1] بوكرديد عبد القادر، **متطلبات كفاءة ادارة احتياطات الصرف الاجنبي بالبنوك المركزية–دراسة حالة بنك الجزائر –** ، مرجع سابق، ص ص213-214 .

الشكل رقم (3– 4) بيانات احتياطات الذهب لبنك الجزائر(كمية الذهب بالطن ،قيمة الذهب بالمليون دولار ،الذهب إلى إجمالي الاحتياطات)



المصدر: بوكروديد عبد القادر، مرجع سابق، ص 214.

ووفقا لأحكام المادة رقم 38من الأمر 3-11المتعلق بالنقد والقرض،والتي تقضي بأنه يجب أن يقابل النقد المتداول وما لدى بنك الجزائر من ودائع تحت الطلب غطاء مكون بصفة دائمة من مجموعة من الموجودات من بينها السبائك الذهبية والنقود الذهبية ،كما أن احتياطات الذهب التي يتوفر عليها بنك الجزائر هي ملك للدولة و يمكن لبنك الجزائر أن يقوم بكل العمليات على الذهب لاسيما بالشراء والبيع والإقراض والرهن وذلك نقدا ولأجل، ويعمل مجلس النقد والقرض على تحديد مقاييس وشروط عمليات البنك المركزي الخاصة بالمعادن الثمينة، ومن خلاله يجب أن يسعى بنك الجزائر إلى إدارة الموجودات من الذهب و ضمان توافر السيولة المطلوبة في جميع الأوقات لمواجهة التزامات البنك مع المحافظة على القيمة الرأسمالية لتلك الموجودات وتحقيق العائد المناسب وفق معطيات السوق.[1]

[1] بوكروديد عبد القادر، متطلبات كفاءة ادارة احتياطات الصرف الاجنبي بالبنوك المركزية -دراسة حالة بنك الجزائر -، نفس المرجع السابق، ص214.

- **معايير استثمار موجودات الذهب لبنك الجزائر** :لتعظيم قيمة الموجودات الذهبية لبنك الجزائر، يمكن استثمارها على شكل ودائع ذهب أي تأجير الذهب للبنوك الأجنبية مع مراعاة المعايير التالية[1]:

❖ إن احد الاعتبارات الرئيسية لعملية توظيف موجودات بنك الجزائر من الذهب هو العمل على تقليل مخاطر الاستثمار في هذا الجانب ،وهو ما تتم معه مراعاة مجموعة من المخاطر على رأسها مخاطر الائتمان والمتمثلة في عدم قدرة الطرف المقابل على الوفاء بالالتزامات عند تاريخ الاستحقاق ،ويقصد بالطرف المقابل البنوك الأجنبية بغرض توظيف الموجودات الذهبية لديها و التي قد تكون من بينها ودائع الذهب ،ولهذا يتطلب من بنك الجزائر إيجاد إطار سليم يتم الاستناد إليه عند تحديد مستوى الجدارة الائتمانية لبنوك السبائك أو المتعامل معها وفقا استراتيجية حذرة حيث يتم دراسة المركز المالي للبنوك المؤهلة ودرجات التقييم الممنوحة لها من طرف وكالات التصنيف العالمية ،وفي هذا الإطار يجب أن يقوم بنك الجزائر بتصنيف البنوك الأجنبية المؤهلة للتعامل معها إلى فئات وفقا للجدارة الائتمانية الحاصلة عليها وفقا لذلك يتم وضع حدود قصوى للموجودات الممكن توظيفها معها ،مع وضع شرط عدم التعامل إلا مع البنوك الحاصلة على تصنيف AAA.

❖ كما يتم الاستناد إلى العائد من استثمار الذهب، وتجدر الإشارة إلى أن الاستثمار في ودائع الذهب ترتبط معها في بعض الحالات عملية نقل فعلي لسبائك الذهب من موضعها الحالي إلى موقع البنوك المستثمر فيها وفي تاريخ الاستحقاق يتم نقلها إلى موقع أخر في حالة عدم الرغبة في الاستمرار بتجديد الوديعة وعليه يتم تحمل تكلفة الشحن على السبائك الذهبية المنقولة وهو الأمر الذي يأخذ بعين الاعتبار عند النظر في مستوى صافي العائد (العائد الصافي=معدل إيجار الذهب – تكاليف الشحن والتامين).

❖ كذلك تتطلب العملية الاستثمارية توافر السيولة المطلوبة للذهب لاستخدامه دون أية قيود ولذلك يجب توظيفه في ودائع ذهب قصيرة الأجل.

[1] بوكرديد عبد القادر، نفس المرجع السابق، ص215.

المبحث الثالث: دور صندوق ضبط الموارد في تحقيق الاستقرار المالي الجزائري

شهد القرن الحالي بروز الصناديق السيادية في الاقتصاديات العربية عامة والجزائر خاصة، وسمي صندوق الجزائر بصندوق ضبط الموارد، أسس سنة 2000مصدره وعوائده نفطية، وسنحاول في هذا المبحث التطرق إلى كل من مفهوم صندوق ضبط الموارد وأهميته وكذلك دوافع إنشاء هذا الصندوق ومن ثم نطور وضعية صندوق ضبط الموارد خلال الفترة من 2000إلى2017.

المطلب الأول: عموميات حول صندوق ضبط الموارد

تميزت سنة 2000بتحقيق الجزائر لفوائض مالية معتبرة شملت الموازنة العامة وميزان المدفوعات بسبب الارتفاع الهام لأسعار المحروقات في الأسواق العالمية خلال نفس السنة، حيث حقق رصيد الموازنة العامة فائض قدر بـ : 400مليار دينار جزائري نتيجة ارتفاع إيرادات الجباية البترولية إلى 1213,2مليار دينار[1]، ومن أجل استغلال هذه الفوائض، واستعمالها في الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للدولة بالنظر لعدم اليقين الذي يميز أسعار النفط على المدى المتوسط والبعيد، قررت الحكومة تأسيس صندوق لضبط إيرادات الجباية البترولية يعمل على امتصاص فائض إيرادات الجباية البترولية الذي يفوق تقديرات قانون المالية الذي يتم إعداده سنويا، وقد تم تأسيس هذا الصندوق من خلال قانون المالية التكميلي الذي صدر في 27جوان ،2000 الذي حدد نوع وأهداف ومجال عمل الصندوق

علما أن الصندوق قد خضع لتعديلات مهمة خلال سنت2004[2] وقد أضاف هذا التعديل تسبيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير النشط للمديونية الخارجية [3]في جانب الإيرادات لهذا الحساب، التعديل الثاني جاء في سنة 2006 من خلال قانون المالية التكميلي 2006[4]، وفيما يلي بعض خصائص ومميزات الصندوق[5]:

---

[1]عبد المجيد قدي، **الاقتصاد الجزائري والنفط :فرص أو تهديدات** ،مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الدولي حول : التنمية المستدامة والكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة ، جامعة سطيف ،07_08 أفريل **2008** ، **ص6_7.**

2قانون رقم 23-22المؤرخ في 04ذي القعدة عام 1424الموافق لـ28 :ديسمبر 2003المتضمن قانون المالية لسنة 2004'

3وفقا للمادة 66من قانون - 22 23المؤرخ في 04ذي القعدة ع م ا 1424الموافق ل 28ديسمبر 2003والمتضمن قانون المالية لسنة 2004.

4امر رقم 04_06، المؤرخ في جمادي الثانية عام 1427 الموافق ل15جويلية 2006 المتضمن لقانون المالية التكميلي لسنة 2006.

[5]وفقا للمادة 10من قانون الميزانية التكميلي لسنة ،2000قانون رقم2000-02 :المؤرخ في 24ربيع الأول عام 1421الموافق لـ : 27جوان2000والمتعلق بقانون المالية التكميلي لسنة 2000.

1/ **مفهوم صندوق ضبط الموارد** : هو صندوق ينتمي إلى الحسابات الخاصة للخزينة وبالضبط إلى حسابات التخصيص الخاص، أهم ما يميز هذه الحسابات أنها مستقلة عن الموازنة العامة للدولة أي أنها لا تخضع لقواعد ومبادئ إعداد وتنفيذ الموازنة العامة، كما أنها لا تخضع لرقابة السلطة التشريعية" البرلمان."

كما يعتبر هذا الصندوق حسب تصنيف معهد الصناديق السيادية احد الصناديق السيادية، والتي أنشئت لتحقيق جملة من الأهداف[1]:

- ❖ معالجة الاختلالات الناشئة عن تقلبات أسعار النفط في الأسواق الدولية والحد من آثارها السلبية؛
- ❖ ادخار جزء من إيرادات النفط للأجيال المقبلة وبالتالي فهي ذات طابع ادخاري؛
- ❖ تمويل عجز الميزانية العامة للدولة الناتج عن انخفاض إيرادات الجباية البترولية لمستوى أقل من تقديرات قانون المالية.
- ❖ تخفيض حجم المديونية العمومية.

وتتمثل **مصادر تمويل الصندوق** [2] في فائض القيمة الجبائية البترولية الناتج عن تجاوز هذه الأخيرة لتقديرات قانون المالية، بالإضافة إلى كل الإيرادات الأخرى المتعلقة بتسيير الصندوق.

كما تقوم وزارة المالية بتسيير الصندوق [3] حيث نص قانون المالية على أن وزير المالية هو الآمر بالصرف الرئيسي لهذا الصندوق.

يتركز **مجال عمل الصندوق**[4] أساسا داخل البلد باعتبار أن الوظيفة الرئيسية تتمثل في امتصاص فوائض الجباية البترولية واستعمالها لتمويل أي عجز قد يحدث مستقبلا على مستوى الموازنة العامة للدولة نتيجة انهيار

1وفقا للمادة **10من قانون الميزانية التكميلي لسنة 2000** ، مرجع سابق.

2عبد القادر خليل،" **مستقبل صناديق الثروة السيادية في ظل انهيار أسعار النفط مع الإشارة إلى حالة الجزائر**، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الدولي الثاني حول متطلبات تحقيق الاقلاع الاقتصادي في الدول النفطية في ظل انهيار اسعار المحروقات، بجامعة أكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر، يومي 29 30 – نوفمبر ،2016ص .13 .

3د.فرحات عباس ، أ. سعود وسيلة، **حوكمة الصناديق السيادية _ دراسة لتجربة كل من النرويج والجزائر**، مجلة الباحث الاقتصادي ، العدد 04/ديسمبر 2015، ص17.

4**بوفليح نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والآفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر ،2011-2010، ص199.

أسعار المحروقات، مع العلم أن مجال عمل الصندوق يمتد خارج البلد من خلال مساهمته بالتنسيق مع البنك المركزي في سداد وتخفيض المديونية العمومية الخارجية.

ويقيد صندوق ضبط الموارد في حساب تخصيص خاص رقم 103- 302الذي فتح في كتابات الخزينة كما يلي:

في باب الإيرادات:

- فوائض القيم الجبائية الناتجة عن مستوى أعلى لأسعار المحروقات على تلك المتوقعة ضمن قانون المالية؛
- كل الإيرادات الأخرى المتعلقة بسير الصندوق.

في باب النفقات:

- ضبط نفقات وتوازن الموازنة المحددة عن طريق قانون المالية السنوي؛
- تخفيض الدين العمومي.

علما أن صندوق ضبط الموارد سجل تطورات مهمة في مساره حيث تم تعديل بعض القواعد المسيرة للصندوق خلال سنتي 2006،2004 شملت العناصر التالية:

- مصادر تمويل الصندوق[1] : أضاف قانون المالية لسنة 2004 تسبيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير النشط للمديونية الخارجية لتكون مصدرا من مصادر تمويل الصندوق، مع العلم أن هذا التعديل تزامن مع شروع الحكومة في تنفيذ سياسة الدفع المسبق للمديونية العمومية الخارجية في نفس السنة حيث تتم هذه العملية بالاعتماد على موارد الصندوق بالإضافة إلى التسبيقات المقدمة من البنك المركزي إلى الصندوق .
- أهداف الصندوق : عدل قانون المالية التكميلي لسنة 2006الهدف الرئيسي للصندوق ليصبح على النحو التالي " :تمويل عجز الخزينة دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740مليار دينار جزائري" إن هذا التعديل يبين بأن تمويل عجز الموازنة العامة قد وسع ليشمل تمويل عجز الخزينة العمومية[2]كما أن سبب العجز لم يحدد باعتبار أن السبب السابق يتمثل في انخفاض الجباية البترولية إلى مستوى أقل من تقديرات قانون المالية

[1] وفقا **للمادة 66من قانون –22، مرجع سابق**

[2] إن مفهوم رصيد الخزينة العمومية أوسع من مفهوم رصيد الموازنة العامة حيث يضم رصيد الخزينة العمومية رصيد الموازنة العامة الدولة بالإضافة إلى أرصدة مختلف العمليات التي تقوم بها الخزينة العمومية لاسيما أرصدة الحسابات الخاصة للخزينة.

، وهو ما يعني أن هدف الصندوق يتمثل في تمويل أي عجز يشمل الخزينة العمومية وبالتالي الموازنة العامة للدولة مهما كان سبب هذا العجز، بالإضافة إلى أن رصيد الصندوق يجب أن لا يقل عن 740مليار دينار مما يعني تحديد سقف لنفقات الصندوق لا يمكن تجاوزه، وهو ما يؤكد رغبة الحكومة على جعل صندوق ضبط الموارد أداة مستدامة لتعديل وضبط الموازنة العامة للدولة على المدى البعيد، إن مبررات هذا التعديل تكمن في تنفيذ الحكومة لسياسة اقتصادية جديدة "سياسة الإنعاش الاقتصادي" ،وهي سياسة كيترية تهدف إلى حفز النمو الاقتصادي عن طريق رفع الإنفاق الحكومي لاستثماري [1]،الأمر أدى إلى تسجيل عجز في رصيد الموازنة العامة منذ سنة 2001بسب ارتفاع حجم الإنفاق الحكومي من جهة، و اعتماد قوانين المالية على سعر مرجعي قدره 19دولار أمريكي للبرميل من جهة أخرى، مما أدى إلى استعمال موارد الصندوق لتمويل العجز وبالتالي ضرورة تعديل القواعد المحددة لأهداف الصندوق لتتماشى مع السياسة الاقتصادية المتبعة من طرف الحكومة

2/ أهمية صندوق ضبط الموارد: يستمد أهميته من كونه أداة فعالة لسياسة المالية العامة للحكومة، إيضاح أهمية صندوق ضبط الموارد كالآتي (أمر رقم 04_06، المؤرخ في جمادي الثانية عام 1427 الموافق لـ15جويلية 2006 المتضمن لقانون المالية التكميلي لسنة 2006)[2]:

- مساهمة الموارد المالية للصندوق في التقليل من مديونية الدولة.
- ضبط فوائض البترول وتوجيهها فيما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني.
- تغطية العجز في الخزينة العمومية.
- المساعدة على امتصاص اثر الصدمات النفطية الخارجية، للحفاظ على التوازنات المالية الداخلية للاقتصاد الوطني.
- يمكن أن يأخذ الصندوق أدوار مزدوجة حسب أهدافه فإما أن يهتم بمعالجة المشكل ات المتعلقة بتقلب الإيرادات النفطية وسوء تقديرها، وهنا يمثل صندوق ضبط او تثبيت كما يمكن ان يستخدم في ادخار جزء من إيرادات النفط للأجيال القادمة وهنا يسمى صندوق الادخار.

[1] تم تجسيد هذه السياسة عن طريق تنفيذ برنامجين تنمويين "برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي نفذ خلال الفترة « 2001 _ 2004 "والبرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي" 2005_2009" .

[2] امر رقم 04_06، **مرجع سابق**.

المطلب الثاني: تقييم خاص لتجربة صندوق ضبط الموارد

سنحاول في هذا المطلب أن نوضح أهم التطورات لوضعية صندوق ضبط الموارد ، مع الإلمام بفعالية صندوق ضبط الموارد في تمويل العجز الموازني في الجزائر.

1/ تطور وضعية صندوق ضبط الموارد خلال (2000_2016)

عرف صندوق ضبط الموارد تطورا ملحوظا منذ إنشائه، لأن الصندوق هو عبارة عن تجميع للمبالغ غير المتوقعة من الجباية البترولية والتي تنتج أساسا عن الارتفاع غير المتوقع لأسعار النفط، وكما هو معلوم فإن أسعار النفط بدأت ترتفع بقيم غير مسبوقة منذ بداية الألفية الثالثة، الأمر الذي جعل صندوق ضبط الموارد يتطور باستمرار من سنة لأخرى كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (3– 11) تطور وضعية صندوق ضبط الموارد خلال الفترة (2000–2017) **الوحدة: (مليون / دينار)**

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
لجباية البترولية	720000	840600	916400	836060	862200	899000	916000	973000	1715400	1927000
الجباية البترولية الحقيقية	1173237	964464	942904	1284974	1485699	2267836	2714000	2711848	4003559	2327675
الفائض الجباية البترولية	453237	123864	26504	448914	623499	1368836	1798000	1738848	2288159	400675
صندوق ضبط الموارد	453237	356001	198038	476892	944391	2090524	3640686	4699893	5503690	4680747
استخدامات الصندوق	221100	184467	170060	156000	222703	147838	709641	1454363	1223617	364282
الرصيد المتبقي	232137	171534	27978	320892	721688	1842686	2931045	3215530	4280073	4316465

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
لجباية البترولية	1501700	1529400	1519040	1615900	1577730	1722940	1682550	1931484
الجباية البترولية الحقيقية	2820010	3829720	4054394	3678131	3388355	2273490	_	_
الفائض الجباية البترولية	1318310	2300320	2535309	2062231	1810625	550550	_	_
صندوق ضبط الموارد	5634775	7143157	7917012	7695983	7374136	4960350	2 172 396	784 459
استخدامات الصندوق	791938	1761455	2283260	2132471	2965672	2886506	1387938	784 459
الرصيد المتبقي	4842837	5381703	5633752	5563512	4408464	2073844	840000	0

Source: www.mf.gov.dz/article/48/Zoom-sur-les-Chiffres-/143/Solde-globaldu-Trésor.html, la date de consultation : 25/04/2018, à 13 :00 h.

يشير الجدول رقم (3- 11) إلى أن صندوق ضبط الموارد قد سجل تطورات مهمة خلال فترتين زمنيتين: **الفترة الأولى 2000-2005**": "إن الأهداف التي حددت للصندوق في هذه الفترة تمثلت في تمويل عجز الميزانية العامة للدولة الناتج عن انخفاض إيرادات الجباية البترولية لمستوى أقل من تقديرات قانون المالية و تخفيض حجم المديونية العمومية، مع العلم أن النشاط الفعلي للصندوق خلال هذه الفترة قد اقتصر فقط على سداد الدين العمومي ودون استخدامه في تمويل العجز الموازني بسبب ارتفاع أسعار المحروقات وتجاوزها للسعر المرجعي المحدد من طرف وزارة المالية، مما أدى إلى تسجيل فوائض سنوية هامة على مستوى الموازنة العامة للدولة تم تحويلها إلى الصندوق، كما شهدت الفترة الممتدة بين سنة 2000و 2002تراجع هام في رصيد الصندوق بانتقاله من 232137مليون دج إلى 27978 مليون دج مع بداية سنة 2002علما أن هذا التراجع يعزى إلى انخفاض فائض الجباية البترولية من 123864مليون دج في سنة 2001 إلى 26504مليون دج في عام 2002 .

كما تميزت هذه الفترة بإدخال تعديل على القواعد المنظمة لنشاط الصندوق في سنة ، 2004حيث تم إضافة مورد جديد للصندوق يتمثل في تسبيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير النشط للمديونية الخارجية من اجل دعم عمليات الصندوق الخاصة بالسداد المسبق للمديونية العمومية الخارجية وهي سياسة جديدة شرعت الحكومة في تنفيذها إبتداءا من سنة2004.

الفترة الثانية 2005- 2017 " تميزت بإدخال تعديلات على أهداف الصندوق في سنة 2006 لتصبح على النحو التالي : تمويل عجز الخزينة العمومية دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740مليار دينار جزائري وتخفيض حجم المديونية العمومية، حيث شرعت الحكومة في استخدام موارد الصندوق في تمويل عجز الخزينة العمومية المتزايد من سنة لأخرى نتيجة ارتفاع الإنفاق الحكومي الاستثماري بالإضافة إلى الاستمرار في عمليات سداد الدين العمومي بما فيها عمليات التسديد المسبق للمديونية العمومية الخارجية التي شرع فيها إبتداءا من سنة 2004 وتسديد تسبيقات بنك الجزائر الممنوحة للحكومة في فترات سابقة، علما أنه لم تسجل أي عملية تسديد للدين العمومي خلال سنة ،2009 وفيما يتعلق بجانب الموارد فقد تلقى الصندوق تحويلات إجمالية تجاوزت 6225,68مليار دج

بسبب تحقيق الحكومة لفوائض مالية معتبرة نتيجة استمرار ارتفاع أسعار المحروقات في الأسواق الدولية في الفترة (2013_2015) ، كما شهدت الفترة الممتدة بين سنة 2013 الى غاية نهاية سنة 2015 تراجع هام في رصيد

الصندوق بانتقاله من 5563512مليون دج إلى 2073844 مليون دج مع بداية سنة 2016 ، علما أن هذا التراجع يعزى إلى انخفاض فائض الجباية البترولية من 1810625مليون دج في سنة 2014 إلى 550550 مليون دج في عام 2015 ، وخلال سنة 2017 تم استنفاد صندوق ضبط الموارد تماما.

2/ فعالية صندوق ضبط الموارد في تمويل العجز الموازني في الجزائر

إن اعتماد سعر مرجعي في حدود 37دولار للبرميل الواحد يتم على أساسه تحصيل الجباية البترولية الموجهة لتمويل موازنة الدولة، يمكن التعاطي معه من زاويتين، إذ أنه من شأن هذا القرار أن يزيد من الهامش بين السعر السوقي للنفط والسعر المرجعي لإعداد الموازنة، وهذا ما سيعزز من موارد صندوق ضبط الموارد.

غير أن سياسة التمويل بالعجز التي اتبعتها السلطات في ظل البرامج التنموية منعت إيرادات الصندوق من التراكم، على اعتبار أن السعر المرجعي (المنخفض) المحدد ب 37دولار، سيرفع من عجز الموازنة العامة، وهو العجز الذي سيتم سده من طرف صندوق ضبط الإيرادات، الأمر الذي من شأنه يهدد موارد الصندوق.

الجدول رقم (3– 12)فعالية صندوق ضبط الموارد في تمويل العجز الموازني (2000 _2017)

الوحدة :مليون دج

السنوات	مجموع الموارد	تخفيض المديونية	تسبيقات بنك الجزائر	تمويل عجز الموازنة	استخدامات الصندوق	الرصيد المتبقي في الصندوق
2000	453237	221100	0	0	221100	232137
2001	356001	184467	0	0	184467	171534
2002	198038	170060	0	0	170060	27978
2003	476892	156000	0	0	156000	320892
2004	944391	222703	0	0	222703	721688
2005	2090524	247838	00	0	247838	1842686
2006	3640686	618111	0	91530	709641	2931045
2007	4669893	314455	607956	531952	1454363	3215530

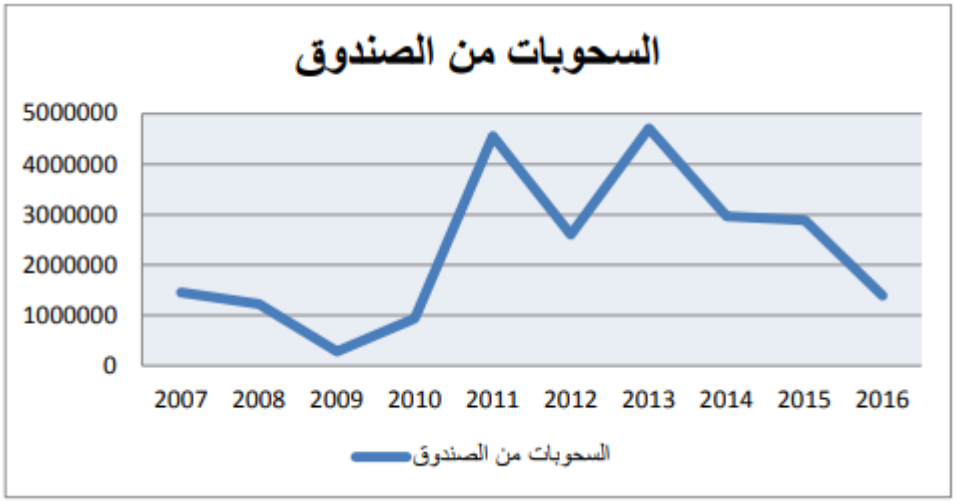
4280073	1223617	758180	00	465437	5503690	2008
4316465	364282	364282	0	0	4680747	2009
4842837	791938	791938	0	0	5634775	2010
5381703	1761455	1761455	0	0	7143157	2011
5633752	2283260	2283260	0	0	7917012	2012
7005169	2 132 471	2 132 471	0	0	7005169	2013
5284848	2965672	2965672	0	0	8056740	2014
4429290	2886506	2886506	0	0	7919009	2015
840000	1387938	1387938				2016
00	784 459	784 459				2017

Sour ce : http://www.mf.gov.dz/article/48/Zoom-sur-les-Chiffres-/143/Solde-globaldu--Trésor.html la date de consultation 25/04/2018, 00 :02 htm.

يمكن توضيح مدى مساهمة صندوق ضبط الموارد في تغطية العجز الموازني للدولة خلال الفترة (2000 -2016) من خلال معرفة حجم تحويلات الصندوق المالية الموجهة لذلك. فمن خلال معطيات الجدول رقم (3-12) نجد أنه لم تستخدم الحكومة موارد الصندوق لتمويل عجز الموازنة العامة حيث لم تسجل أية اقتطاعات من موارد الصندوق لتمويل العجز، مما يعني استخدامها لطريقة القرض العام لتغطية العجز، وهو ما ينسجم مع القواعد المحددة لأهداف الصندوق، في حين شهدت السنوات الأخرى قيم متزايدة من سنة إلى أخرى في استخدام موارد الصندوق لتمويل العجز، بحيث حددت بقيمة 91530مليون دينار سنة 2006 ، وظل في ارتفاع مطرد من سنة 2007 حيث سجل3215530 مليون دينار إلى سنة 2013 أين سجل 5563511 مليون دينار لينخفض رصيد الصندوق بعد ذلك إلى4408159 مليون دينار سنة 2014 أي بنقصان قدر بـ26 %مقارنة بسنة 2013 ،ليستمر التراجع في رصيد الصندوق سنة 2015 ، كما تمت السحوبات 784459 مليون دينار جزائري من صندوق ضبط الموارد في نهاية فبراير 2017. ونتيجة لذلك، تم استنفاد صندوق ضبط الموارد تماما في ذلك التاريخ، هذا يعني أن صندوق ضبط الموارد

لم يكن له دور في تمويل العجز الموازني خلال السنة الفارطة ، وهذا بسبب ضعف مداخيله مقارنة بالعجز الكبير المسجل في الميزانية العامة ولهذا على الحكومة الإسراع في إيجاد البدائل الممكنة من أجل تفادي أزمة اقتصادية ومالية في الجزائر .

الشكل رقم (3–5) تطور قيمة السحوبات من صندوق ضبط الموارد خلال الفترة (2007–2017)



المصدر: من إعداد الطالبين اعتماد على معطيات الجدول السابق.

الملاحظ من الشكل رقم (3- 4) هو الارتفاع المتواصل لقيمة المسحوبات التي توجه كليا لتغطية عجز الموازنة العامة، وهو ما يبرز الدور الكبير الذي يلعبه الصندوق في الحفاظ على استقرار الموازنة، كما أنه نتيجة لانهيارات أسعار النفط في الأسواق العالمية ابتداء من منتصف 2014 تراجعت العائدات البترولية مما ضاعف الضغوطات على صندوق ضبط الموارد حيث بلغت متاحاته جراء السحوبات مقدار 784458مليون دينار سنة 2017 ،وهو الأمر الذي يخالف تعديل 2006 الذي قامت به الحكومة والذي يوضح أن صندوق ضبط الإيرادات يقوم بتمويل عجز الموازنة دون أن يقل رصيده عن 740 مليار دينار.

المطلب الثالث: مزايا وعيوب صندوق ضبط الموارد

1/ مزايا صندوق ضبط الموارد[1]:

- يمكن لصندوق ضبط الموارد أن يخفف من حدة الصدمات الاقتصادية التي يمكن أن يواجهها الاقتصاد الوطني في حالة عدم استقرار المداخيل المتأتية من بيع البترول في الأسواق العالمية هذا من جهة، ومن جهة يجنب الدولة في حالة الهبوط الحاد في أسعار البترول الانزياح عن الخطة الاقتصادية المتبعة، والتي يمكن لها أن تكون لها مداخيل متوقعة في المستقبل القريب وتجنب سياسة التقشف من أجل مواجهة العجز قي الميزانية العمومية عن طريق تقليص الإنفاق نتيجة نقص الإيرادات، فالاحتياطات الموجودة في الصندوق هي التي يمكنها أن تغطي العجز الموازني الناتج عن العجز في الإيرادات.
- تراكم الاحتياطات في الصندوق يجعل تسديد المديونية العمومية سهلا.
- تحديد حجم الاحتياطات يعطي للحكومة الفرصة للتحديد الخطة الاقتصادية وذالك دون التأثير في الميزانية العمومية.

2/ عيوب صندوق ضبط الموارد

- إن تخصيص الأموال في صندوق ضبط الموارد خارج الميزانية العمومية من جهة ومن جهة أخرى من اجل مواجهة العجز الذي يتحقق فيها يعتبر طريقة لصرف الأموال العمومية في ظل غياب الرقابة العمومية؛
- ابتعاد صندوق ضبط الموارد عن الهدف الأساسي الذي وجد من اجله وهو مواجهة الصدمات الحادة التي يمكن ان تتعرض لها إيرادات العمومية نتيجة انخفاض أسعار البترول عن السعر المرجعي والذي يتمثل في 26دولار للبرميل ؛
- ومنه أصبح من أهم أسباب وقوع الميزانية العمومية في العجز عن طريق الاتكال على موارد الصندوق من اجل تغطية هذا العجز.[2]

---

[1] سلطاني عادل، **إدارة احتياطي الصرف الأجنبي دراسة حالة الجزائر للفترة (1992–2012)** ، مذكرة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير ، فرع علوم اقتصادية تخصص مالية دولية، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، الجزائر ، 2015- 2016، ص73.

[2] نفس المرجع، ص 74 .

خلاصة

يعتبر قطاع المحروقات القطاع الرائد والموجه للاقتصاد الجزائري حيث يظهر تأثيره من خلال هيمنته على الناتج المحلي الإجمالي والصادرات السلعية بالإضافة إلى الإيرادات العامة للدولة مما يؤدي إلى عدم استقرار الاقتصاد الجزائري وتعرضه لأزمات وصدمات خارجية دورية، ومن خلال دراستنا لهذا الفصل، يمكننا أن نستخلص ما يأتي:

- ان الارتفاع المستمر في أسعار النفط جعل الجزائر تعظم حجم احتياطي الصرف الأجنبي لديها لمستويات قياسية، وهو ما سمح بتحسين العديد من المؤشرات الاقتصادية، تمثل هذه الاحتياطيات المقابل الرئيسي لمجاميع الكتلة النقدية في الاقتصاد الوطني، وتوظف الجزائر غالبية الاحتياطات الوطنية في السندات السيادية، وهي أصول تتميز بانخفاض العائد لكن مع مستوى معدوم من المخاطر تقريبا.
- يعتبر صندوق ضبط الموارد من الأدوات المستحدثة بموجب قانون المالية التكميلي لسنة 2000، والتي كان الهدف منه ضمان تمويل النفقات العمومية في حال حدوث تقلبات في الإيرادات العامة، والتي تنتج في الغالب عن تقلبات أسعار النفط وبالتالي عندما تزيد أسعار النفط عن السعر المعتمد لإعداد الميزانية العامة للدولة، فإن الجباية الناجمة عن الفرق بين السعر الفعلي والسعر المرجعي تذهب لتمويل الصندوق، ليتم استعمال موارد الصندوق في ضبط ميزانية الدولة، التسديد المسبق للمديونية الامر الذي عكفت عليه بين سنة 2004 و2006 ، وقد خصصت نسبة كبيرة من موارد الصندوق للتغطية عجوزات الخزينة العامة نتيجة النفقات المتراكمة بسبب البرامج الحكومية الداعمة للتنمية الاقتصادية ، الاجتماعية ، العلمية.
- تتميز تجربة الجزائر في إنشاء صندوق ثروة سيادية بأنها لم ترقى إلى المستوى المطلوب نتيجة الارتباط الصندوق بالميزانية الدولة باعتبار أن الصندوق هو حساب من حسابات الخاصة للخزينة، وبما أن وضعية صندوق ضبط الموارد ليست بمستوى الكفاءة والفعالية لتحسين وضعه وجعله ذو كفاءة يتطلب إعداد استراتيجية طويلة المدى تستجيب للأداء العالمي، والتي تعتمد أساسا على تغيير النظرة للصندوق من أداة مؤقتة تعمل على ضبط ميزانية الدولة وسداد المديونية إلى أداة مستدامة تعمل على المحافظة على ثروة الأجيال .
- احتياطيات الصرف الأجنبي لعبت دورا هاما في دعم الاستقرار المالي للاقتصاد الجزائري وصمدت رغم طول فترة انهيار أسعار النفط في السنوات الأخيرة، إذ حالت دون توقف العجلة الإنتاجية ووفرة العملة الأجنبية لتمويل الاستيراد للجهاز الإنتاجي، بينما لم يصمد صندوق ضبط الإيرادات رغم دوره الهام في سداد المديونية وتغطيته للعجز الموازني خلال عدة سنوات قبل وأثناء الصدمة.

خاتمة

اهتمت دراستنا بموضوع احتياطيات الصرف الأجنبي الذي صار يحتل في كثير من الأحيان صدارة اهتمام التظاهرات والمناقشات العلمية الدولية والعالمية، خاصة بعد ارتفاع وتيرة وحدة الأزمات المالية خلال العقود الأخيرة هذا الاهتمام الجلي، ظهر بعد أن أصبح الحفاظ على الاستقرار المالي هدفا متزايد الأهمية في سياق صنع السياسات الاقتصادية، حيث اهتمت عدد من الدراسة الحديثة بموضوع إدارة الاحتياطيات الصرف الأجنبي و علاقته بالاستقرار المالي، كون حالة عدم الاستقرار المالي أحيانا تمتد من القطاع المالي لتمس الاقتصاد الحقيقي في شكل عدم استقرار مالي نظامي معرقلة بذلك عجلة النمو الاقتصادي العالمي.

أولا: التذكير بالسؤال الرئيسي

من خلال هذه الدراسة حاولنا إيجاد علاقة واضحة لإدارة احتياطيات الصرف الأجنبي ودورها في دعم الاستقرار المالي ومن ثم اسقاط هذه العلاقة على الاقتصاد الجزائر.

ثانيا: اختبار الفرضيات

في سعينا لاختبار فرضيات البحث ضمن الدراسة كانت الإجابات على النحو التالي:

1- تشمل استراتيجيات إدارة احتياطي الصرف الأجنبي كل من تحديد المستوى الأمثل من الاحتياطات المحتفظ بها في ظل الإمكانيات المتوفرة نتيجة استثمار احتياطات الصرف الأجنبي الذي يكون عادة ضمن ترتيبات استثمارية ضمن صناديق الثروة السيادية مع مراعاة مبادئ الأمان السيولة والعائد، وبالتالي فإن الفرضية الأولى صحيحة.

2- إن الاستقرار المالي دون شك يمثل انعكاسًا لقوة النظام المالي، لكن الدور التي تلعبه احتياطيات الصرف الأجنبي في دعم الاستقرار المالي أثناء الصدمات الخارجة خاصة في الاقتصادات النامية والصاعدة، حالَ دون حدوث حالة من عدم الاستقرار المالي بكفاءة رغم عمق الأزمات، وأدى إلى تباعد في الدورات الاقتصادية بين هاته الاقتصاديات والاقتصادات المتقدمة ما يؤكد واقعيةَ نظرية تباعد الدورات، وهو ما ينفي صحة الفرضية الثانية.

3- احتياطيات الصرف الأجنبي لعبت دورا هاما في المحافظة على الاستقرار المالي للاقتصاد الجزائري وصمدت رغم طول فترة انهيار أسعار النفط في السنوات الأخيرة، إذ حالت دون توقف العجلة الإنتاجية ووفرت العملة الأجنبة لتمويل

الاستيراد للجهاز الإنتاجي خاصة، بينما لم يصمد صندوق ضبط الإيرادات رغم دوره الهام في سداد المديونية وتغطيته للعجز الموازني خلال عدة سنوات، إذن فرضية الدراسة لم تكن صحيحة.

ثالثا: نتائج الدراسة

انطلاقا من هذه الدراسة، استطعنا التوصل الى النتائج التالية:

- إن احتياطات الصرف الأجنبي تتمثل في الأصول الأجنبية المملوكة والمتاحة والخاضعة لسيطرة السلطات النقدية، حيث يستعان بها لإحداث التوازن في ميزان المدفوعات، أو التدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف العملة، أو غير ذلك من الأغراض ذات الصلة، وهي خط دفاع مهم للصمود أمام الهزات الاقتصادية والمالية وتتكون احتياطات الصرف الأجنبي من الذهب النقدي، وحيازات حقوق السحب الخاصة، ومركز الاحتياطي في صندوق النقد الدولي، والعملة والودائع، والأوراق المالية (بما في ذلك سندات الدين وأسهم رأس المال)، والمشتقات المالية، والمطالبات الأخرى (القروض والأدوات المالية الأخرى)، وتمثل العملات الأجنبية النصيب الأكبر في الحيازات من احتياطات الصرف الأجنبي.
- تنطوي إدارة الاحتياطيات الأجنبية على مجموعة من الإجراءات و السياسات التي تستهدف اتاحة قدر كاف من الأصول الأجنبية لتكون تحت تصرف السلطات النقدية بغرض تحقيق أهداف وطنية محددة تأتي في إطار الأهداف العامة المحددة سلفا ضمن الخطة الاستراتيجية العامة للدولة، وحتى تكون إدارة احتياطات الصرف الأجنبي إدارة سليمة، فلابد أن يكون هناك تعادل بين التكلفة والعائد حتى يمكن تقدير المستوى الأمثل للاحتياطيات، وتهدف إدارة الاحتياطيات إلى كفاية احتياطيات النقد الأجنبي، والسيطرة على مخاطر السيولة والسوق والائتمان بأسلوب سليم، وتوليد عائدات معقولة على المدى المتوسط إلى الطويل على الأموال المستثمرة.
- صناديق الثروة السيادية هي عبارة عن ترتيبات استثمارية مستحدثة ومدارة من قبل الدولة لأغراض استثمارية أو ادخارية، يتم تمولها عن طريق الفوائض المالية المحققة في ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة للدولة كما أن مجال نشاطها قد يكون داخليا أو خارجيا، وهي أداة هامة لإدارة احتياطيات الصرف الأجنبي ومن أهم أهداف هذه الصناديق توفير دخل لتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي، مدخرات للأجيال، تمويل المعاشات التقاعدية، الحد من تكلفة الفرصه البديله، التنويع الاقتصادي و يتم تخصيص الأصول بحسب نوع الصندوق و استراتيجيته المتبعة.
- ففي أوقات الأزمات المالية تؤدي الصناديق السيادية دورا إيجابيا محليا ودوليا، وهذا ما أثبتته أزمة الرهن العقاري والأزمة البترولية الأخيرة، أما في أوقات الاستقرار المالي فهناك إمكانية للتأثير الإيجابي على الاستقرار المالي من خلال التأثير على أسعار الأصول المالية

- إن الحفاظ على الاستقرار المالي حتمي سواء على المستوى المحلي أو العالمي في ظل ما تمليه العولمة والترابط في النظام المالي العالمي، ويمكن أن تتحدد درجة الاستقرار المالي بحسب قدرة النظام المالي على التخفيف من وطأة تداعيات الأزمات على الاقتصاد الحقيقي.
- ويعتبر النظام المالي الكفؤ هو ذلك النظام الذي يحقق تمويلاً للنظام التجاري الدولي واستقرارًا للنظام النقدي، مع القيام بتوجيه الموارد الماليه إلى الفرص الإستثماريه، وكذلك الاستمرار في أداء المدفوعات بالكفاءة والسرعة والوقت المناسبين حتى في حال وقوع الأزمات، والتنسيق بين تلك الأنظمة يؤدي إلى تعظيم الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية وتحقيق النمو.
- إن نتائج الاضطرابات المالية كارثية على جميع الأصعدة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية وممتدة لسنوات بعد حدوثها وهو ما يبرز الأهمية الفعلية للاستقرار المالي وتنقسم مصادر عدم الاستقرار المالي الى داخلية تنشأ في عناصر النظام المالي الأساسية (المؤسسات، والأسواق، والبنية التحتية)، ومخاطر خارجية تنبع من مشاكل خارج النظام المالي.
- تباعد الدورات الاقتصادية ظاهرة ساهم في تحقيقها كل من العامل الإقليمي وعامل المجموعة، فزيادة العلاقات الاقتصادية والتجارية والمالية على هذين الصعيدين ساهم في الفصل بين الدورات الاقتصادية على هذا الأساس.
- النتائج التي حققتها الأسواق الناشئة كونت احتياطيات ضخمة شكلت هالة حماية ضد اثار الصدمات الخارجية، كما حققت بدورها استطالة في مرحلة النمو من الدورة الاقتصادية منفصلة عن الدورات في العالم المتقدم وهو ما يظهر جليا خلال أزمة 2007.
- إن تراكم الاحتياطيات هو أداة استراتيجية لإدارة عدم الاستقرار المالي المحلي في ضوء تضاعف المخاطر في الاقتصادات الأكثر انفتاحًا من الناحية المالية، ويعد الاستقرار المالي أحد محددات الطلب على احتياطيات الصرف الأجنبي الذي يعكس الدافع التحوطي.
- ان الارتفاع المستمر في أسعار النفط جعل الجزائر تعظم حجم احتياطي الصرف الأجنبي لديها لمستويات قياسية، وهو ما سمح بتحسين العديد من المؤشرات الاقتصادية، تمثل هذه الاحتياطيات المقابل الرئيسي لمجاميع الكتلة النقدية في الاقتصاد الوطني، وتوظف الجزائر غالبية الاحتياطات الوطنية في السندات السيادية، وهي أصول تتميز بانخفاض العائد لكن مع مستوى معدوم من المخاطر تقريبا.
- يعتبر صندوق ضبط الموارد من الأدوات المستحدثة بموجب قانون المالية التكميلي لسنة 2000، والتي كان الهدف منه ضمان تمويل النفقات العمومية في حال حدوث تقلبات في الإيرادات العامة، والتي تنتج في الغالب عن تقلبات أسعار النفط وبالتالي عندما تزيد أسعار النفط عن السعر المعتمد لإعداد الميزانية العامة للدولة، فإن الجباية الناجمة عن الفرق بين السعر الفعلي والسعر المرجعي تذهب لتمويل الصندوق، ليتم استعمال موارد الصندوق في ضبط

ميزانية الدولة، التسديد المسبق للمديونية الامر الذي عكفت عليه بين سنة 2004 و2006 ، وقد خصصت نسبة كبيرة من موارد الصندوق للتغطية عجوزات الخزينة العامة نتيجة النفقات المتراكمة بسبب البرامج الحكومية الداعمة للتنمية الاقتصادية ، الاجتماعية ، العلمية.

- تتميز تجربة الجزائر في إنشاء صندوق ثروة سيادية بأنها لم ترقى إلى المستوى المطـلوب نتيجـة الارتباط الصندوق بالميزانية الدولة باعتبار أن الصندوق هـو حساب من حسابات الخاصـة للخزينة، وبما أن وضعية صندوق ضبط الموارد ليست بمستوى الكفاءة والفعالية لتحسين وضعه وجعله ذو كفاءة يتطلب إعداد استراتيجية طويلة المدى تستجيب للأداء العالمي، والتي تعتمد أساسا على تغييـر النظرة للصندوق من أداة مؤقتة تعمل على ضبط ميزانية الدولة وسداد المديونية إلى أداة مستدامة تعمل على المحافظـة على ثـروة الأجيال .
- احتياطيات الصرف الأجنبي لعبت دورا هاما في دعم الاستقرار المالي للاقتصاد الجزائري وصمدت رغم طول فترة انهيار أسعار النفط في السنوات الأخيرة، إذ حالت دون توقف العجلة الإنتاجية ووفرة العملة الأجنبية لتمويل الاستيراد للجهاز الإنتاجي، بينما لم يصمد صندوق ضبط الإيرادات رغم دوره الهام في سداد المديونية وتغطيته للعجز الموازني خلال عدة سنوات قبل وأثناء الصدمة.

رابعا: مقترحـــــات الدراسة

على ضوء النتائج المتحصل عليها نقدم المقترحات التالية:

- ضرورة استثمار الاحتياطيات من أجل تخفيف تكاليف الفرصة البديلة وخلق مصدر إيراد مستقر ومتجدد بخلاف الايرادات الريعية التي تتسم أسعارها بالتقلب وهي بالأساس قابله للنضوب.
- من المهم بالنسبة للاقتصاد الجزائري إنشاء صندوق سيادي دولي، يقوم بالاستثمار في الأسواق المالية للدولية، مع ضرورة تنويع تركيبة محفظته المالية، مع ما يتناسب والاقتصاد الجزائري، خاصة وأن العديد من الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية استفادت من أزمة الرهن العقاري بالاستحواذ على أسهم أكبر الشركات الأمريكية والأوروبية.
- ضرورة تعزيز العلاقات التجارية والانفتاح المالي، على الصعيدين الثنائي والإقليمي وبالأخص على مستوى دول MENA ودول جنوب الصحراء الكبرى، وذلك لتقارب المستوى الاقتصادي ولمتع المنتوج المحلي بميزة تنافسية في هاته الأسواق ما يمكن من تخفيف وتفادي الصدمات التجارية والمالية الخارجية القادمة من أوربا و الو.م.أ، بالإضافة لتشجيع نمو الجهاز الإنتاجي، وتطوير السوق المالي.

- ضرورة تطوير القطاع المالي من حيث الأسواق المالية، والمؤسسات، والترتيبات التي يتم من خلالها تنفيذ المعاملات المالية، من أجل ضمان الاستقرار المالي في مساعي الانفتاح، فالاستقرار المالي شديد الحساسية للصدمات الخارجية.
- يجب إعادة تفعيل دور صندوق ضبط الإيرادات مع مزيد الشفافية وتفعيل الدور الرقابي للجهات التشريعية، وإعطائه بعد دولي يضمن للاقتصاد مصدر ايراد جديد.

خامسا: آفاق الدراسة

من خلال دراستنا سعينا لتحديد العلاقة بين إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي ودعمها للاستقرار المالي في لجزائر ومن هنا فإن أفاق البحث:

- دراسة قياسية لمحددات الاستقرار المالي الخاصة بالاقتصاد الجزائري.
- محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائري.
- كفاية الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد الجزائري.

قائمة المراجع

أولا : باللغة العربية

أ / الكتب:

1– عبد الكريم شنجار، عبد الهادي رحيم العودي، **السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية والمالية**، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

ب / الرسائل و الأطروحات الجامعية :

1– احمدبن سيلت،**محددات الاستقرار المالي في الجزائر، رسالة دكتوراه**، جامعة المدية، الجزائر، السنة الجامعية: 2016-2017.

2– بن علي عبد الغاني ،**الاستقرار المالي والاستقرار النقدي وأثرهما على أداء السياسة النقدية**، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3.

3– بوفليح نبيل، **دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والآفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر ،2011-2010.

4– بوكرديد عبد القادر، **متطلبات كفاءة ادارة احتياطات الصرف الاجنبي بالبنوك المركزية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة شلف، السنةالجامعية: 2015-2016.

5– حاج موسى نسيمة، **دور صناديق الثروة السيادية في دعم الاستقرار المالي–دراسة أزمة الرهن العقاري–** ، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه، جامعة بومرداس، الجزائر، السنة الجامعية:2014-2015.

6– سعودي محمد، **أثر الصدمات الخارجية على فاعلية السياسه الماليه، دراسة حالة الجزائر (1990–2010)**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوره في علوم التسيير تخصص: نقود ومالية، جامعة الجزائر3، الجزائر، السنة الجامعية:2014-2015

7– سلطاني عادل، **إدارة احتياطي الصرف الأجنبي دراسة حالة الجزائر للفترة (1992–2012)**، مذكرة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير ، فرع علوم اقتصادية تخصص مالية دولية، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، الجزائر ، 2015- 2016.

8- مباني محمد، **إستراتجية تسيير احتياطات الصرف في الجزائر**، رسالة ماجستير، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر، السنة الجامعية 2008-2009.

9- محمدي الطيب أحمد، **إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر (الواقع والمتطلبات)**، رسالة ماجستير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2007-2008.

10- مواكني سهيلة، **محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة شلف، الجزائر، السنة الجامعية:2013 -2014

ج/ الملتقيات والمجلات:

1- أحمد شفيق الشاذلي، **طرق تكوين وإدارة الاحتياطيات الأجنبية(تجارب بعض الدول العربية والأجنبية)**، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات، 2014.

2- أحمد مهدي بلوافي، **البنوك الإسلامية والاستقرار المالي**، مجلة الاقتصاد الإسلامي،مركز النشر العلمي،لطبعه الأولى، جامعة الملك عبد العزيز، جده، السعودية،2008ا.

3- العقريب كمال ، **تقيم واقع ودور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد العالمي**، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 10، المجلد 1-2014، جامعة خميس مليانة.

4- إيهانكوري، أسواربراساد، **الأسواق الصاعدة تشب عن الطوق، مجلة التمويل و التنمية**، صندوق النقد الدولي، واشنطن، الو.م.أ، ديسمبر2010.

5- بلال نوري، سعيد الكروي ، **تقييم ربحية المصاريف باستخدام مؤشرات السيولة**، دراسة مقارنة بين مصرفي الرافدين والرشيد، المجلة العراقية للعلوم الإدارية ،العدد الرابع والعشرون.

6- بوكرديد عبد القادر، **معايير نشر بيانات احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية** ،المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 06، مخبر العولمة والسياسات الاقتصادية، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2015

7- خبازي فاطمة الزهراء ، **أثر ممارسات الإفصاح عن الاحتياطات الأجنبية على شفافية السياسات النقدية والمالية**، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 11، جامعة خميس مليانة، الجزائر.

8- خليل عبد القادر ، **مستقبل صناديق الثروة السيادية في ظل انهيار أسعار النفط مع الإشارة إلى حالة الجزائر،** مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الدولي الثاني حول متطلبات تحقيق الإقلاع الاقتصادي في الدول النفطية في ظل انهيار أسعار المحروقات، بجامعة أكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر، يومي 29 -30 نوفمبر ،2016.

9- زايري بلقاسم،**إدارة احتياطات الصرف الأجنبي وتمويل التنمية في الجزائر،** مجلة البحوث الاقتصادية العربية، العدد41 ،مركز دراسات الوحدة العربية ،2008.

10- زايري بلقاسم، **كفاية الاحتياطيات الدوليه في الاقتصاد الجزائري،** مجلة شمال إفريقيا، العدد السابع، جامعة شلف، الجزائر، 2009.

11- عفان منال ، **الطلب على احتياطيات الصرف الأجنبي والاستقرار المالي في الدول النامية،** مجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، كلية التجارة، جامعة طنطا، مصر،2017

12- فرحات عباس، سعود وسيله، **حوكمة الصناديق السيادية-دراسة لتجربة كل من النرويج والجزائر،** مجلة الباحث الاقتصادي، العدد:04، جامعة المسيلة، الجزائر، ديسمبر 2015.

13- قدي عبد المجيد ، **الاقتصاد الجزائري والنفط :فرص أو تهديدات** ،مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الدولي حول : التنمية المستدامة والكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة ، جامعة سطيف ،07_08 أفريل 2008،

14- لقمان معزوز – شريف بودي،**المنافسة بين الدولار والاورو في ظل استقرار النظام النقدي الدولي مجلة الباحث،** ورقلة، عدد 2009/09

15- مجلخ سليم ،كمال حمانه، **صناديق الثروة السيادية وعلاقتها بالأزمة المالية والاقتصادية العالمية- دراسة حالة الجزائر،** مجلة مركز دراسات الكوفة : مجلة فصلية محكمة، العدد 37، جامعة الكوفة، العراق، سنة2015.

د/ التقارير:

1- الإدارة الاقتصادية والاجتماعية، **الصدمات المناخية: المخاطر والضعف في عالم متفاوت،** تقرير التنمية البشرية 2007 / 2008، الفصل 2، منظمة الأمم المتحدة، نيويورك، الو م أ.

2- بنك الجزائر، **التقرير السنوي،** 2000.

3– بنك الجزائر، **النشرة الإحصائية الثلاثية** رقم 05ديسمبر2008

4– بنك الجزائر، **التقرير السنوي 2008**، التطورات الاقتصادية والنقدية في الجزائر، سبتمبر 2009.

5– بنك الجزائر، **تطورات الوضعية المالية والنقدية في الجزائر تدخل محافظ بنك الجزائر محمد لكصاسي أمام مجلس** الأمة، ديسمبر 2013.

6– بنك الجزائر، **النشرة الإحصائية الثلاثية** رقم مارس2013.

7– بنك الجزائر، **النشرة الإحصائية الثلاثية**، رقم:40 ديسمبر 2017.

8– صندوق النقد الدولي ،**المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبي**، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، 20سبتمبر2001.

9– صندوق النقد الدولي، **دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي**، الطبعة السادسة، واشنطن، الو م أ،2009.

10– صندوق النقد الدولي، **الاحتياطات الدولية والسيولة بالعملة الأجنبية المبادئ التوجيهية لإعداد نموذج قياسي للبيانات**، واشنطن، الو م أ،2013.

11– صندوق النقد الدولي، **حق السحب الخاص**، صحيفة وقائع، أكتوبر2016.

12– غاري شيناسي، **الحفاظ على الاستقرار المالي، سلسلة قضايا اقتصادية**، العدد 36، صندوق النقدي الدولي، 2005

13– لكصاسي محافظ بنك الجزائر في تصريح **على هامش اجتماع محافظي البنوك المركزية الإفريقية**: أن احتياطي الجزائر من الذهب ليس معيارا لتقدير مقاومة الاقتصاد أمام الصدمات الخارجية بسبب تذبذب أسعار هذا المعدن الثمين في الأسواق العالمية.

14– مؤسسة النقد العربي السعودي، **الاقتصاد السعودي: الاتجاهات والمخاطر وآفاق النمو**، تقرير الاستقرار المالي 2017، العدد 3، الرياض، السعودية.

هـ/ النصوص القانونية و التنظيمية :

1– المادة 10من **قانون الميزانية التكميلي لسنة 2000**،قانون رقم02- 2000 المؤرخ في 24ربيع الأول عام 1421الموافق لـ27 :جوان2000والمتعلق بقانون المالية التكميلي لسنة 2000،

2– الأمر 3-11المتعلق **بالنقد والقرض** .

3– المادة**66من قانون 22–23**المؤرخ في 04ذي القعدة عام 1424الموافق لـ28ديسمبر 2003والمتضمن**قانون المالية لسنة2004**.

4– الأمر رقم 04_06، المؤرخ في جمادي الثانية عام 1427 الموافق ل15جويلية 2006 المتضمن **لقانون المالية التكميلي لسنة 2006**.

ثانيا :**باللغات الأجنبية**

A/ Livres

1. Barry Eichengreen,**FinancialInstability**,Global Crises Global Solutions, Cambridge university press,First Edition,2004
2. **Oxford University, Oxford advanced learner's dictionary**, London, UK, 8th edition, 2010.

A/ Thèses et mémoires:الاطروحات

1 BANDOUI Mohamed Mehdi **: La gestion des réserves de changeMémoirede fin d'Etude**s Envue de l'obtention du DIPLÔME SUPERIEUR DES ETUDES BANCAIRES, école supérieure debanque – banque d'Algérie, 201

B/ Forums et magazines:

1 AyhanKose, Christopher Otrok,Eswar S. Prasad, **GLOBAL BUSINESS CYCLES: CONVERGENCE OR DECOUPLING?**NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, October 2008.

2 Burns and Mitchell, **W (1946). Measuring Business Cycle**, National Bureau of Economic Research, New York, 1946.

3 **Banque d'Algérie** 2004

4 CENTRAL BANK OF COLOMBIA, **foreign reserve management**, Bogota, Colombia, March 2009.

5 Claudio Borio and Mathias Drehmann, **towards an operational framework for financial stability**, BIS Working Papers No 284, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, june2009.

6 Garry J.shinasi, **Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability**,IMF Working Paper,International Capital Markets Department, International Monetary Fund, USA, June 2004.

7 Hideaki Hirata, AyhanKose, Christopher Otrok , **Regionalization vs. Globalization,** IMF Working Paper, Washington DC, January 2013.

8 IFM, **1964 ANNUAL REPORT**, WASHINGTON,USA, august 10-1964.

9 International Working Group of Sovereign Wealth Funds, **Santiago principales**, Geneva, Switzerland, October 2008

10 International Monetary Fund, **Special Drawing Rights**, IFM Financial Operations, Third Edition, Washington D.C, 2016

11 John Nugée, **Foreign exchange reserves management, Centre for Central Banking Studies**, BANK OF ENGLAND

12 **La Banque d'Algérie ,Situation de la Dette Extérieure de l'Algérie 2000-2004**.

13 Lisa Emsbo-Mattingly and Dirk Hofschire,**The Business Cycle Approach to Asset Allocation,** LEADERSHIP SERIES, January 2017.

14 Luis Cubeddu and others, **EMERGING MARKETS IN TRANSITION: GROWTH PROSPECTS AND CHALLENGES**, IMF, Washington, USA , june2014

15 UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT, **Transnational Corporations and the**

Infrastructure Challenge, WORLD INVESTMENT REPORT, New York, USA, 2008.

C / Rapports

1 Chant John, **Financial Stability As a Policy Goal**, Essays on Financial Stability, Technical Report No. 95, Bank of Canada, September2003.

2 Liliana Eva Donath and Laura Mariana Cismas, **Determinants of Financial Stability,** The Romanian Economic Journal, Romania, Issue 29 (Year XI), September .2008.

3 Linyue Li, Thomas D.Willett, Nan Zhang, **The Effects of the Global Financial Crisis on China's Financial Market and Macroeconomy**, Economics Research International, Cairo, Egypt, 2004.

4 Richard Schimbor, **The Impact of Sovereign Wealth Fund Investments on Listed United States Companies,** Economics Honors Thesis, USA, April 29, 2009,

5 Sudhir and others,**Research Opportunities in Emerging Markets,** RESEARCH ARTICLE, Springer Science, 28 March 2015.

6 Bernardo Bortolotti, Giacomo Loss, Nikola Trajkov**, SWF Investment in 2016**, HUNTING UNICORNS, Sovereign Wealth Fund Annual Report, International Forum of Sovereign Wealth Funds 2016.

D/ Les papiers:

1 Alawode and Al Sadek, **What is Financial Stability?**,Financial Stability Paper Series No. 1, Central Bank of Bahrain, March 2008

2 AFRICAN DEVELOPMENT BANK GROUP, **Holding Excess Foreign Reserves Versus Infrastructure,** Working Paper No178, TUNIS, TUNISIA, july2013.

3 Fernando Alvarez-Parra, Luis Brandao,Manuel Toledo, **Business Cycles in Emerging Markets: The Role of Durable Goods and Financial Frictions,** IFM Working paper, IFM, Washington, USA, June 2011.

4 Hideaki Hirata, AyhanKose ,ChristopherOtrok, **Regionalization vs. Globalization,** IFM working paper, IFM, Washington D.C, USA.

5 MAURICE OBSTFELD, Jay C. Shambaugh, Alan M. Taylor, **FINANCIALSTABILITY THE TRILEMMA AND INTERNATIONAL RESERVES,** Working Paper**,**NBER**,** Cambridge, UK,August 2008.

مواقع الإنترنت:

1) البنك الدولي www.data.albankaldawli.org

2) المجلس العالمي للذهب www.gold.org

3) بنك الجزائر www.bank-of-algeria.dz

4) وزارة المالية www.mf.gov.dz

5) شركة الاستثمار الصينية www.china-inv.cn

6) شركة central Huijin التابعة ل CIC www.huijin-inv.cn

7) صندوق النقد الدولي www.IMF.com