



جامعة قاصدي مرباح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم
فرع: العلوم الاقتصادية تخصص: مالية دولية
بغنوان :

آليات استخدام البنوك المركزية للمشتقات المالية في التحوط
من مخاطر تراجع القيمة الحقيقية لاحتياطات الصرف
دراسة حالة بنك الجزائر خلال الفترة 2000-2018

من إعداد الطالب : محمد العيد صلوح
نوقشت و أجازت علنا بتاريخ : 2019/07/09

أمام اللجنة المكونة من السادة

رئيسا	جامعة ورقلة	أستاذ	أ.الدكتور/ بولرباح غريب
مشرفا ومقررا	جامعة ورقلة	أستاذ محاضر أ	الدكتور/ عبد الرزاق مولاي لخضر
عضوا	جامعة ورقلة	أستاذ محاضر أ	الدكتور/ أحمد رمزي صياغ
عضوا	جامعة غرداية	أستاذ	أ.الدكتور/ عبد اللطيف مصيطفى
عضوا	جامعة غرداية	أستاذ	أ.الدكتور/ عبد الحميد بوخاري
عضوا	جامعة الوادي	أستاذ محاضر أ	الدكتور/ السعيد بوشول

السنة الجامعية 2018/2019

الإهداء

إلى الوالدة الكريمة حفظها الله و أطال في عمرها

إلى أبي العزيز الذي افتقده رحمه الله

إلى رفيقة الدرب الزوجة الكريمة

إلى أبنائي طه و شيماء و دعاء و سلطان

إلى كل الأهل و الأقارب

إلى كافة الأساتذة و الزملاء و الأصدقاء

أهدي هذه الأطروحة

محمد العبد

الشكر

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات و الصلاة و السلام على معلم البشرية و هاديها سيدنا محمد أشرف الأنبياء و المرسلين.

لا يسعني في هذا المقام إلا أن أتقدم بجزيل الشكر ووافر الامتنان و التقدير إلى الأستاذ الفاضل الدكتور عبد الرزاق مولاي لخضر، على كل التوجيهات و النصائح خلال انجاز هذه الأطروحة.

كما أتقدم بأسمى عبارات التقدير و الاحترام للأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة الذين سيقدمون لنا التوجيهات و الملاحظات القيمة لإثراء هذه الأطروحة.

ثم الشكر و التقدير إلى كل من ساهم من قريب أو بعيد في انجاز هذه الأطروحة.

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على أهم الآليات المستعملة من طرف بنك الجزائر للتحوط من مخاطر تراجع القيمة الحقيقية لاحتياطيات الصرف الاجنبي خلال الفترة (2000-2018)، و ذلك من خلال طرح الإشكالية الرئيسية التالية " إلى أي مدى تستخدم آليات التحوط في إدارة الاحتياطيات الدولية ببنك الجزائر للحد من تراجع القيمة الحقيقية لهذه الاحتياطيات؟ " حيث تم استخدام المنهج الوصفي في الجانب النظري و الذي تناول أهم المفاهيم المرتبطة بالاحتياطيات، و البنوك المركزية، و المشتقات المالية و المخاطر المرتبطة بها ، ثم تطرقنا إلى آليات إدارة و توظيف الاحتياطيات من طرف بنك الجزائر. و منهج دراسة حالة من خلال الدراسة القياسية لأثر و درجة الاستجابة بين الاحتياطيات الأجنبية و بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية من خلال استخدام برنامج Eviews 9.

و لقد خلصت هذه الدراسة إلى جملة من النتائج و التي من أهمها أن الصادرات من المحروقات تمثل أهم مصدر لتراكم الاحتياطيات من الصرف الاجنبي في الجزائر ، كما تعتبر مستويات الاحتياطيات في الجزائر مستويات مثلى ، بل تجاوزت المستويات المعيارية المحددة من قبل الاقتصاديين المتخصصين في إدارة الاحتياطيات. إضافة إلى مساهمة التسديد المسبق للمديونية الخارجية في تراكم الاحتياطيات بعد 2006، و بعث المشاريع الاقتصادية الكبرى من طرف الحكومات المتعاقبة.

الكلمات المفتاح: مشتقات مالية ، مخاطر احتياطيات الصرف الاجنبي ، مستوى امثل للاحتياطيات .

Résumé :

L'objectif de cette étude est d'identifier les mécanismes les plus importants utilisés par la Banque d'Algérie pour se prémunir contre le risque de baisse de la valeur réelle des réserves de change au cours de la période 2000-2018 en soulevant le principal problème suivant: " Dans quelle mesure les mécanismes de couverture utilisés dans la gestion des réserves internationales de la Banque d'Algérie limiterait la baisse de la valeur réelle de ces réserves? " Lorsque l'approche descriptive a été utilisée dans l'aspect théorique, qui traitait des concepts les plus importants liés aux réserves, aux banques centrales, aux produits dérivés et aux risques associés, puis nous avons évoqué les mécanismes de gestion et de réserve d'emploi de la Banque d'Algérie. Et une méthodologie d'étude de cas via l'étude économétrique de l'impact et du degré de réponse entre les réserves de change et certaines variables macroéconomiques via l'utilisation d'Eviews 9.

L'étude concluait par un certain nombre de résultats, dont le plus important était que les exportations d'hydrocarbures constituaient la source la plus

importante d'accumulation de réserves de change en Algérie, que les niveaux de réserves en Algérie étaient optimaux et dépassaient les niveaux standards déterminés par des économistes spécialisés dans la gestion des réserves. Outre la contribution du remboursement préalable de la dette extérieure à la constitution de réserves après 2006, et à la relance de grands projets économiques par les gouvernements successifs.

Mots-clés: dérivés financiers, risque de réserves de change, niveau optimal de réserves

محتويات البحث

IV	الإهداء
V	الشكر
VI	ملخص
VIII	محتويات البحث
XII	قائمة الجداول
XV	قائمة الأشكال البيانية
XVII	قائمة الاختصارات و الرموز
XVIII	قائمة الملاحق
أ	مقدمة
01	الفصل الأول: الاحتياطيات الدولية و البنوك المركزية عموميات و مفاهيم أساسية
02	تمهيد
03	المبحث الأول: البنوك المركزية، وإدارة احتياطيات الصرف الاجنبي
03	المطلب الأول: البنك المركزي النشأة، المفهوم و التطور
04	المطلب الثاني: خصائص و وظائف البنوك المركزية
05	المطلب الثالث: إدارة احتياطيات الصرف الاجنبي للقطر
06	المبحث الثاني: الاحتياطيات الدولية و السيولة بالعملة الصعبة
06	المطلب الأول: مفهوم السيولة بالعملة الصعبة (الدولية) و أنواعها
09	المطلب الثاني: مفهوم الاحتياطيات الدولية و الخصائص المرتبطة بها
11	المطلب الثالث: تصنيفات الاحتياطيات الدولية و دوافع حيازتها
13	المبحث الثالث: مكونات احتياطيات الصرف الاجنبي
13	المطلب الأول: الاحتياطيات من الذهب النقدي
16	المطلب الثاني: الاحتياطي من العملات الأجنبية (العملات الارتكازية)
20	المطلب الثالث: حقوق السحب الخاصة (SDR)
24	المطلب الرابع: شريحة الاحتياطي (وضع الاحتياطي) لدى الصندوق

27	.....المبحث الرابع: مصادر وآليات تراكم احتياطات الصرف الاجنبي
27	.....المطلب الأول: فوائض ميزان المدفوعات كمصدر لتراكم الاحتياطات
30	.....المطلب الثاني: التفسير الاقتصادي لميزان المدفوعات
30	.....المطلب الثالث: آليات تراكم الاحتياطات الدولية
34	.....خلاصة الفصل
35	.....الفصل الثاني: المشتقات المالية آليات التعامل و المخاطر المرتبطة بها
36	.....تمهيد
37	.....المبحث الأول: المشتقات المالية مفاهيم و أدوات
37	.....المطلب الأول: ماهية المشتقات المالية
38	.....المطلب الثاني: العقود الآجلة و العقود المستقبلية
39	.....المطلب الثالث: عقود الخيارات
40	.....المطلب الرابع: عقود المبادلات
42	.....المبحث الثاني: سوق الصرف و التعامل بالعملات الأجنبية
42	.....المطلب الأول: ماهية أسعار الصرف
43	.....المطلب الثاني: سوق الصرف الاجنبي الآنية و الآجلة
50	.....المطلب الثالث: مخاطر وضعيات الصرف
55	.....المبحث الثالث: تقنيات تغطية مخاطر الصرف
55	.....المطلب الأول: التقنيات التقليدية الداخلية
59	.....المطلب الثاني: التقنيات التقليدية الخارجية
64	.....المطلب الثالث: أدوات التغطية الحديثة لمخاطر سعر الصرف
76	.....خلاصة الفصل
77	.....الفصل الثالث: إدارة الاحتياطات الدولية المخاطر الآليات و التجارب
78	.....تمهيد

79	.....المبحث الأول: المستوى الأمثل لاحتياطيات الصرف الاجنبي و إدارته.
79	.....المطلب الأول: أهداف و محفزات إدارة احتياطيات الصرف.
81	.....المطلب الثاني: مؤشرات قياس كفاية احتياطيات الصرف الاجنبي.
89	.....المطلب الثالث: تكاليف حيازة الاحتياطيات الدولية.
91	.....المبحث الثاني: توظيف الاحتياطيات الدولية و المخاطر المرتبطة بها.
91	.....المطلب الأول : أسواق رأس المال الدولية.
92	.....المطلب الثاني: أدوات توظيف الاحتياطيات الدولية.
95	.....المطلب الثالث: إدارة مخاطر الاحتياطيات الدولية.
99	.....المبحث الثالث: الآليات و التجارب الدولية في إدارة فوائض الاحتياطيات.
100	.....المطلب الأول: التركيز على عوائد الاحتياطيات و التسديد المسبق للديون الخارجية.
106	.....المطلب الثاني: صناديق الثروة كآلية لإدارة احتياطيات الصرف الاجنبي.
112	.....المطلب الثالث: تجارب دولية في إدارة احتياطيات الصرف الاجنبي.
119	.....خلاصة الفصل.
120	الفصل الرابع: ادارة بنك الجزائر لاحتياطيات الصرف الأجنبي، دراسة قياسية للفترة 2017/1990
121	.....تمهيد.
122	.....المبحث الأول: كفاءة إدارة الاحتياطيات الدولية بينك الجزائر و مصادر تراكمها.
122	.....المطلب الأول: بنك الجزائر و الهيئات المكلفة بإدارة الاحتياطيات.
125	.....المطلب الثاني: آليات إدارة بنك الجزائر لمخاطر الاحتياطيات الأجنبية.
127	.....المطلب الثالث: مصادر تراكم الاحتياطيات الدولية بينك الجزائر.
135	.....المبحث الثاني: تكاليف حيازة احتياطيات الصرف الاجنبي في الجزائر.
135	.....المطلب الأول: تحديد المستوى الأمثل للاحتياطيات الأجنبية.
139	.....المطلب الثاني : تكاليف تعقيم الاحتياطيات الأجنبية.
144	.....المطلب الثالث: أثر تغيرات أسعار الصرف على القيمة الحقيقية للاحتياطيات الأجنبية.
147	.....المبحث الثالث: استخدام و توظيف فوائض الاحتياطيات الدولية في الجزائر.

147	المطلب الأول: استحداث صندوق لضبط الموارد.....
151	المطلب الثاني: المساهمة في تمويل برامج الإنعاش الاقتصادي.....
156	المطلب الثالث: استخدام الاحتياطات في إدارة المديونية الخارجية.....
161	المطلب الرابع: توظيف الاحتياطات في الاصول المالية الدولية.....
163	المطلب الخامس: الاحتياطات و تكلفة الفرصة البديلة.....
166	المبحث الثالث: أثر و درجة الاستجابة بين الاحتياطات الدولية و بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية في الجزائر دراسة قياسية خلال الفترة (1990-2017)
166	المطلب الأول: التحليل الاقتصادي و الإحصائي لمتغيرات الدراسة
194	المطلب الثاني: الدراسة القياسية
213	المطلب الثالث: تفسير النتائج
214	خلاصة الفصل.....
215	خاتمة
219	المصادر و المراجع
226	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
08	عناصر السيولة الدولية و استخداماتها المختلفة لكيان اقتصادي مفترض	الجدول رقم (1-1)
14	الطلب على الذهب حسب الفئات خلال الفترة (2010 - 2017)	الجدول رقم (2-1)
16	الحيازة الرسمية لاحتياطيات الذهب النقدي (بالكمية و القيم) خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (3-1)
19	حصة العملات الأجنبية المكونة للاحتياطيات الدولية خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-1)
24	نسبة حقوق السحب الخاصة إلى إجمالي الاحتياطيات بدون الذهب خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (5-1)
26	نسبة وضع الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي إلى إجمالي الاحتياطيات بدون الذهب خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (6-1)
45	الحجم اليومي لمعاملات الصرف في العديد من الأماكن (%)	الجدول رقم (2-1)
45	تطور الحجم اليومي لمعاملات الصرف في سوق الصرف العاجل	الجدول رقم (2-2)
47	الأسعار المتقاطعة	الجدول رقم (2-3)
49	سعر الصرف الآجل لليورو مقابل العملات الرئيسية	الجدول رقم (2-4)
54	الوضعية الإجمالية للصرف	الجدول رقم (2-5)
55	أثر وضعية الصرف	الجدول رقم (2-6)
65	العقود المستقبلية على العملات	الجدول رقم (2-7)
67	تسعير العقود المستقبلية على العملات (IMM/CMC)	الجدول رقم (2-8)
68	التغطية في السوق المستقبلي للعملات	الجدول رقم (2-9)
83	نسبة الاحتياطيات الدولية إلى الواردات لدول العالم خلال الفترة (2000 - 2017)	الجدول رقم (3-1)
89	التكلفة السنوية لاحتياطيات بعض الدول نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (جوان 2007)	الجدول رقم (3-2)
110	تصنيف أكبر 20 صندوقا سياديا في العالم أوت 2018	الجدول رقم (3-3)
128	تطور مكونات الاحتياطيات الدولية في الجزائر خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-1)
129	تطور تراكم الاحتياطيات الأجنبية و سعر البترول خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-2)

130	تطور رصيد الميزان التجاري الجزائري خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-3)
130	تطور صادرات الجزائر من المحروقات خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-4)
131	تطور صادرات الجزائر خارج المحروقات خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-5)
132	تطور الواردات الجزائرية خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-6)
133	تطور حساب رأس المال للجزائر خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-7)
134	تطور الرصيد الإجمالي لميزان مدفوعات الجزائر خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-8)
136	معدل تغطية احتياطي الصرف الاجنبي للواردات الجزائرية خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-9)
137	تطور نسبة الاحتياطي الأجنبية إلى قائم الديون الخارجية خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-10)
138	تطور نسبة تغطية صافي الأصول الخارجية للمعروض النقدي خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-11)
140	تطور تسهيلة الودائع المغلة للفائدة خلال الفترة (2005-2014)	الجدول رقم (4-12)
141	تطور معدلات أدوات استرجاع السيولة خلال الفترة (2005-2014)	الجدول رقم (4-13)
142	تطور الاحتياطات الإجبارية خلال الفترة (2004-2014)	الجدول رقم (4-14)
143	تطور ودائع الخزينة لدى بنك الجزائر خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-15)
144	تغيرات سعر صرف الدولار مقابل العملات الرئيسية خلال الفترة (2000-2015)	الجدول رقم (4-16)
145	تطور صادرات المحروقات في الجزائر بالقيمة الجارية والثابتة للدولار خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-17)
146	تطور صادرات المحروقات في الجزائر بالقيمة الجارية والثابتة للدولار خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-18)
149	تطور متاحات صندوق ضبط الموارد خلال الفترة (2000-2015)	الجدول رقم (4-19)
150	تطور متاحات صندوق ضبط الموارد خلال الفترة (2016-2020)	الجدول رقم (4-20)
152	التوزيع القطاعي لبرنامج الإنعاش الاقتصادي حسب كل باب (2001-2004)	الجدول رقم (4-21)
153	بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد الجزائري خلال الفترة (2001-2004)	الجدول رقم (4-22)
154	التوزيع القطاعي للبرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي حسب كل باب (2005-2009)	الجدول رقم (4-23)
155	التوزيع القطاعي لبرنامج توطيد النمو الاقتصادي حسب كل باب (2010-2014)	الجدول رقم (4-24)
157	تطور قائم الديون الخارجية للجزائرية خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-25)
158	تطور مبالغ الديون المسددة مسبقا لنادي باريس (الوحدة : مليون دولار)	الجدول رقم (4-26)
159	هيكل الدين الخارجي حسب العملات خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-27)

164	عوائد احتياطات الصرف الاجنبي خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-28)
165	تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطات الأجنبية خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-29)
166	الإحصاءات الوصفية للناتج الداخلي الخام (Pib)	الجدول رقم (4-30)
168	تطور الناتج المحلي الإجمالي للجزائر خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-31)
169	تطور الناتج المحلي الإجمالي للجزائر حسب القطاعات خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-32)
173	الإحصاءات الوصفية لمعدل التضخم (Tinf)	الجدول رقم (4-33)
174	تطور معدلات التضخم في الجزائر خلال الفترة (1990-2017)	الجدول رقم (4-34)
176	الإحصاءات الوصفية لسعر الصرف (Tch)	الجدول رقم (4-35)
178	تطور سعر صرف الدينار مقابل الدولار خلال الفترة (1990-2017)	الجدول رقم (4-36)
179	الإحصاءات الوصفية للمعروض النقدي (M2)	الجدول رقم (4-37)
180	تطور الكتلة النقدية المتداولة في الجزائر خلال الفترة (1990-2017)	الجدول رقم (4-38)
183	الإحصاءات الوصفية لأسعار البترول (Pbar)	الجدول رقم (4-39)
184	مساهمة قطاع المحروقات في الناتج الداخلي الخام للجزائر خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-40)
185	مساهمة قطاع المحروقات في الإيرادات الكلية للميزانية في الجزائر خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-41)
186	مساهمة قطاع المحروقات في إجمالي صادرات الجزائر خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-42)
188	الإحصاءات الوصفية للحساب الجاري (Cc)	الجدول رقم (4-43)
190	تطور رصيد الحساب الجاري الجزائري خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-44)
191	الإحصاءات الوصفية للانفتاح التجاري (Oc)	الجدول رقم (4-45)
193	معدل الانفتاح التجاري للاقتصاد الجزائري خلال الفترة (2000-2017)	الجدول رقم (4-46)
194	الإحصاءات الوصفية للاحتياطات الدولية (Rch)	الجدول رقم (4-47)
196	اختبار ديكي فولر المطور (ADF) للسلسلة CC عند المستوى	الجدول رقم (4-48)
197	نتائج اختبار (ADF) للفرق الأول للسلسلة CC	الجدول رقم (4-49)
198	اختبار ديكي فولر المطور (ADF) للسلسلة OC عند المستوى	الجدول رقم (4-50)
199	نتائج اختبار (ADF) للفرق الأول للسلسلة OC	الجدول رقم (4-51)

200	اختبار ديكي فولر المطور (ADF) للسلسلة PIB عند المستوى	الجدول رقم (4-52)
201	نتائج اختبار (ADF) للفرق الأول للسلسلة OC	الجدول رقم (4-53)
202	اختبار ديكي فولر المطور (ADF) للسلسلة TCH عند المستوى	الجدول رقم (4-54)
203	نتائج اختبار (ADF) للفرق الأول للسلسلة TCH	الجدول رقم (4-55)
204	اختبار ديكي فولر المطور (ADF) للسلسلة TINF عند المستوى	الجدول رقم (4-56)
205	نتائج اختبار (ADF) للفرق الأول للسلسلة TINF	الجدول رقم (4-57)
206	اختبار ديكي فولر المطور (ADF) للسلسلة RCH عند المستوى	الجدول رقم (4-58)
207	نتائج اختبار (ADF) للفرق الأول للسلسلة RCH	الجدول رقم (4-59)
208	درجة تأخير النموذج	الجدول رقم (4-60)
208	اختيار رتبة التكامل المشترك لجوهاتسون	الجدول رقم (4-61)
209	اختبار القيمة العظمى للتكامل المشترك لجوهانسون	الجدول رقم (4-62)
211	اختبار السببية لجرانجر	الجدول رقم (4-63)
212	تحليل درجة استجابة الاحتياطي و بعض المؤشرات الاقتصادية في الجزائر	الجدول رقم (4-64)

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
09	أنواع السيولة الدولية	الشكل (1-1)
32	قنوات تراكم احتياطات الصرف الاجنبي	الشكل (2-1)
58	مبدأ المقاصة الثنائية	الشكل (1-2)
58	المقاصة المتعددة	الشكل (2-2)
59	مركز إعادة الفوترة	الشكل (3-2)
69	مبادلات الصرف في أسواق الصرف	الشكل (4-2)
71	المبادلات المشتركة بين العملات و أسعار الفائدة	الشكل (5-2)
87	تحديد الطلب على الاحتياطات الدولية في ظل علاقته مع مستوى الإنتاجية	الشكل (1-3)
88	تحديد الطلب على الاحتياطات الدولية في ضوء التكيف مع الصدمات الخارجية	الشكل (2-3)
94	الإصدارات بالدولار الأمريكي في العالم	الشكل (3-3)
97	إدارة مخاطر البنوك المركزية	الشكل (4-3)
123	الهيكل التنظيمي للمديرية العامة للعلاقات المالية الخارجية ببنك الجزائر	الشكل (1-4)
125	الهيكل التنظيمي لمديرية إدارة المخاطر و الأداء ببنك الجزائر	الشكل (2-4)
132	هيكل الواردات الجزائرية من السلع حسب المنتجات خلال 2017	الشكل (3-4)
134	تطور أهم أرصدة ميزان مدفوعات الجزائر خلال الفترة (2013-2017)	الشكل (4-4)
160	توزيع قائم الدين متوسط و طويل الأجل حسب نوع القروض	الشكل (5-4)
161	توزيع هيكل الدين الخارجي حسب العملات	الشكل (6-4)
161	تطور خدمة الدين الخارجي خلال الفترة (1998-2017)	الشكل (7-4)
167	تطور الناتج المحلي الإجمالي للجزائر خلال الفترة (2000-2017)	الشكل (8-4)
170	مساهمة قطاع الفلاحة في نمو الناتج المحلي الإجمالي للجزائر	الشكل (9-4)
170	مساهمة قطاع البناء و الأشغال العمومية في نمو الناتج المحلي الإجمالي للجزائر	الشكل (10-4)
171	مساهمة قطاع الخدمات المسوقة في نمو الناتج المحلي الإجمالي للجزائر	الشكل (11-4)
171	مساهمة قطاع الخدمات غير المسوقة في نمو الناتج المحلي الإجمالي للجزائر	الشكل (12-4)

172	مساهمة قطاع الصناعة في نمو الناتج المحلي الإجمالي للجزائر	الشكل (4-13)
172	مساهمة قطاع المحروقات في نمو الناتج المحلي الإجمالي للجزائر	الشكل (4-14)
173	تطور معدل التضخم في الجزائر خلال الفترة (1990-2017)	الشكل (4-15)
175	نسبة مساهمة القطاعات في تضخم الإنتاج الصناعي في الجزائر	الشكل (4-16)
176	مساهمة التضخم الهيكلي في إجمالي التضخم في الجزائر	الشكل (4-17)
177	تطور سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار خلال الفترة (1990-2017)	الشكل (4-18)
179	تطور سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار و اليورو / و اليورو مقابل الدولار	الشكل (4-19)
180	تطور الكتلة النقدية في الجزائري خلال الفترة (1990-2017)	الشكل (4-20)
181	تطور الكتلة النقدية في الجزائري خلال الفترة (2013-2017)	الشكل (4-21)
182	تطور هيكل الكتلة النقدية في الجزائر خلال الفترة (2013-2017)	الشكل (4-22)
182	مقابلات الكتلة النقدية في الجزائر خلال الفترة (2013-2017)	الشكل (4-23)
183	تطور أسعار البترول الجزائري خلال الفترة (1990-2017)	الشكل (4-24)
187	تطور السعر الشهري للبترول الجزائري خلال الفترة (2014-2017)	الشكل (4-25)
188	تطور الحساب الجاري الخارجي للجزائري خلال الفترة (1990-2017)	الشكل (4-26)
192	تطور الانفتاح التجاري للجزائر خلال الفترة (1990-2017)	الشكل (4-27)
194	تطور الاحتياطيات الدولية للجزائر خلال الفترة (1990-2017)	الشكل (4-28)

قائمة الاختصارات و الرموز

Rch	Réserves de change
PIB	Produit Intérieur Brut
M2	Masse Monétaire
CC	Compte Courant
OC	Ouverture commerciale
TCH	Taux de Change
TINF	Taux d'inflation
PBAR	Prix de Baril

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
227	متغيرات الدراسة	01
228	دراسة استقرارية متغيرات الدراسة في مستوياتها الأصلية	02
240	دراسة استقرارية متغيرات الدراسة عند المستوى الأول	03
252	اختبار التكامل المشترك للأثر و القيمة العظمى	04
253	درجة تأخر النموذج	05
253	معادلة النموذج	06
253	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ	07
255	اختبار السببية لجرانجر	08
256	نتائج تقدير نموذج (VAR)	09
257	نتائج قياس النبضات و درجة استجابة الاحتياطات لبعض المؤشرات الاقتصادية في الجزائر	10

مقدمة

أ- تمهيد:

استفادت الجزائر كبقية الدول النفطية من ارتفاع أسعار البترول في تراكم و تكوين احتياطياتها من العملة الصعبة ، كونها عانت كثير من الأزمات المتلاحقة ، و عبئ تسديد فوائد المديونية التي تجاوزت 25 مليار دولار سنة 2000 ، هذا الارتفاع القياسي للاحتياطيات من الصرف الأجنبي جعل السلطات المالية و النقدية تفكر في كيفية إدارة و توظيف هذه الاحتياطيات و تعظيم المنفعة و المحافظة على قيمتها الحقيقية من التراجع (التآكل) و الاستنزاف في ظل تقلبات أسعار صرف الدولار مقابل العملات الرئيسية ، و ذلك باعتبار أن اغلب هيكل الاحتياطيات مشكل من الدولار الأمريكي

فالسلطات النقدية ممثلة في البنوك المركزية تعتبر القيم على الاحتياطيات من الصرف الأجنبي بحكم القوانين المنظمة لهذه البنوك و الصلاحيات المخولة لها في إدارة الاحتياطيات بما يحافظ عليها بل و ينميها لان الهدف من إدارة البنوك المركزية للاحتياطيات ليس تعظيم الربح كما هو الحال بالنسبة للبنوك التجارية ، بل تضع هدف السيولة (أي سرعة تسيل الأصول الاحتياطية) كأولوية أولى ، يليها درجة الأمان ، ثم يأتي هدف الربحية في آخر المطاف.

إن تعدد المخاطر و اختلافها استوجب على البنوك المركزية التفكير في كيفية الاستفادة من آليات للتحوط و التغطية المتضمنة في المشتقات المالية و التي تنوعت و تطورت بتطور التعاملات المالية . و تتمثل عقود المشتقات أساساً في العقود الآجلة و العقود المستقبلية، و عقود الخيارات، و عقود المبادلة.

ب- إشكالية الدراسة:

على ضوء ما سبق ذكره تبلور الإشكالية الرئيسية للبحث و التي يمكن صياغتها على النحو التالي :

إلى أي مدى تستخدم آليات التحوط في إدارة الاحتياطيات الدولية ببنك الجزائر للحد من تراجع القيمة الحقيقية لهذه الاحتياطيات ؟

و من خلال الإشكالية العامة يمكن استخلاص الإشكاليات الفرعية التالية:

- ما مدى استخدام بنك الجزائر للمشتقات المالية كآلية للتحوط؟.
- ما هي المستويات المثلى لحيازة الاحتياطيات الدولية من أجل الحفاظ على الاستقرار المالي؟.
- ما هي الآليات المستخدمة في إدارة و توظيف احتياطيات الصرف الأجنبي ؟.
- ما مدى تأثير تغيرات بعض المؤشرات الاقتصادية على احتياطيات الصرف الأجنبي؟.

ت-فرضيات البحث:

أما فيما يتعلق بالفرضيات التي اعتمدت للإجابة على هذه الإشكاليات لإثبات مدى صحتها من خلال البحث فهي كالتالي:

- بنك الجزائر يستخدم العديد من المشتقات المالية كآلية للحد من مخاطر تراجع احتياطيات الصرف الاجنبي.
- تتحدد المستويات المثلى للاحتياطيات الأجنبية من خلال محددات الطلب عليها و الخصائص الاقتصادية لكل بلد.

- تتضمن آليات إدارة و توظيف الاحتياطيات الأجنبية، الاستثمار في الأصول المالية السيادية و الودائع بالبنوك الدولية.
- يوجد أثر و درجة استجابة بين الاحتياطيات الأجنبية و بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية.

ث- مبررات اختيار الموضوع:

- إن الأسباب و المبررات التي أدت إلى اختيارنا لهذا الموضوع نوجزها فيما يلي:
- أهمية الموضوع خاصة بالنسبة للاقتصاد الوطني و الذي يعتمد بشكل كبير على المداخيل البترولية و ما تشكله كفاية الاحتياطيات الأجنبية من ميزة للتنمية و الاستقرار المالي.
- قلة الدراسات التي تناولت الموضوع بالرغم من انه يندرج في إطار المواضيع المتجددة ، التي تؤرق السلطات الحكومية.
- يندرج الموضوع ضمن تخصصنا، و بالتالي الرغبة في تقديم اقتراحات أكاديمية عملية من شأنها المساعدة على الاستفادة من التجارب الدولية في إدارة فوائض الاحتياطيات الأجنبية.

ج- أهداف الدراسة:

- تسعى هذه الدراسة إلى الإجابة على التساؤلات الواردة بصفة أساسية في الإشكالية الرئيسية، و اختبار مدى صحة الفرضيات المعتمدة، و تتمثل في:
- ✓ أهمية إدارة الاحتياطيات الأجنبية ، و أساليب توظيفها لتوليد عوائد مالية مجدية تغطي تكلفة الاحتفاظ بها .
- ✓ التعرف على الآليات المؤدية إلى تراكم الاحتياطيات الأجنبية، و سبل الحفاظ عليها .
- ✓ الأساليب المعتمدة في تحديد المستوى الأمثل للاحتياطيات الأجنبية.
- ✓ إبراز العلاقة بين الاحتياطيات الأجنبية و بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية.

ح- أهمية الدراسة:

- تكمن أهمية هذه الدراسة في البحث عن متطلبات الإدارة الجيدة و العقلانية للاحتياطيات الأجنبية من طرف بنك الجزائر، لما لها من أثر إيجابي في معالجة الاختلال في ميزان المدفوعات و مشكلة المديونية ، و التحكم في تقلبات أسعار الصرف، و مختلف المؤشرات الاقتصادية التي تؤثر و تتأثر بهذه الاحتياطيات.

خ- حدود الدراسة:

- تقتصر دراستنا لهذا الموضوع على جانبين أولهما مكاني و الذي يتناول حالة الجزائر باعتبارها شهدت ارتفاعا قياسيا في احتياطياتها من الصرف الأجنبي، و الثاني زماني امتد من سنة 2000 إلى غاية 2017 ، و الذي تميز بطفرة في أسعار البترول تجاوزت 112 دولار للبرميل النفط سنة 2011، و بالتالي تعتبر فترة مثالية للدراسة القياسية لأثر و درجة استجابة الاحتياطيات الأجنبية و بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية.

د- منهج الدراسة:

- للإجابة على الإشكالية المطروحة، و اختبار صحة الفرضيات، و تحقيق أهداف الدراسة ، تم استخدام المنهج الوصفي لاستعراض الإطار النظري للاحتياطيات الأجنبية و أهم العوامل المحددة لها، و سبل توظيفها و إدارتها، و التجارب

الدولية في ذلك، كما تم استخدام منهج دراسة حالة من خلال الاستعانة بالأدوات الإحصائية التي توفر التحليل الاقتصادي الكمي، بالاستعانة ببعض البرمجية الإحصائية Eviews 9.

ذ- الدراسات السابقة:

لقد تم اختيار الموضوع بالاعتماد على بعض الدراسات المتمثلة فيما يلي :

1. **الدراسة الأولى:** دراسة صادرة عن صندوق النقد العربي سنة 2014، للباحث أحمد شفيق الشاذلي ، طرق تكوين و إدارة احتياطات الصرف الأجنبي، تجارب بعض الدول العربية و الأجنبي، في تسيير احتياطاتها من الصرف الأجنبي، و قد حاول فيها الباحث عرض تجارب بعض الدول في استعمال الصناديق السيادية كبديل عن احتياطات الصرف الاجنبي .
2. **الدراسة الثانية :** دراسة صادرة عن مجلة المصارف المركزية بعنوان : Central bank reserves management new trend from liquidity to return ، و قد خلصت هذه الدراسة إلى إمكانية استثمار الاحتياطات في الآجال الطويلة من خلال التحول من التركيز على السيولة إلى التركيز على السيولة إلى التركيز على العائد من خلال عدة أدوات.
3. **الدراسة الثالثة :** دراسة صادرة عن البنك المركزي الفرنسي بعنوان: La gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés ، و قد خلصت هذه الدراسة إلى تزايد تنويع كل من العملات، و الأدوات ، و الإطار المؤسسي بعد التراكم الكبير لاحتياطات الصرف بالبنوك المركزية.
4. **الدراسة الرابعة:** أطروحة دكتوراه لبوكريدي عبد القادر بعنوان " متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية - دراسة حالة بنك الجزائر - و قد خلصت الدراسة إلى أن لا يمكن اعتبار وظيفة الاحتياطات كتأمين ذاتي بل كذلك التنويع الاقتصادي و الادخار للأجيال القادمة، و أن من أساليب توظيف الاحتياطات، إنشاء الصناديق السيادية ، و الاستثمار في الآجال الطويلة، و تجزئة الاحتياطات ، و التسديد المسبق للدين الخارجي، و أن المخاطر المرتبطة بالاحتياطات تتمثل في مخاطر القرض و السيولة ، و مخاطر السوق، و كذلك المخاطر التشغيلية.
5. **الدراسة الخامسة:** مقال للباحثين ميثم لعبي اسماعيل و منال علي فاطس الشويلي بعنوان " إدارة و تحديد الحجم الأمثل للاحتياطات الأجنبية في العراق للمدة 2003-2015 " ، و قد توصلت الدراسة إلى أن الاحتياطات الأجنبية في العراق قد تجاوزت المؤشرات الدولية لتحديد حجمها الأمثل، و قد تمت إدارة الاحتياطات الأجنبية في العراق وفق أفضل الممارسات الدولية، مما يضمن سيولتها ن و تجنب المخاطر، كما أوصت الدراسة بضرورة دعم القطاعات الحقيقية لزيادة الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي، من خلال تشجيع القطاع الخاص، وصولاً إلى تخفيف الضغط على تلك الاحتياطات.

ر- أقسام الدراسة:

للإلمام بجوانب الموضوع تم تقسيم البحث إلى أربعة فصول :

- حيث تناول الفصل الأول الإطار النظري و أهم المفاهيم المرتبطة باحتياطات الصرف الاجنبي، و البنوك المركزية، و ذلك من خلال أربعة مباحث و هي : البنوك المركزية و إدارة احتياطات الصرف الاجنبي في البحث الأول ، والاحتياطات الدولية و السيولة بالعملة الصعبة في المبحث الثاني، ومكونات احتياطات الصرف الاجنبي في البحث الثالث، ومصادر وآليات تراكم احتياطات الصرف الاجنبي في المبحث الأخير.

- و في الفصل الثاني فقد تطرقنا إلى المشتقات المالية من خلال آليات التعامل و المخاطر المرتبطة بها فتناولنا في المبحث الأول: المشتقات المالية مفاهيم و أدوات، ثم في المبحث الثاني تطرقنا لسوق الصرف و التعامل بالعملات الأجنبية، في المبحث الثالث فقد بيننا تقنيات تغطية مخاطر الصرف.
- أما في الفصل الثالث فقد تطرقنا إلى كيفية تحديد المستوى الأمثل لاحتياطات الصرف الاجنبي و سبل توظيفها و التحكم في المخاطر المترتبة عليها و الآليات و التجارب الدولية في إدارة هذه الفوائض و ذلك من خلال ثلاثة مباحث هي: المستوى الأمثل لاحتياطات الصرف الاجنبي و إدارته في المبحث الأول، و توظيف الاحتياطات الدولية و المخاطر المرتبطة بها، والآليات و التجارب الدولية في إدارة فوائض الاحتياطات.
- فيما يتعلق بالفصل الرابع فقد تطرقنا فيه إلى كيفية إدارة بنك الجزائر للاحتياطات الأجنبية و مصادر تراكمها، و آليات توظيف ، و مجالات استخدامها بعد تحديد المستوى الأمثل لحيازتها، و ذلك من خلال ثلاثة مباحث، حيث تناولنا في البحث الأول: كفاءة إدارة الاحتياطات الدولية بينك الجزائر و مصادر تراكمها، و في المبحث الثاني: تكاليف حيازة احتياطات الصرف الاجنبي في الجزائر، أما في المبحث الثالث: استخدام و توظيف فوائض الاحتياطات الدولية في الجزائر. و في المبحث الرابع و الأخير فقد تناول بالدراسة القياسية لأثر و درجة الاستجابة بين الاحتياطات الدولية و بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية خلال الفترة 1990-2017.

الفصل الأول:

الاحتياطات الدولية و البنوك المركزية
عموميات و مفاهيم أساسية

تمهيد:

تحتل البنوك المركزية موقعا متميزا في النظام المصرفي للدول على مختلف نظمها و توجهاتها الاقتصادية، إذ تعد البنوك المركزية بمثابة العمود الركيزة الأساسية للقطاع المصرفي ، و لها الأثر البارز في الأسواق المالية و النشاط الاقتصادي عموما.

إن الخلل المتكرر في موازين المدفوعات من جراء التقلبات العالمية سواء في أسعار البترول، أو أسعار الصرف، أدى بالسلطات النقدية ممثلة في البنوك المركزية إلى استغلال الفوائض المعتر المسجلة في موازين مدفوعاتها في تكوين احتياطيات للصرف الاجنبي و الاحتفاظ بها و مراكمتها ، و ذلك حتى يتسنى لها مواجهة الالتزامات المترتبة عن المعاملات و التسويات الدولية، و تحقيق الأهداف المرجوة من السياسة النقدية المتبعة.

و من خلال هذا الفصل سنتناول الإطار النظري و أهم المفاهيم المرتبطة باحتياطيات الصرف الاجنبي، و البنوك المركزية، و ذلك بتقسيمه إلى مباحث أربعة كما يلي:

- المبحث الأول: البنوك المركزية و إدارة احتياطيات الصرف الاجنبي.
- المبحث الثاني: الاحتياطيات الدولية و السيولة بالعملة الصعبة.
- المبحث الثالث: مكونات احتياطيات الصرف الاجنبي
- المبحث الرابع: مصادر وآليات تراكم احتياطيات الصرف الاجنبي:

المبحث الأول: البنوك المركزية، وإدارة احتياطيات الصرف الاجنبي

يعد البنك المركزي بمثابة الركيزة و الدعامة الأساسية للبنية المالية و النقدية في جل أقطار العام ، و ذلك من خلال الخصائص التي تميزه عن باقي المؤسسات المالية و المصرفية، و كذلك الوظائف المترتبة عليه كبنك للبنوك، و التي من بينها إدارة احتياطيات الدولة من العملات الأجنبية.

المطلب الأول: البنك المركزي النشأة، المفهوم و التطور

أولاً- نشأة البنوك المركزية: لم تظهر البنوك المركزية بصيغتها الحالية، بل كانت الحكومة تعطي أحد المصارف التجارية موقعا متميزا بإصدار العملة الوطنية، وفتح حسابات لديه، أو كانت تعطيه حق الإشراف على إصدار و تنظيم العمليات النقدية، و تأمين احتياجات الدولة من الأموال، أي أن كل مهام البنوك المركزية آنذاك موكلة للبنك التجاري.

و يعد المصرف السويدي أول مصرف مركزي في العالم، و الذي تم تأسيسه سنة 1668، حيث تولى مهمة إصدار النقد مقابل تقديم القروض للدولة، ثم تأسس بنك إنجلترا المركزي سنة 1694 على شكل شركة خاصة بمرسوم ملكي لغرض منح القروض للدولة مقابل حصوله على حق إصدار النقد، كونه أول مصرف مركزي له الخبرة في الصيرفة المركزية، و قد تطورت وظائفه ليشراف على الإصدار و المقاصة بين البنوك التجارية و تسوية حساباتها .

و هكذا توالى إنشاء البنوك المركزية في العالم حيث تأسس بنك فرنسا المركزي سنة 1800، ثم بنك الدنمارك المركزي عام 1817، أما في الولايات المتحدة الأمريكية، فقد تأسس مصرفها المركزي سنة 1914، و بعد 1920 بموجب توصيات مؤتمر المصارف بإنشاء البنوك المركزية في كافة دول العالم نظرا لدورها المتميز في الاقتصاد الوطني، و في دعم تمويل التجارة العالمية.

أما في الدول العربية فقد تأسس البنك العراقي سنة 1948 كأول مصرف مركزي عربي، ثم تلاه مصارف أخرى و هكذا لبقية الدول العربية، كالبنك المركزي الجزائري الذي تأسس بعد الاستقلال مباشرة يوم 13 ديسمبر 1962.

ثانياً- مفهوم البنك المركزي: اختلفت تعاريف المصارف المركزية تبعا لاختلاف المفهوم حول أهمية و وظائف تلك المصارف فنجد¹:

- حسب فيرا سميث (Vera Smith) تعرف المصارف المركزية بأنها " هي النظام المصرفي الذي يوجد فيه مصرف واحد له السلطة الكاملة على إصدار النقد " حيث أكدت في تعريفها على وظيفة إصدار النقد.
- أما شاو (W. Shaw) فقد ركز على وظيفة البنك المركزي في كيفية التحكم في حجم الائتمان و تنظيمه بتعريفه " هو البنك الذي يتحكم في الائتمان و ينظمه ".
- و عرفه داي (A. Day) بأنه " الذي ينظم السياسة النقدية و يعمل على استقرار النظام المصرفي "، ويلاحظ بأن داي اهتم بالسياسة النقدية باعتبارها من أهم وظائف البنك المركزي، بالأخص الحفاظ على استقرار الجهاز المصرفي.
- في حين عرف دي كوك (De Kock) البنك المركزي " هو البنك الذي يقنن و يحدد الهيكل النقدي و المصرفي بحيث يحقق أكبر منفعة للاقتصاد الوطني، من خلال قيامه بوظائف متعددة، كتنظيم العمل، و القيام بإدارة العمليات

¹ زكريا الدوري، يسرا السامرائي، البنوك المركزية و السياسات النقدية، الطبعة العربية، دار اليازوري، 2013، ص: 25، 26 .

المالية الخاصة بالحكومة ، احتفاظه بالاحتياطات النقدية للبنوك التجارية، و إدارة احتياطات الدولة من العملات الأجنبية، و قيامه بخدمة البنوك التجارية من خلال إعادة خصم الأوراق التجارية ، و قيامه بدور المقرض للبنوك التجارية، و القيام بالتنظيم و التحكم في الائتمان بما يتلاءم و متطلبات الاقتصاد الوطني و تحقيق أهداف السياسة النقدية " .

المطلب الثاني: خصائص و وظائف البنوك المركزية

هناك العديد من الخصائص التي تميز البنك المركزي كمؤسسة نقدية عن غيره من المصارف، و البنوك المركزية بشكل عام تؤدي وظائف متشابهة لتحقيق الصالح العام.

أولاً- خصائص البنوك المركزية: و تظهر هذه الخصائص في ما يلي¹ :

- مؤسسة مصرفية عامة تكون ملكيتها للدولة، تزاوِل كافة أعمال الصيرفة لأنها تقع على رأس النظام المصرفي، و قد يكون المصرف المركزي خاصا ، يقوم بالأعمال المصرفية نيابة عن الدولة.
- يهتم المصرف المركزي بكافة الإجراءات المتعلقة بالإصدار النقدي من (تحديد حاجة الاقتصاد للنقد، الطباعة، التوزيع على المصارف أو الحكومة، أو استرجاعها).
- يضمن استقرار قيمة النقد بأي عمل أو إجراء يمكن القيام به، بحيث يخفف قدر المستطاع من التقلبات في سعر صرف العملة الوطنية.
- يحقق دور فاعل للنقد في الاقتصاد الوطني استنادا للقوانين و النظريات الاقتصادية، بحيث يستطيع من خلال النقد تشجيع الإنتاج و تخفيض معدل البطالة، و زيادة الطلب بحيث يتحقق التوازن بين العرض و الطلب فتستقر الأسعار .
- زيادة الدخل و زيادة معدل النمو الاقتصادي لأنه من خلال هذين الهدفين يطرأ التحسن على مستوى المعيشة، و تزداد الدخول و يتحقق الاستقرار.
- لا يهدف المصرف المركزي للربح لأنه مؤسسة حكومية عامة تهتم بالتوازن، و ليس الربح لذلك يضطر للإنفاق بدون فائدة، أو يخسر جزءاً من أمواله عند محاربة التضخم، بحيث إذا حقق الهدف الاقتصادي يكون قد حقق أهدافه في تحقيق التوازن و الاستقرار في الاقتصاد الوطني.

ثانياً- وظائف البنوك المركزية: يقوم البنك المركزي بالعديد من الوظائف و التي نوجزها فيما يلي² :

1. يقوم البنك المركزي نيابة عن الحكومة بعملية إصدار القروض العامة و خدمتها.
2. يتولى البنك المركزي الإشراف على الجهاز الرقابة على النقد الدولي و يتولى معاملات الحكومة مع الخارج.
3. يقوم البنك المركزي بإقراض الحكومة عند الضرورة، حيث تلجأ هذه الأخيرة إليه إذا احتاجت إلى الائتمان، و إقراض البنك المركزي للحكومة يتم عن طريق إصدار جديد.
4. يقوم البنك المركزي بمسك حسابات الحكومة، حيث يتمكن من مباشرة المدفوعات الحكومية.

¹ زكريا الدوري، يسرا السامرائي، مرجع سابق، ص، 26 .

² عبد الرحمن يسري أحمد، اقتصاديات النقود و البنوك، دار ميناء، عمان، 2000 ، ص : 107 .

5. الشراء و البيع في السوق المفتوحة للأوراق الحكومية و الأوراق المضمونة من الحكومة و السندات التي يحددها مجلس إدارته، و غيرها من الأوراق التجارية.

المطلب الثالث: إدارة احتياطيات الصرف الاجنبي للقطر

تعتبر إدارة احتياطيات الدولة من العملات الأجنبية إحدى وظائف البنوك المركزية، و هي وثيقة الصلة بوظيفة إصدار النقود، حيث تعتبر مشتقة تلقائياً من هذه الوظيفة و من كونه قيم على الاحتياطيات النقدية للمصارف التجارية.

تتألف الاحتياطيات النقدية الأجنبية للقطر عادة من الموجودات الأجنبية، و يعهد إلى البنك المركزي الاحتفاظ بها و إدارتها و الرقابة عليها، و تحديد أوجه استخدامها، و قد كانت وظيفة الإصدار النقدي أثناء العمل بقاعدة الذهب تستدعي أن يغطي البنك المركزي ما يصدره من نقود باحتياطيات الذهب الموجودة لديه بما نسبته 100 % من قيمة النقد المصدر، لكن بعد إلغاء هذه القاعدة ، أصبحت العملات الأجنبية القابلة للتحويل من ضمن الاحتياطيات التي تحتفظ بها البنوك المركزية بالإضافة إلى الذهب النقدي، و بذلك بدأت البنوك المركزية تحتفظ ضمن موجوداتها الأجنبية على كل من الذهب و العملات الأجنبية القابلة للتحويل ، و حقوق السحب الخاصة المصادق عليها من قبل صندوق النقد الدولي سنة 1969 .

و من الجدير بالذكر انه بالرغم من تخلي كافة الدول عن قاعدة الذهب، فان البنوك المركزية في الوقت الحاضر لا تزال تحتفظ بالذهب ضمن احتياطياتها الأجنبية للأغراض التالية:

- ✓ إمكانية بيع الذهب في الأسواق الدولية وقت الحاجة، و عند ارتفاع سعره.
- ✓ استخدامه كجزء من غطاء العملة المصدرة.
- ✓ إمكانية استعماله كضمان للاقتراض من العالم الخارجي.
- ✓ استخدامه للأغراض الصناعية.

أولاً- استعمال العملات الأجنبية كاحتياطي قانوني: إلى غاية الحرب العالمية الأولى، كان اللجوء إلى استعمال العملات الأجنبية كاحتياطي مباشر أو محدد مقابل الأوراق النقدية المصدرة قليل جداً، ثم خلال الثلاثينات من القرن الماضي أصبح التطبيق مكثف لأشكال قاعدة تبادل الذهب سائداً كوسيلة لاستقرار العملات و الاقتصاد في استعمال الذهب، و سمح للعملات بموجب القانون أن تدخل كجزء من الحد الأدنى للاحتياطي الواجب الاحتفاظ به من قبل البنوك المركزية، حيث في بعض البلدان حدد مبلغ العملات الأجنبية التي يمكن إدخالها في الاحتياطي القانوني بنسبة معينة من هذه الاحتياطيات يتراوح بين (0,10 - 0,50)، بينما تركت الحصص النسبية للذهب و العملات الأجنبية في بلدان أخرى إلى رؤية و قرار البنك المركزي.

و بغض النظر عن القاعدة النقدية المطبقة أخذت البنوك المركزية لأغلب البلدان، إما كتطور طبيعي في الائتمان و الرقابة على التحويل الخارجي أو كإجراء احتياطي، تمارس دوراً متزايد الأهمية في عمليات التحويل الخارجي، و تهدف إلى الاحتفاظ بأرصدة و استثمارات سائلة في مراكز كانت لبلداتها علاقات تجارية أو مالية مهمة و مصدر لموجوداتها الأجنبية، بالإضافة إلى كونها مصدر

دخل، ووظائف استيعاب الصدمات أو الهزات التي تعرضت لها عملاتها أو مخزونها احتياطيا يلجا إليه عند الحاجة، و أن تعاملها بالعملات الأجنبية استخدمه أيضا كأحد الأساليب لتنظيم ظروف السوق النقدية¹.

ثانيا- أغراض احتياطيات الذهب و العملات الأجنبية : إن الغرض الواضح لاحتفاظ البنوك المركزية بالذهب و العملات الأجنبية هو امتلاك احتياطي من العملات الدولية تحت التصرف لمواجهة اختلالات موازين المدفوعات في أي وقت و المحافظة على القيمة الخارجية لعملتهم، و عليه فان وجود متطلبات الاحتياطي يعني بالضرورة أن على البنك المركزي الاحتفاظ بنوعين مختلفين من الاحتياطيات الأولى داخلي أو احتياطي محجوز (مقابل تداول النقد الاجنبي)، و الآخر خارجي أو احتياطي طليق (متاح بجرية للاستعمال الفعال كعملة دولية).

و بهدف تنظيم إصدار الأوراق النقدية و حماية قابلية تحويلها فرضت الحدود الدنيا للاحتياطيات بموجب القانون، ليس فقط من أجل المحافظة على الثقة في العملة داخليا و خارجيا، بل أيضا لوضع حد للتوسع في الائتمان، و سواء جرى النص على حد أدنى للاحتياطي بقانون أم لا فان عملة يتوفر لها احتياطي مهم من الذهب و الموجودات الأجنبية السائلة كوقاية ضد وضع غير ملائم في ميزان المدفوعات عي في وضع أقوى و أسلم من عملة لا ضمان لها سوى سندات أو أوراق مالية و سلف محلية.

و أخيرا يمكن القول أن وظيفة البنك المركزي كقيم على الاحتياطيات لبلد من العملات الدولية عبارة عن دور البنك المركزي في علاقته بالحكومة على النشاط الخارجي، حيث يحتفظ في خزائنه بأرصدة الحكومة من العملات الاجنبي، و يقوم بدفع التزاماتها لدى الدول الأخرى و تحصيل حقوقها لديها، و على ذلك يعتبر البنك المركزي عنصر عاما في أي صفقة تجارية أو مالية تعقدتها الحكومة مع حكومات أو مؤسسات الدول الأخرى، و يستمد البنك المركزي أهميته في هذا المجال من العلاقة التي اربطه بالبنوك المركزية الأخرى و بسوق المال العالمي².

المبحث الثاني: الاحتياطيات الدولية و السيولة بالعملة الصعبة

تبين الطبعة السادسة من دليل ميزان المدفوعات و وضع الاستثمار الدولي لصندوق النقد الدولي، أن الاحتياطيات ترتكز على مفهومين مترابطين هما الاحتياطيات الدولية و السيولة بالعملة الصعبة ، ففي حين تشير الاحتياطيات الدولية لأي بلد إلى الأصول الخارجية المتاحة ، و الموضوعة تحت تصرف السلطات النقدية، فان مفهوم السيولة بالعملة الصعبة (الدولية)، يغطي نطاقا أوسع من مفهوم الاحتياطيات الدولية.

المطلب الأول: مفهوم السيولة بالعملة الصعبة (الدولية) و أنواعها

هناك بعدان للسيولة بالعملة الصعبة (الدولية) حسب النموذج القياسي لبيانات الاحتياطيات لصندوق النقد الدولي هما ، موارد العملات الأجنبية المتاحة و التي يمكن الحصول عليها بسهولة ، و التدفقات الخارجة و الداخلة المحددة سلفا و الاحتمالية (قنوات التسرب الصافي).

¹ زكريا الدوري، يسرا السامرائي، مرجع سابق، ص ص : 52 – 53

² نفس المرجع، ص: 55

أولاً- مفهوم السيولة بالعملة الصعبة: يمكن تعريف السيولة الدولية على النحو التالي:

1. **التعريف الأول:** تشمل السيولة الدولية جميع الموارد المتاحة للسلطات النقدية للبلدان للتعامل مع عجز ميزان المدفوعات، تتراوح هذه السيولة بين الأصول المتاحة بسهولة والموارد التي لا تتاح إلا بعد مفاوضات مطولة. وتتخذ أشكالاً عديدة: احتياطيات الذهب واحتياطيات النقد الأجنبي؛ الأصول الأخرى التي يمكن تعبئتها عند الحاجة؛ تسهيلات صندوق النقد الدولي أو الاقتراض من مؤسسات دولية أخرى؛ ترتيبات مختلفة مع البنوك المركزية أو الحكومات الأجنبية للاقتراض. ومن الناحية التصورية، يتضمن العناصر التي لا تخضع للقياس الإحصائي، مثل قدرة البلد على الاقتراض في أسواق المال، وفي حالة مركز الاحتياطي، رغبة الدول الأخرى في تجميع أصول جديدة بعمالتها¹.
 2. **التعريف الثاني:** حسب القاموس الاقتصادي والاجتماعي تعرف على أنها "سيولة رسمية تتمثل في الاحتياطيات الدولية لدى البنوك المركزية، من أجل تسوية العجز في ميزان المدفوعات، و تحتوي على العملات الأجنبية، وحقوق السحب الخاصة لدى صندوق النقد الدولي، و الاحتياطيات من الذهب، و السيولة الخاصة ممثلة في العملات لدى البنوك التجارية و المؤسسات الاقتصادية².
 3. **التعريف الثالث:** تعرف على أنها وسائل الدفع الخاصة المتوفرة لدى البنوك المركزية من أجل تسوية أرصدة المبادلات الدولية، و تتكون من وسائل نقدية تسمى سيولة أولية (الذهب، عملات أجنبية، حقوق السحب على مستوى صندوق النقد الدولي)، ومن وسائل قرض تسمى سيولة ثانوية أو مشروطة (السحب المشروط الذي يفوق حصة الذهب لدى صندوق النقد الدولي، و حقوق السحب الخاصة³.
- مما سبق يمكن أن نستخلص أن السيولة الدولية هي حل الموارد المالية المتاحة لدى السلطات النقدية للبلد و التي تستطيع التصرف بها من أجل تغطية الاختلالات في موازين المدفوعات، و التسويات الدولية، و على هذا الأساس نجد أن السيولة الدولية تنطوي على مفهوم أوسع من الاحتياطيات الدولية من ثلاثة أوجه⁴:
- بينما تشير الأصول الاحتياطية للأصول الخارجية للسلطات النقدية، فان السيولة بالعملة الأجنبية تتصل بموارد النقد الاجنبي، و قنوات التسرب من تلك الموارد لدى السلطات النقدية و الحكومة المركزية، و يشار إليهما معا بعبارة "السلطات"، تمييزاً لهما عن استخدام تعبير "السلطات النقدية" على انفراد.
 - بينما تمثل الأصول الاحتياطية مطالبات السلطات النقدية على غير المقيمين، فان السيولة بالعملة الأجنبية تتعلق بمطالبات السلطات على المقيمين و غير المقيمين، و التزاماتها نحوهم بالعملة الأجنبية.
 - بينما يركز مفهوم الأصول الاحتياطية على إطار الميزانية العمومية، فان مفهوم السيولة يشمل تدفقات العملات الأجنبية الداخلة و الخارجة التي تتولد عن أنشطة السلطات داخل الميزانية العمومية و خارجها.

¹ International Monetary Fund, **Annual Report**, Washington, 1964 : pp 25, 26

² Dictionnaire d'économie et social, Edition Dounod, Paris, 1999 : p. 242

³ Maurice Denis, **Lexique de l'économie et de la gestion**, Edition labor, 1976 : p. 133

⁴ International Monetary Fund, **International reserves and foreign currency liquidity**, guidelines for a data template, Washington, 2013 : P. 4

و الجدول رقم (1-1) بين عناصر السيولة الدولية و استخداماتها المختلفة لكيان اقتصادي مفترض، حيث أنه لتحديد موقف السيولة نقوم بحساب رصيد السيولة الذي يعبر عن الفرق بين مجموع الموارد و مجموع الاستخدامات، فإذا كانت الموارد أكبر من الاستخدامات فان رصيد السيولة يكون موجب، و في حالة العكس أي الاستخدامات أكبر من الموارد فان رصيد السيولة يكون سالب.

الجدول رقم (1-1): عناصر السيولة الدولية و استخداماتها المختلفة لكيان اقتصادي مفترض

عناصر السيولة	احتمالات استخدامها
1- الأرصدة النقدية الحاضرة فعلا.	6- ديون و التزامات قصيرة الأجل.
2- موارد مالية قابلة التحقيق و الاستخدام.	7- التزامات مستحقة الأداء بمجرد الطلب.
3- موارد مالية يمكن الحصول عليها بمجرد الطلب.	8- مبالغ لازمة لتسوية مواد ضرورية.
4- موارد نقدية يمكن الحصول عليها في حالة بيعها دون خسارة.	9- مبالغ لازمة لتسوية مدفوعات لا يمكن تأجيلها.
5- موارد مالية يمكن اقتراضها بسرعة دون شرط	10- شراء سلع و خدمات بالكميات المعتادة.
مجموع الموارد (من 1 إلى 5)	11- زيادة شراء سلع و خدمات طبقا لمعدلات نمو معينة.
مجموع الاستخدامات (من 6 إلى 11)	
رصيد السيولة = الفرق بين مجموع الموارد و مجموع الاستخدامات	

المصدر: مواكبي سهيلة، محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر دراسة قياسية للفترة من 1990-2011 ، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، 2014 ، ص 12

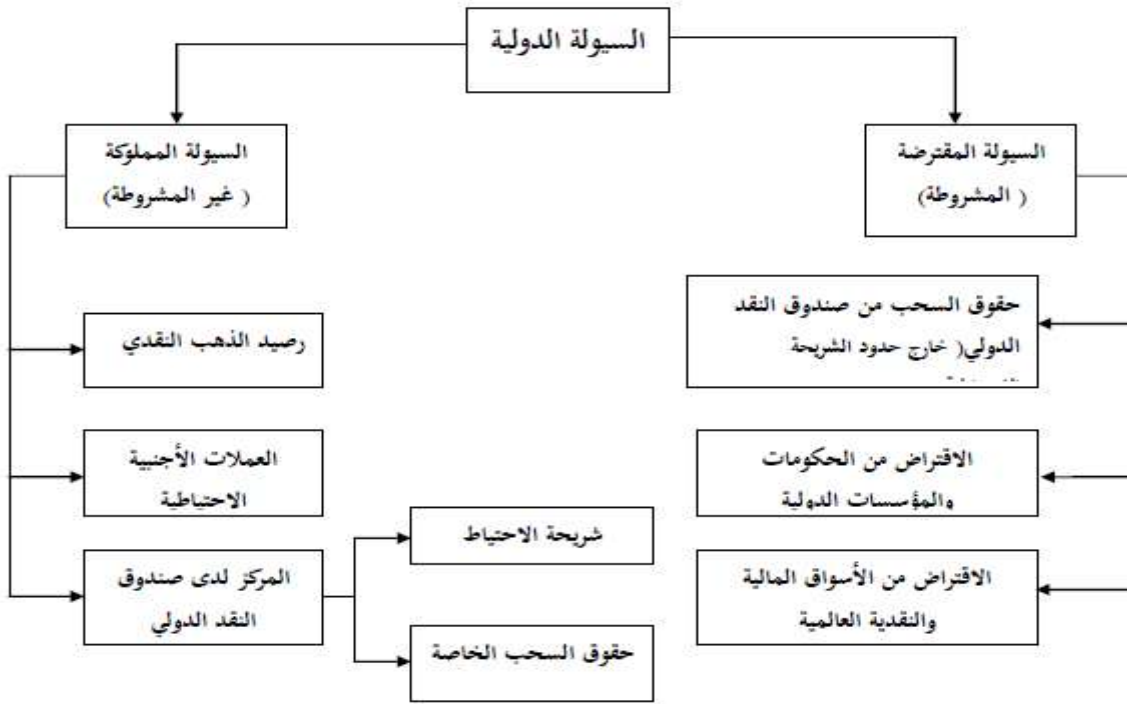
ثانيا- أنواع السيولة بالعملة الصعبة: حسب صندوق النقد الدولي فان هناك نوعين من السيولة الدولية تتمثل في ¹ :

1. السيولة الدولية المملوكة (غير المشروطة): وهي السيولة الحرة الموجودة تحت تصرف السلطات النقدية الرسمية في بلد ما، التي يمكن استخدامها بمحض إرادتها دون شرط، و تشمل في الأساس ما تملكه السلطة النقدية من عملات أجنبية قابلة للتحويل، و من رصيد الذهب ، و مجموع الموارد التي يحق للدولة سحبها بشكل تلقائي غير مشروط من صندوق النقد الدولي (حقوق السحب الخاصة و شريحة الاحتياطي)، و هي مرادفة لمصطلح الاحتياطات الدولية ، و تعتبر أفضل مؤشر لقياس موقف السيولة الدولية الخارجية للبلد.
2. السيولة الدولية غير المملوكة (المشروطة): تتمثل في كافة موارد التي يحصل عليها البلد عن طريق الاقتراض الخارجي، لها تاريخ استحقاق معين و يتحمل الاقتصاد تكلفة الحصول عليها، و تتمثل في معدل الفائدة على هذه القروض، و تشمل كذلك الموارد الممكن سحبها من صندوق النقد الدولي و لكن بشروط معينة.

¹ International Monetary Fund, Op.Cit., p.26

إن الفرق بين السيولة المشروطة و غير المشروطة، يتمثل في أن السيولة المشروطة لا تملكها السلطة النقدية ملكية مطلقة، إضافة إلى أنها تتحمل تكلفة في الحصول عليها، أما غير المشروطة فهي مملوكة للسلطة النقدية ملكية مطلقة، و لا تتحمل عليها فائدة (تكلفة)¹.

الشكل رقم (1-1) : أنواع السيولة الدولية



المصدر: مواكبي سهيلة، نفس المرجع ص 14

المطلب الثاني: مفهوم الاحتياطيات الدولية و الخصائص المرتبطة بها

لقد تعددت المفاهيم الخاصة بالاحتياطيات الدولية، و التي يمكن إبرازها فيما يلي :

أولاً- تعريف الاحتياطيات الدولية:

1. **التعريف الأول:** حسب الطبعة السادسة من دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي لصندوق النقد الدولي، فإن الاحتياطيات الدولية لأي بلد تشير إلى " الأصول الخارجية المتاحة تحت تصرف السلطات النقدية و الخاضعة لسيطرتها لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات، أو التدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف العملة، أو غير ذلك من الأغراض ذات الصلة (كالحفاظة على الثقة في العملة المحلية، و تشكيل أساس يستند إليه في الاقتراض الخارجي)²."

¹ عبد الرحمن يسري أحمد، الاقتصاد الدولي، دار الجامعات المصرية، دون سنة نشر، ص. 92

² صندوق النقد الدولي، الاحتياطيات الدولية و السيولة بالعملة الأجنبية : المبادئ التوجيهية لإعداد نموذج قياسي للبيانات، الطبعة العربية، 2003، ص 03

2. **التعريف الثاني:** حسب رمزي زكي " يجب أن تكون احتياطيات الصرف الاجنبي تحت تصرف السلطات النقدية، أو البنك المركزي لاستخدامها عند الضرورة، وبالسرعة المطلوبة و بالتالي يستبعد منها ما في حوزة الأفراد و البنوك من ذهب و عملات أجنبية "1.

من خلال ما تقدم يمكن القول أن احتياطيات الصرف الاجنبي هي مجموعة وسائل الدفع و التسوية المتاحة لدى السلطات النقدية لبلد ما، بهدف تغطية عجز ميزان المدفوعات تجاه الخارج، و تسوية أسعار صرف عملاتها، و احتياجات أخرى مثل الحفاظ على الثقة في العملة.

ثانيا- خصائص الاحتياطيات الدولية : تظهر خصائص الاحتياطيات الدولية فيما يلي:

1. **خاضعة للسيطرة الفعلية للسلطات النقدية:** وفقا لدليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي، تعرف السلطات النقدية على أنها تضم البنك المركزي (الذي يتضمن وحدات مؤسسية أخرى متضمنة في القطاع الفرعي للبنك المركزي مثل مجلس العملة)، و بعض العمليات التي تعزى في العادة إلى البنك المركزي و لكن تتولى تنفيذها مؤسسات حكومية أخرى، أو بنوك تجارية في بعض الأحيان، ومن بين هذه العمليات إصدار العملة و الاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية و إدارتها بما في ذلك الاحتياطيات الناتجة عن المعاملات مع صندوق النقد الدولي و تشغيل صناديق تثبيت أسعار الصرف².

كما سبق يمكن استخلاص أنه يتعين توافر جملة من المعطيات حتى يمكن احتساب الأصول ضمن الاحتياطيات الدولية كما يلي³ :

- ألا يكون بوسع كيان مقيم إجراء معاملات في تلك المطالبات مع غير المقيمين إلا بالشروط التي تحددها السلطات النقدية أو بموافقتها الصريحة.
- يحق للسلطات بمقتضى طلب منها استخدام هذه المطالبات المستحقة على غير المقيمين لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات، و غير ذلك من الأغراض ذات الصلة.
- أن يكون هناك قانون مسبق أو غير ذلك من الترتيبات التعاقدية الملزمة، مما يؤكد أن صفة الوكالة الممنوحة للكيان المقيم فعلية و صادقة النوايا.

2. **إتاحة الاستخدام :** لا بد أن تكون الأصول الاحتياطية متاحة بسهولة بصورة غير مشروطة إلى أقصى حد ممكن، ومن المبادئ التي يمكن أن توفر تفسيراً لمفهوم " متاحة للاستخدام"، و تشمل هذه المبادئ كل من⁴:

✓ **المشروطة:** تأخذ بعين الاعتبار الأصول المملوكة التي تتوفر على الفور كأصول في الشكل الأكثر غير المشروط كالأصول الاحتياطية، شريطة أن تستوفي المعايير الأخرى، ففي بعض الحالات تقوم السلطات النقدية بترتيب إقراض من الأصول إلى طرف ثالث، التي لن تكون متاحة للدائن حتى تاريخ استحقاق القرض، و قبل الاستحقاق هذه

¹ رمزي زكي، الاحتياطيات الدولية و الأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري، دار المستقبل العربي، القاهرة، 1994، ص 79 .

² صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي، الطبعة السادسة، واشنطن، 2009، ص : 112 .

³ بوكريد عبد القادر، متطلبات إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية - دراسة حالة بنك الجزائر - ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم اقتصادية، جامعة الشلف، 2016، ص 9 .

⁴ **Revision of BPM5 : Issue on International Reserves**, Eighteenth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics, Washington D.C., June 27-July 1 , 2005 , p 5 .

الأصول ليست متاحة بسهولة ولا ليتم تضمينها في الأصول الاحتياطية، و لا تكون الأصول المرهونة متاحة بسهولة في المعتاد، و ينبغي استبعاد هذه الأصول المرهونة المثقلة بالالتزامات.

✓ **جودة الأصول:** ينبغي أن تكون الأصول الاحتياطية عموما ذات جودة عالية حتى تكون متاحة بسهولة للسلطات لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات، و غير ذلك من الأغراض ذات الصلة في الظروف المعاكسة.

✓ **السيولة:** و يكون الأصل الاحتياطي سائلا، حيث يمكن شراؤه و بيعه و تصفيته بالنقد الاجنبي نقدا بالحد الأدنى من التكلفة و في اقل وقت ممكن، و بدون التأثير في قيمة الأصل حيث لا يوجد حد زمني، و لكن حتى يكون الأصل مؤهلا لاعتباره من الاحتياطيات، ينبغي أن يكون متاحا خلال فترة زمنية قصيرة نظرا لسرعة نشوء الحاجة إلى النقد الاجنبي في الظروف المعاكسة، حسبما يتضح من التجارب، و المقصود بالأصول السائلة تلك الأصول التي يمكن شراؤها و بيعها و تصفيته بأقل تكلفة و خلال أقصر وقت دون تأثير ذا أهمية على قيمة الأصل، و يشمل هذا المفهوم الأصول غير القابلة للتداول، مثل الودائع تحت الطلب، و الأصول القابلة للتداول، كالأوراق المالية التي تتوفر لتسويقها بائعون و مشتررون مستعدون لذلك و راغبون فيه.

✓ **الأصول بالعملة الأجنبية:** إن الأصول بالعملة الأجنبية فقط هي فقط هي المؤهلة كأصول احتياطية، و العملة الأجنبية غير القابلة للتحويل لن يتم تضمينها كاحتياطي، لا بد أن تكون الأصول الاحتياطية مقومة و تتم تسويتها بالعملة الأجنبية، نظرا لان الغرض منها يتمثل في تلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات و دعم أسعار الصرف، و إضافة إلى ذلك تكون الأصول الاحتياطية سائلة، لا بد أن تكون مقومة و تتم تسويتها بعملات أجنبية قابلة للتحويل، أي عملات قابلة للاستخدام بحرية في تسويات المعاملات الدولية.

المطلب الثالث: تصنيفات الاحتياطيات الدولية و دوافع حيازتها

هناك العديد من المعايير لتصنيف الاحتياطيات الدولية، و كذلك دوافع أو أسباب حيازتها نوردتها فيما يلي :

أولا- تصنيفات الاحتياطيات الدولية: تصنف احتياطيات الصرف الاجنبي على النحو التالي¹ :

1. **الاحتياطيات الدولية الاسمية الإجمالية:** تمثل إجمالي ما تملكه الدولة من أصول العملات الأجنبية، و الشريحة الاحتياطية لدى صندوق النقد الدولي، و حقوق السحب الخاصة، إضافة إلى حيازة الذهب.
2. **الاحتياطيات الدولية الاسمية الصافية:** و هي عبارة عن إجمالي احتياطيات الصرف الاجنبي الاسمية مطروحا منها الديون قصيرة الأجل بالعملات الأجنبية.
3. **الاحتياطيات الدولية الحقيقية:** تعبر عن إجمالي احتياطيات الصرف الاجنبي الاسمية، ناقص التضخم في قيمة هذه الاحتياطيات، أي إزالة التشوهات السعرية عن طريق احتياطيات الصرف الاجنبي الاسمية، و يعبر هذا المؤشر عن القدرة الحقيقية الدولية لهذا المخزون من الاحتياطيات.

¹ Ali A. Bolbol and ayten m. fatheldin, **Analysis of foreign reserves in the Arab countries (1980-2002)**, Aarab Monetary Fund Economic Papers, Number 10, Abu Dhabi, January, 2005, p 39.

4. الاحتياطيات الدولية الحقيقية الصافية: نحصل على هذا المؤشر بإزالة التشوهات السعرية عن احتياطيات الصرف الاسمية الصافية، و يعبر هذا المؤشر عن الملاءة الدولية للبلد.

ثانيا- دوافع حيازة الاحتياطيات الدولية: هناك العديد من الدوافع لحيازة احتياطيات الصرف الاجنبي نوجزها فيما يلي :

- تمثل الاحتياطيات الدولية خط الدفاع الأول عن قيمة العملة المحلية، خاصة في ظل انتهاج أحد أشكال سياسة سعر الصرف الثابت، حيث تستخدمها الحكومات في التدخل أسواق الصرف الاجنبي من حين لآخر لضمان استقرار سعر صرف عملتها عند مستوى محدد مسبقا، و كذلك لتمويل الاختلالات المحتملة في الحساب الجاري لميزان المدفوعات مع العجز الخارجي حال حدوثها¹.
- التدخل في أسواق الصرف و ذلك من أجل دعم سياسة سعر الصرف، سواء بهدف الحصول على سعر صرف مستقر أو المحافظة على قيمة العملة²، و لذلك تمتلك جميع الدول احتياطيات دولية بعملة أجنبية مختلفة، و يفضل الخبراء تنوع هذه العملات ما بين العملات الرئيسية المتمثلة في الدولار الأمريكي، اليورو، الجنيه الإسترليني، و الين الياباني... الخ، و ذلك بهدف التحوط ضد خسائر تقلبات أسعار الصرف.
- إدارة السياسات النقدية من قبل البنك المركزي، حيث يتيح امتلاك البنك المركزي لاحتياطي الصرف الاجنبي ادارة السياسات النقدية، إذ يحتاج في كثير من الأحيان إلى حجم كبير من العملات الأجنبية بيعة و شراء من خلال عمليات السوق المفتوحة، و إدارة غطاء النقد و استثمار موجوداته من العملات الأجنبية لدى البنوك المراسلة في الخارج، و توفير العملات الأجنبية للبنوك التجارية من أجل الوفاء بالتزاماتها تجاه مختلف المتعاملين و عليه فالاحتياطيات هي مصدر للسيولة.
- تكوين مخزون وقائي لحماية الاقتصاد ضد الطوارئ المستقبلية، و بهذا الشكل تكون الاحتياطيات الدولية بمثابة صمام أمان يحتفظ به، أو يتم اللجوء إليه عند الضرورة لكي تحمي الدولة نفسها من آثار الصدمات الخارجية التي تتعرض لها.
- من خلال امتلاك السلطات النقدية لاحتياطي الصرف الاجنبي، تسعى إلى تعويض تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطيات، و يتم ذلك من خلال إدارة هذه الاحتياطيات و المحافظة عليها من التآكل و توظيف جزء منها.
- تأمين واردات البلد من سلع و خدمات، من خلال مواجهة موجة الزيادة المتوقعة في الواردات، و ترايد العجز في الميزان التجاري بعد تحرير التجارة الخارجية.

¹ محمدي الطيب أحمد، إدارة احتياطي الصرف الاجنبي في الجزائر(الواقع و المتطلبات)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، جامعة الشلف، 2008 ، ص 8

² عبد المجيد قدي، مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية و تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003 ، ص 135 .

المبحث الثالث: مكونات احتياطيات الصرف الاجنبي

تتكون الاحتياطيات الدولية حسب آخر دليل لميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي الصادر عن صندوق النقد الدولي، من الذهب النقدي، و شريحة الاحتياطي، و حقوق السحب الخاصة، و العملات الأجنبية.

المطلب الأول: الاحتياطيات من الذهب النقدي

لا تزال أمريكا تحتل المركز الأول على مستوى العالم في احتياطي الذهب بـ 8133 طنا، ويشير مجلس الذهب العالمي إلى ارتفاع إجمالي المعروض العالمي من الذهب بنسبة طفيفة ليصل إلى 1063.5 طنا خلال الربع الأول من العام 2018، فيما بلغ إنتاج المناجم 770 طنا، وتراجع الطلب الاستثماري على المعدن النفيس بنسبة 27% إلى نحو 287 طنا.

أولاً- تعريف الذهب النقدي: يمكن تعريف الذهب النقدي كما يلي:

1. **التعريف الأول:** يعرفه صندوق النقد الدولي بأنه " أصل مالي لا تقابله خصوم مالية، و يقتصر الذهب النقدي على حيازات الذهب التي تمثل جزء من الاحتياطيات الرسمية لدى البنك المركزي، أو الحكومة أو لدى أطراف أخرى تحت السيطرة الفعلية للبنك المركزي"¹.
2. **التعريف الثاني:** هو أصل حقيقي يمثل قدرة شرائية معترف بها من طرف جميع الاقتصاديات، مهما اختلفت أنماط تنظيمها و التشريعات المعمول بها، و يقوم حائزو هذا الذهب بالتنازل عنه لصالح البنك المركزي فيصبح ملكا له أو أصلا من أصوله، و يعطي مقابل ذلك نقودا قانونية إلى هذه الجهة، فنقول حينئذ أن البنك المركزي قد قام بتقييد هذا الأصل، أي أصدر مقابل الحصول عليه نقودا قانونية².
3. **التعريف الثالث:** حسب دليل الحسابات القومية الصادر عن هيئة الأمم المتحدة سنة 1993 فان الذهب النقدي يعرف على " أنه الذهب المملوك من قبل السلطات النقدية و يخضع لسيطرتها و يعتبر أصلا من أصولها و معلوما من احتياطياتها الأجنبية، و يعامل جميع الذهب المحتفظ به من قبل المؤسسات المالية عدا البنك المركزي باعتباره سلعة أو مخزون أو سلعة ثمينة³.

مما سبق يمكن القول أن الذهب الموجود خارج البنوك المركزية و الذي تزداد كميته بازدياد الإنتاج، و لا تخضع أسعاره لأي ضابط بل وفقا لتقواعد السوق يسمى الذهب غير النقدي، أو الذهب الصناعي، أو الذهب التجاري و الذي لا يعد ضمن احتياطيات الذهب النقدي، إذ يعتبر سلعة تجارية حيث معالجته في بنود الميزان التجاري.

¹ صندوق النقد الدولي، دليل الإحصاءات النقدية المالية، واشنطن، و م الأمريكية، 2000، ص 26.

² لطرش الطاهر، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة السادسة، 2007، ص 40.

³ مواكبي سهيلة، محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر دراسة قياسية للفترة من 1990-2011، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، 2014، ص 29.

ثانياً- دوافع حيازة الذهب النقدي: يوجد العديد من الدوافع و الأسباب لاحتفاظ البنوك المركزية بالذهب نوجزها فيما يلي¹:

1. التنوع في الاحتياطيات: إن أسعار العملات تخضع لتصريحات محافظي البنوك و أصحاب القرارات السياسية و الاقتصادية، أما أسعار الذهب فتخضع لقوى السوق أي الطلب و العرض، و لهذا يلجأ للذهب في تكوين الاحتياطيات لتخفيض المخاطر و تنوع محفظة الاحتياطيات.
2. الأمن الاقتصادي: لأن للذهب قوة شرائية حقيقية في المدى الطويل، فهو في منأى عن التضخم عكس العملات التي تفقد قيمتها بمرور الزمن.
3. الأمن المادي: إن الذهب بمنأى عن التجميد من قبل الدول و الحكومات، بخلاف الأصول المالية الأخرى.
4. التأمين: يمكن استخدام الذهب كضمان للاقتراض، لأنه يعتبر ملاذاً آمناً و ممتاز، له سيولة هامة كما أنه مقبول دولياً، و يستخدم أوقات الأزمات و الحروب و الطوارئ.
5. الثقة: امتلاك الذهب من طرف السلطات النقدية يعطي الثقة و الأمان للأفراد، كما أن وكالات التصنيف الائتماني تعتبره كمؤشر على الملاءة الائتمانية للبلد.
6. مصدر للدخل: هناك من يعتبر أن الذهب أصل غير مدر للدخل، و لكن بخلاف ذلك يتم إقراض الذهب في أسواق الذهب، و يمكن المتاجرة به لتوليد أرباح.

و نلاحظ في الجدول التالي مقدار الطلب العالمي على الذهب حسب الفئات :

الجدول رقم (1-2) : الطلب على الذهب حسب الفئات خلال الفترة (2010 - 2017)

الوحدة : بالطن

السنوات	2010	2011	2012	2013
المجوهرات	2055.1	2098.1	2144.8	2710.1
التكنولوجيا	460.5	428.6	381.3	355.9
الاستثمار	1633.8	1734.1	1617.2	817.3
بنوك مركزية	79.2	480.8	569.3	623.8
السنوات	2014	2015	2016	2017
المجوهرات	2510.4	2426.3	2065.8	2194.1
التكنولوجيا	348.7	320	323.4	333.1
الاستثمار	881	965	1618.2	1249.7
بنوك مركزية	583.9	576.5	389.8	374.8

المصدر : <https://www.gold.org/goldhub/data/demand-and-supply> , consulté le 19/06/2018

¹ Why Central Banks Hold Gold, World Gold Council, London, 2008, P 02.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (1-2) أن الطلب على الذهب النقدي من طرف البنوك المركزية سجل أعلى قيمة له سنة 2013 بمقدار 623.8 طن، في حين سجلت أدنى قيمة سنة 2010 بما مقداره 79.2 طن، و هذا على الرغم من ارتفاع الطلب على الذهب بالنسبة للفئات الأخرى ، فعلى سبيل المثال نجد أن الطلب على الذهب بغرض الاستثمار قد الذي سجل سنة 2017 أعلى قيمة له بوزن 1249.7 طن.

ثالثا- الجدل حول اعتبار الذهب النقدي كأصل من الاحتياطيات الدولية: لا تزال السلطات النقدية ممثلة في البنوك المركزية تواصل حيازة الذهب باعتباره احد مكونات احتياطياتها الدولية، و بالرغم من ذلك فهناك من برفض اعتبار الذهب ضمن الاحتياطيات الدولية و ذلك لاعتبارات نوجزها فيما يلي¹:

- ✓ أن الاحتفاظ به لا يدر أي عائد بل العكس قد يتطلب الحفاظ عليه تكلفة ربما تكون مرتفعة.
- ✓ أنه لا يمكن استخدامه مباشرة في دعم سعر صرف العملة.
- ✓ صعوبة تقييمه بسعر ثابت بسبب تقلب أسعاره العالمية، و التي تخضع للعرض و الطلب عليه في السوق.

لكن و بالرغم من ذلك فهناك كذلك من يدافع على استمرار اعتبار الذهب كأصل احتياطي كونه يعتبر ملاذا آمنا و تمتعه بمزايا لا توجد في أصل آخر و التي من بينها:

- أن تقلبات أسعار الذهب التي رفض من أجلها أن يكون أصلا احتياطيا، لا يقتصر فقط على الذهب بل تشمل جميع العملات الاحتياطية الأخرى.
- ارتفاع سعر الذهب نتيجة التضخم، مما يعني أنه على الرغم من أن الاحتفاظ به لا يدر أي عائد، إلا أنه يحتفظ بقيمته لمواجهة آثار التضخم، أي يعتبر كأداة للتحوط من التضخم.
- عمق سوق الذهب و سيولتها و خلوه من المخاطر الائتمانية، تجعل هذا المعدن من أكثر الأصول جذبا للبنوك المركزية مقارنة بالبدائل الأخرى.
- إن قيمة الذهب تتحدد من خلال العرض و الطلب في أسواق الذهب العالمية، في حين العملات و الأوراق المالية الحكومية تعتمد على وعود الحكومة و التغيرات في السياسات النقدية للبنوك المركزية².

¹ رمزي زكي، الاحتياطيات الدولية و الأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري، مرجع سابق، ص 261 .

² Jitt leyland, **the evolution in central bank attitudes tomard gold**, world gold council, april 2010 , p 10.

الجدول رقم (1-3): الحيازة الرسمية لاحتياطيات الذهب النقدي (بالكمية و القيم) خلال الفترة (2000-2017)

(الوحدة (طن ، مليون وحدة سحب خاصة)

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	السنة
الدول المتقدمة :									
703.3	712	728.6	739.7	756.6	770.3	769.8	783.5	796.5	الذهب بالكميات
397.1	375.7	307.9	265.5	213.4	216.3	194.1	172.4	167.8	قيمتها السوقية
الدول النامية :									
145	140.6	139.1	139.3	141	144.3	160.7	159.2	155.6	الذهب بالكميات
81.9	74.2	58.8	50	39.8	40.5	40.5	35	32.8	قيمتها السوقية
السنة									
2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	
الدول المتقدمة :									
706.2	706.3	706.6	706.8	706.9	706.4	705.6	704.5	704.7	الذهب بالكميات
642.9	602.1	540.5	588.4	525.9	764.8	703.7	643	488.9	قيمتها السوقية
الدول النامية :									
267.6	253.8	251	222.8	214.5	203.8	190.5	179.3	173.8	الذهب بالكميات
240.3	213.7	189.6	182.6	165	216.1	185.9	160.1	118.2	قيمتها السوقية

المصدر: التقارير السنوية لصندوق النقد الدولي

نلاحظ من خلال الجدول رقم (1-3) الدول المتقدمة احتياطيات الذهب النقدي حيث سجلت أعلى حيازة سنة 2000 بـ 796.5 طن وقيمة سوقية قدرت بـ 167.8 مليون وحدة سحب خاصة ، ثم أخذت في التناقص إلى أن وصلت إلى أدناها سنة 2008 بـ 703.3 بقيمة سوقية تقدر بـ 397.1 مليون وحدة سحب خاصة، و بالرغم من التراجع في حيازة الذهب النقدي إلا أن قيمتها السوقية ارتفعت في أسواق التسعير بلندن. أما بالنسبة للدول النامية فقد كانت أعلى نسبة حيازة من الذهب النقدي سنة 2017 بـ 37.89 % مقارنة بحيازة الدول النامية في نفس السنة. و كذلك ثبات مستوى المخزون من احتياطيات الذهب النقدي بالنسبة للدول المتقدمة ابتداء من سنة 2012 في حدود 706 طن، في حين نلاحظ ارتفاع متزايد في مخزون الذهب النقدي بالنسبة للدول النامية فقد انتقل من 203.8 طن إلى 267.6 طن بنسبة زيادة 31.40 % إلا انها لم تتجاوز الحيازة من الذهب النقدي ما نسبته 38 % مقارنة بالدول المتقدمة.

المطلب الثاني: الاحتياطي من العملات الأجنبية (العملات الارتكازية)

مع انهيار نظام قاعدة الذهب الذي كان يشكل المصدر الرئيسي لاحتياطيات الصرف الاجنبي، و نظرا لتطور النظم النقدية و تشابك العلاقات الاقتصادية، و ظهور ما يسمى بمشكلة السيولة الدولية، تم إدراج بعض العملات الأجنبية و على رأسها الدولار الأمريكي باعتباره عملة ارتكازية في مكونات الاحتياطيات الدولية و ذلك نتيجة للعوامل التالية¹:

✓ استخدام العملات الأجنبية للحفاظ على القيمة الخارجية للعملة الوطنية.

¹ هيل عجمي جميل الجنابي- رمزي ياسين يسع أرسلان، النقود و المصارف و النظرية النقدية، الطبعة الأولى، دار وائل، 2009، ص 190 .

- ✓ توفير مرونة أكبر في إصدار النقود.
- ✓ رغبة الدول التي تملك احتياطيات ذهبية كافية في تكوين احتياطيات ملائمة من العملات الأجنبية لمواجهة العجز في ميزان المدفوعات.
- ✓ الاقتصاد في استخدام الذهب في تسوية المدفوعات الدولية.

إن ما يترتب على عمليات التجارة الدولية و العلاقات الاقتصادية بين الدول من تسوية للمعاملات المالية ممثلة في دفع قيم الواردات من سلع و خدمات، و تسديد للفوائد المترتبة عن القروض و الأصول المالية، و الوفاء بمختلف الالتزامات، أظهر مدى أهمية و الحاجة إلى عملات ارتكازية قوية و مقبولة من كل دول العالم سميت فيما بعد بالعملات الأجنبية أو العملات الصعبة.

أولاً- مفهوم العملات الأجنبية (العملات الصعبة) : يمكن تعريف العملات الأجنبية كما يلي :

1. **التعريف الأول:** العملة القابلة للتحويل هي أية عملة يمكن التعامل بها في الأسواق المالية العالمية، و يمكن تحويلها بحرية و بأسعار تتفق مع أحكام اتفاقية صندوق النقد الدولي¹. و تشمل كافة أنواع النقد الاجنبي الذي يتمتع بصفة القبول العام في تسوية المعاملات الدولية، و يقبله الدائنون و المدينون في تسوية علاقاتهم الدائنية و المديونية بينهم².
2. **التعريف الثاني:** هي موجودات الدولة من عملات الدول الأخرى، و التي تشمل أوراق النقد الاجنبي و الودائع تحت الطلب بالعملات الأجنبية و السندات الحكومية و الذهب و حقوق السحب الخاصة³.
3. **التعريف الثالث:** العملة الأجنبية القابلة للتحويل عي عملات مثل باقي العملات الأجنبية الوطنية، أي تقوم بنفس الوظائف الأساسية للعملات على مستوى الاقتصاد المحلي، فالعملة الارتكازية (الدولار الأمريكي، الاورو، الين)، تتميز عن العملات الأخرى بأنها تتمتع بالقبول العام خارج حدود دولتها و يقبلها الدائنون و المدينون في تسوية علاقاتهما الدائنية و المديونية بينهم، كذلك تستخدم بشكل رئيسي في تسعير المنتجات و السلع و المواد الأولية دولياً، كما هو قائم بالنسبة لتسعير البترول و الحديد و الذهب و المنتجات الفلاحية (القهوة، الحبوب،) و غيرها من المنتجات و المواد التي يكثر الطلب عليها و تداولها عالمياً⁴.

مما سبق يمكن القول أن عملات الاحتياطي (العملات الصعبة)، هي العملات الوطنية القوية القابلة للتحويل، و شائعة الاستخدام في تسوية المدفوعات الدولية، و مصطلح "الصعبة" له عدة دلالات أهمها⁵:

- من الصعب على البلد تكوين أرصدة (احتياطيات) من هذه العملات على مستوى بنكها المركزي.
- الطلب الدولي عليها كبير.
- يعالج بها الخلل في التوازنات الكلية.
- تستخدم في الإقراض الخارجي و تسديد الديون.
- تستعمل لتسوية المبادلات الخارجية.

¹ رمزي زكي، مرجع سابق، ص 261 .

² القرويني شاكر، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، 1992، ص 129 .

³ موسى سعيد مطر، شقري نوري موسى، ياسر المومني، التمويل الدولي، دار الصفاء، عمان الطبعة الأولى، 2008، ص 29 .

⁴ مجدي محمود شهاب، الوحدة النقدية الأوروبية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1998، ص 54 .

⁵ مجدي الطيب أحمد، مرجع سابق، ص 30 .

- تدخل في تركيبة حقوق السحب الخاصة.
- تتداول بحجم كبير في أسواق الصرف الاجنبي و المراكز المالية الكبرى.
- اقتصاديات بلدانها ضخمة و كبيرة الحجم، و معدلات النمو فيها مرتفعة مما يدل على ارتفاع نسبة صادراتها ، و هذا مؤشر على الطلب على العملة.

ثانيا- شروط عملات الاحتياطي: حتى تستوفي العملة دور الاحتياطي الدولي و تستخدم في كأداة للتسويات و الدفع الدولي لابد من توافر الشروط التالية¹:

- ✓ أن تكون العملة محلا للعرض و الطلب في الأسواق المالية و النقدية الدولية.
- ✓ أن تكون أسعار صرف العملة مستقرة مقارنة بالعملات الأخرى، و أن تتمتع بقدر كبير من الثبات و الاستقرار.
- ✓ أن تكون العملة صادرة من دولة لها مكانتها في التجارة الدولية.
- ✓ أن يوجد لدى الدولة المصدرة للعملة جهاز مصرفي كبير و كفؤ و ذو خبرة في تسوية المعاملات الدولية.
- ✓ عملة الدفع في تجارة النفط و تقييم الذهب.
- ✓ عملة التدخل للمحافظة على أسعار العملات الأخرى.

كما و يحدد سكانل (Scannell) أربعة شروط للعملة الصعبة حتى تكتسب صفة عملة الاحتياطيات الدولية²:

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

إن توفر هذه الشروط في عملة أية دولة، فان تلك العملة سوف تكتسب صفة القبول العام على المستوى العالمي، و دور النقد الدولي ، مما يجعل كافة الدول تسعى و تنهاتف على اقتنائها و الاحتفاظ بها ، و تراكمها لتكوين احتياطيات دولية.

¹ تافلاس جورج، الاستخدام الدولي للدولار الأمريكي و الأورو، مجلة التمويل و التنمية، جوان 1998 ن ص 43.

² رمزي زكي، مرجع سابق، ص 74 .

ثالثاً- هيكل عملات الاحتياطي: يوجد العديد من العملات التي لها صفة القابلية للتحويل، حيث يتوجب على الدول تحديد المزيج الملائم من هذه العملات، و الاحتفاظ بها من أجل مواجهة التزاماتها الدولية، و استثمار الفوائض منها في السندات و بقية الأدوات المالية الدولية ذات العائد المجدي و مع ذلك نجد أن تركيبة أو هيكل عملات احتياطيات الصرف الاجنبي تتسم بسيطرة عملة أو عملتين على بقية العملات الأخرى كما هو مبين في الجدول رقم (1-3)

الجدول رقم (1-4) : حصة العملات الأجنبية المكونة للاحتياطيات الدولية خلال الفترة (2000-2017)

الوحدة (%)

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
الدولار	71.1	71.5	67.1	65.9	65.5	66.5	65	63.9	63.8
الين	6.1	5	4.4	3.9	4.3	4	3.5	3.2	3.5
الجنيه الإسترليني	2.8	2.7	2.8	3.4	3.5	3.7	4.5	4.8	4.2
الفرنك السويسري	0.3	0.3	0.4	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1
اليورو	18.3	19.2	23.8	25.2	24.7	23.9	25	26.1	26.2
باقي العملات	1.5	1.3	1.6	2	1.9	1.7	1.8	1.8	2.2
السنة	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الدولار	62.1	62.1	62.6	61.5	61.2	65.1	65.7	65.3	62.7
الين	2.9	3.7	3.6	4.1	3.8	3.5	3.8	4	4.9
الجنيه الإسترليني	4.2	3.9	3.8	4	4	3.7	4.7	4.3	4.5
الفرنك السويسري	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2
اليورو	27.7	25.7	24.4	24.1	24.2	21.2	19.1	19.1	20.1
باقي العملات	3	4.4	5.5	3.3	2.8	2.8	2.9	2.4	2.5

المصدر: التقارير السنوية لصندوق النقد الدولي

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن تركيبة هيكل العملات المكونة لاحتياطيات الصرف الاجنبي قد شهدت تغير ملحوظ خلال الفترة من 2000 إلى غاية 2017 فنجد أن:

- حصة الدولار قد بلغت ذروتها سنة 2001 بما نسبته 71.5 % في حين سجل ادني نسبة له سنة 2013 بـ 61.2 % ، غير أن هذا التراجع لم يؤثر على سيطرته على بقية عملات الاحتياطي العالمية.
- تباين حصة اليورو بين الزيادة و النقصان فنجد أن أعلى نسبة سجلت كانت سنة 2009 بنسبة 27.7 % ، أما أدنى نسبة سجلت فقد كانت سنة 2000 بـ 18.3 % .
- ارتفاع حصة الجنيه الإسترليني من 2.7 % سنة 2001 ، إلى 4.8 % سنة 2007.

- أما بقية العملات الأخرى بما فيها الين الياباني و الفرنك السويسري فلم تتجاوز حصتها من عملات الاحتياطي على أكثر تقدير 6.1 % كأعلى نسبة مسجلة سنة 2000 ، في حين سجلت باقي العملات ما نسبته 5.5 % سنة 2011.

و منه نجد أن كل من عمليتي الدولار و اليورو تسيطران على عملات الاحتياطي الدولية بمتوسط قدره 64.92 % بالنسبة لعملة الدولار و 23.22 % بالنسبة لعملة اليورو.

المطلب الثالث: حقوق السحب الخاصة (SDR)

إن التوسع الكبير الذي عرفته المبادلات الدولية أدى إلى عدم قدرة السيولة الدولية على مواكبة هذا التوسع مما أعاق في أغلب الأحيان الوفاء بالالتزامات الدولية مما أثر سلبا على نمو التجارة العالمية، فتم الاتفاق سنة 1967 بين عشرة دول على إنشاء أصل احتياطي برعاية صندوق النقد الدولي حيث يستخدم من طرف الدول الأعضاء ، كوسيلة للمدفوعات و الاحتياطيات الدولية.

أولاً- مفهوم حقوق السحب الخاصة: يمكن تعريف تعريفها كما يلي:

1. **التعريف الأول:** حسب دليل الإحصاءات النقدية و المالية الصادر عن صندوق النقد الدولي لسنة 2000 ، تعرف حقوق السحب الخاصة على أنها " أصول احتياطية أنشأها صندوق النقد الدولي، و يخصصها لأعضائه لاستكمال الاحتياطيات الرسمية الموجودة، و تقتصر حيازة حقوق السحب الخاصة على السلطات النقدية الأعضاء في صندوق النقد الدولي، و عدد محدود من المؤسسات المالية الدولية المصرح لها بالحيازة، و تمثل حيازات حقوق السحب الخاصة حقوقا غير مشروطة في الحصول على النقد الاجنبي أو أصولا احتياطية أخرى من أعضاء الصندوق الآخرين¹.
2. **التعريف الثاني:** هي عبارة عن نقد دولي يستخدم كوسيلة جديدة لدعم أصول السيولة الدولية التقليدية ، كالذهب و الدولار و احتياطيات العملة الأجنبية القابلة للتحويل².
3. **التعريف الثالث:** هي قيود يجريها صندوق النقد الدولي لاستخدامها في تسوية المدفوعات الدولية، و تستمد هذه الحقوق القانونية بمجرد التزام الأعضاء على مستوى الصندوق بان يقبلها في أي وقت، و من أي دولة في حدود قيمة إجمالية محددة³.

إذا وحدة حقوق السحب الخاصة هي عملة حسابية دولية و أداة دفع تستخدم في المعاملات بين الصندوق و البلدان الأعضاء، ليس لها وجود مادي كالعملات التي تصدرها البنوك المركزية، بل عبارة عن قيود محاسبية في حسابات الصندوق و حسابات البنوك المركزية للدول الأعضاء، في شكل بنود مدرجو في الأصول (موجودات SDR)، و في الخصوم (مخصصات SDR)، و هي ليست حقوق سحب عادية تقدم في شكل قروض بل تمكن ممتلكيها من الاستفادة من عملات دولية، ليس من موارد الصندوق و إنما من الأعضاء أصحاب الفوائض في موازين المدفوعات، كما تتميز عن غيرها من الاحتياطيات بكونها تنشأ إداريا و لا تستند إلى عجز ميزان مدفوعات الدولة.

¹ صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي، مرجع سابق، ص 86.

² بن شهرة مدني، سياسة الاقتصاد الجزائرية المؤسسات المالية الدولية، جامعة تيارت، الجزائر، 2008 ، ص 61 .

³ شهاب مجدي محمد، أسس العلاقات الاقتصادية الدولية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ص 183 .

يمكن استعمال حقوق السحب الخاصة في تسوية عجز ميزان المدفوعات بشكل نهائي، بحيث تنوب عن الذهب في تداولها فما بين البنوك المركزية، و بين هذه الأخيرة و صندوق النقد الدولي، كما يمكن تحويل جزء منها أو كلها إلى عملات قابلة للتحويل، كما يمكن استخدامها في العمليات التي تتم بموجب التسهيل التمويلي المعزز للتصحيح الهيكلي.

ثانيا- عوامل إدراج حقوق السحب الخاصة كأصل احتياطي: هناك عدة عوامل ساهمت في إدراج حقوق السحب الخاصة ضمن مكونات احتياطيات الصرف الاجنبي و التي من ضمنها¹:

- ✓ قبول صندوق النقد الدولي بأن يتم دفع الشريحة الذهبية (25 % من الحصص)، بواسطة حقوق السحب الخاصة كبديل للذهب، لهذا فان هناك من يطلق على حقوق السحب الخاصة بالأوراق الذهبية.
- ✓ أعطى الصندوق للمصارف المركزية للدول الأعضاء مطلق الحرية في صرف حقوق السحب الخاصة، مقابل عملات دولية قابلة للتحويل بدون تدخل الصندوق، حيث أصبح بالإمكان إقراض حقوق السحب الخاصة، أو الاحتفاظ بها كضمانات للقروض لدى المصارف المركزية أو الحكومات، إضافة إلى إمكانية استخدامها في عمليات المقايضة، أو العمليات المستقلة الأخرى، كل هذه العوامل جعلت من حقوق السحب الخاصة أكثر قبولا كبديل و مكمل للأصول و الاحتياطيات الدولية التقليدية الأخرى.
- ✓ إن الدول المصدرة للنفط و التي كانت تحتفظ باحتياطيات نقدية، متكونة من عملات دولية مختلفة خاضعة للتقلبات باستمرار، يمكنها الاحتفاظ بحقوق السحب الخاصة التي لا تخضع للتقلبات أو المضاربات لأنها تحت رقابة دولية، مما يقلل من المخاطر التي قد تتعرض لها الاستثمارات النقدية للبلد في الخارج، علما بأن الاحتفاظ بحقوق السحب الخاصة ستزيد من تأثير الدول النفطية على سياسات الصندوق، كما حدث بالفعل بالنسبة للسعودية باعتبارها ثاني أكبر دولة دائنة للصندوق، و التي حصلت على كرسي دائم في المجلس التنفيذي للصندوق.
- ✓ سمح الصندوق لعدد من المنظمات الرسمية بجائزة حقوق السحب الخاصة، و بلغ عدد هذه المنظمات في نهاية أفريل 1989 أكثر من 17 منظمة، و يطلع على هذه المنظمات أصحاب الحقوق المكتسبة، علما بأن الصندوق لا يستطيع تكوين حقوق سحب خاصة لنفسه أو لمنظمات أخرى.
- ✓ إضافة إلى ذلك فان حقوق السحب الخاصة أصبحت وحدة حسابية بالنسبة للعديد من المنظمات الدولية و الإقليمية، فصندوق النقد العربي يستخدم حقوق السحب الخاصة أساسا لحساب قيمة الدينار العربي الموحد الذي حددت قيمته بثلاث وحدات من حقوق السحب الخاصة.
- ✓ قامت العديد من الدول العربية بتثبيت سعر صرف عملاتها الوطنية بوحدة حقوق السحب الخاصة، و هذه الدول هي الأردن و الإمارات و البحرين و السعودية و الصومال و قطر و ليبيا.
- ✓ تنازل بعض الدول عن احتياطياتها من العملات النقدية الدولية لصالح الإصدارات الجديدة من حقوق السحب الخاصة قد زاد من أهميتها دوليا، و خاصة أنها أصبحت أكثر جاذبية بالنسبة للدائنين، بعدما ارتبطت أرصدة حقوق السحب الخاصة، بأسعار الفوائد المعومة في أسواق المال قصيرة الأجل في الدول الخمس الكبرى، التي اختيرت عملاتها في سلة العملات.

¹ ميثم عمام، التمويل الدولي، دار وائل، الاردن، 2006، ص 250.

✓ نظرا لخضوع الاحتياطيات الدولية، و خاصة الدولار الأمريكي للمضاربات و رغبة الدول الغربية في تقليص دور أهمية الدولار الأمريكي بسبب تقلباته و انخفاض أسعار صرفه نتيجة تضخم العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي، فقد اقترحت الدول الغربية ضرورة تغطية الدولار بالذهب أو بحقوق السحب الخاصة، و ذلك بأن يقوم الصندوق بتحويل الدولارات الأمريكية لأي عضو إلى حقوق السحب الخاصة في حساب بديل أطلق عليه اسم (Substitution Account)، و تقوم الدول الأعضاء بإيداع احتياطياتها من العملات الدولية في هذا الحساب و تحصل بالمقابل على حقوق السحب الخاصة، و هذا الإجراء سوف يزيد من أهمية حقوق السحب الخاصة كاحتياطي مقبول دوليان حيث يمكن بواسطته مراقبة تكوين الاحتياطيات بصورة جماعية غير خاضعة لرغبة دولة واحدة أو لمشيئة المضاربين و لكن أمريكا رفضت هذا المقترح، لأنها تتخوف من منافسة حقوق السحب الخاصة للدولار الأمريكي، و هذا يعني خسارة الدولار لأهميته كاحتياطي دولي.

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

ثالثاً- تخصيص حقوق السحب الخاصة: ظهرت الحاجة الملحة لحقوق السحب الخاصة في الوقت الذي كان فيه توسع الاقتصاد العالمي بحاجة إلى المزيد من السيولة الدولارية، فبادر الصندوق إلى إصدار نوعين من التوزيعات:

1. **التوزيعات العامة:** يتم تخصيص هذا النوع من حقوق السحب الخاصة عن طريق اقتراح يتقدم به المدير العام إلى مجلس المحافظين الذي يقرر التخصيص بأغلبية 85 % من الأصوات، تقوم على أساس احتياج عالمي طويل الأجل، بهدف تكملة الأصول الاحتياطية المتوافرة. و قد صدر قرار توزيعها ثلاث مرات كما يلي:

- في الفترة 1970-1972 بمبلغ إجمالي قدره 9.3 مليار وحدة سحب خاصة، وزعت في شكل أقساط سنوية.
- في الفترة 1979-1981 بمبلغ إجمالي قدره 12.1 مليار وحدة سحب خاصة، و التي تم توزيعها في أقساط متساوية.
- سنة 2009 بقيمة إجمالية بلغت 161.2 مليار وحدة سحب خاصة.

2. **التوزيعات الخاصة:** الاقتراح الذي يهدف إلى القيام بتوزيع خاص و ظرفي، تم قبوله من طرف مجلس المحافظين في سبتمبر 1997 في إطار مشروع التعديل الرابع لقوانين صندوق النقد الدولي، و الذي تم إقراره في 10 / 08 / 2009، حيث كان يهدف إلى تمكين جميع الدول الأعضاء من المشاركة بطريقة عادلة في النظام القائم على حقوق السحب الخاصة، و تصحيح تلك الفروقات الناجمة عن انضمام مجموعة من البلدان سنة 1981، و التي لم تستفد على الإطلاق من هذه الحقوق. و قد تراكمت المخصصات لدى البلدان الأعضاء بمقدار 21.5 مليار وحدة سحب خاصة من خلال استخدام نسبة معيارية موحدة.

ثالثاً- حساب وحدة السحب الخاصة: في بداية إنشاء وحدة السحب الخاصة كانت قيمتها تتحدد على أساس وزن معين من الذهب قدر ب 0.888671 غ، أي ما يعادل 1 دولار أمريكي، لكن ابتداء من سنة 1971 و بسبب تخفيض عملة الدولار، انتقلت قيمة وحدة السحب الخاصة إلى 1.0857 دولار، ثم إلى 1.20635.

بمجرد التخلي عن آلية الصرف الثابت، و اضمحلال دور الذهب تم استحداث صيغة السلة التي تضم عملات 16 دولة ممن تحقق على الأقل 1 % من الصادرات العالمية في مجال السلع و الخدمات، وهي كل من الولايات المتحدة الأمريكية و إنجلترا و

الداغرك و ألمانيا الاتحادية و فرنسا و كندا و إيطاليا و هولندا و بلجيكا و النمسا والسويد و استراليا و اليابان و النرويج و اسبانيا و جنوب إفريقيا، و تم ترجيح هذه العملات على أساس التجارة الخارجية لكل دولة و الوزن الفعلي لكل عملة في الاقتصاد العالمي، و عليه أصبح الصندوق يحدد يوميا قيمة سلة العملات باستعمال تسعيرة العملات الستة عشر في سوق الصرف، على أن تعدل السلة كل سنتين إن استدعى الأمر، و هو ما حدث فعلا سنة 1978 عندما استبدل الرون الجنوب إفريقي ، و الكرون الداغركي بالريال السعودي و الريال الإيراني، كما تم تعديل أوزان مختلف العملات مما أدى إلى توحيد الأوزان النظرية مع الأوزان الفعلية.

منذ 1981 أصبحت قيمة وحدة السحب الخاصة تتحدد يوميا من خلال سعر السوق السائد على مستوى سوق الصرف اللندني، على أساس سلة من العملات القوية ممثلة في الدولار الأمريكي و المارك الألماني و الفرنك السويسري و الين الياباني و الجنيه الإسترليني ، بحيث تتحول الكميات المكونة للسلة إلى ما يعادلها بالدولار الأمريكي، و المجموع يعبر عن وحدة السحب الخاصة، مع أن لكل عملة وزنا نسبيا محدد يعكس أهمية هذه الأخيرة في العلاقات النقدية الدولية، الأمر الذي مكن وحدة السحب الخاصة من التميز بنوع من الاستقرار في سعر صرفها إذا ما قورنت مع العملات المكونة للسلة كل على حدا، باعتبار أن انخفاض في سعر صرف عملة معينة قد يقابله ارتفاع في قيمة عملة أخرى. و منذ بروز اليورو كعملة أوروبية موحدة بداية من سنة 2000 أصبحت السلة تتحدد على أساس أربعة عملات¹.

يلجأ صندوق النقد الدولي مرة كل خمسة سنوات إلى إعادة تقييم وحدة حقوق السحب الخاصة من خلال الترجيح، و إعادة النظر في وزن العملات المكونة للسلة وفق تغير أهميتها النسبية على مستوى التجارة العالمية و الاحتياطيات الدولية.

رابعا- تقييم دور حقوق السحب الخاصة كأصل احتياطي: كان الهدف الرئيسي من إنشاء وحدة السحب الخاصة، هو إحلالها محل الدولار الأمريكي و الذهب، و جعلها كأصل احتياطي دولي أساسي، إلا أن هذا لم يتحقق بالرغم من المحاولات المستمرة و التعديلات التي أدرجت لعلاج أوجه القصور في النظام النقدي الدولي.

و بالرغم من أن اتفاقية صندوق النقد الدولي تؤكد على ضرورة التزام البلدان الأعضاء بجعل وحدة حقوق السحب الخاصة، وسيلة أولى للمدفوعات الدولية، إلا أن الواقع أظهر الفشل في تحقيق هذا الهدف و ذلك من خلال إحصائيات نسبة مساهمة حقوق السحب الخاصة في تكوين الاحتياطيات الدولية من دون الذهب، كما هو مبين في الجدول رقم (1-4) نظرا للاعتبارات التالية²:

- قدرة العملات الدولية القوية (الدولار- اليورو) على فرض نفسها كعملة احتياط دولي رئيسية فهي تمثل 85 % من إجمالي احتياطيات الصرف الاجنبي العالمية في سنة 2014.
- لازال للذهب دور مهم في تكوين احتياطيات الصرف الاجنبي العالمية، حيث شكل الذهب 17.1 % من إجمالي احتياطيات الدول المتقدمة، و 3.2 % من احتياطيات الاقتصاديات الناشئة و النامية سنة 2013.
- اقتصار استخدام حقوق السحب الخاصة حصرا على السلطات النقدية و عدم السماح بتحويل ملكيتها إلى جهات غير رسمية يحد من انتشارها.

¹ سعدي نعمان، البعد الدولي للنظام النقدي برعاية صندوق النقد الدولي، دار بلقيس، الجزائر، الطبعة الأولى، 2011، ص 83.

² عبد القادر بوكريدي، مرجع سابق، ص 24 .

- رغم تحديد قيمة حقوق السحب الخاصة بسلة من العملات، إلا أن سيطرة الدولار عليها أساسا يجعل من قيمتها تتأثر بالتقلبات المستمرة للدولار.

الجدول رقم (1-5) : نسبة حقوق السحب الخاصة إلى إجمالي الاحتياطيات بدون الذهب

خلال الفترة (2000-2017)

الوحدة (مليون وحدة سحب خاصة)

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
حقوق السحب الخاصة	18.5	19.6	19.7	19.9	20.3	20.1	18.2	18.4	18.9
إجمالي الاحتياطيات بدون الذهب	1490.2	1633.1	1771	2035.8	2413.6	2920.8	3347.9	4049	4356.4
النسبة	1.24	1.20	1.11	0.97	0.84	0.69	0.54	0.45	0.43
السنة	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
حقوق السحب الخاصة	204	204.1	204.2	204.2	204.2	204.2	204.2	204.2	204.2
إجمالي الاحتياطيات بدون الذهب	5208.5	6016.3	6646.7	7124.6	7586.3	7999.5	7876.8	7916.2	8030
النسبة	3.92	3.39	3.07	2.87	2.69	2.55	2.59	2.56	2.54

المصدر: التقارير السنوية لصندوق النقد الدولي

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة مساهمة حقوق السحب الخاصة في إجمالي احتياطيات الصرف الاجنبي دون الذهب في انخفاض مستمر فهي لم تتجاوز نسبة 3.92 % كحد أقصى سنة 2009، و 0.43 % كقيمة دنيا سنة 2008، و هذا ما يعكس الفشل في تحويل وحدة حقوق السحب الخاصة كأصل احتياطي دولي أساسي في تسوية المعاملات الدولية.

المطلب الرابع: شريحة الاحتياطي (وضع الاحتياطي) لدى الصندوق

يتكون وضع الاحتياطي في صندوق النقد الدولي من "شريحة الاحتياطي" أي مبالغ من العملات التي يجوز للبلد العضو سحبها من صندوق النقد الدولي خلال مهلة وجيزة، و أي مديونية عليه بموجب اتفاقية قرض (في حساب الموارد العامة تكون تحت تصرف البلد العضو بما في ذلك إقراض المبلغ لصندوق النقد الدولي بموجب الاتفاقات العامة للاقتراض ، و الاتفاقات الجديدة للاقتراض.

أولاً- مفهوم مركز شريحة الاحتياطي لدى الصندوق: يمكن تعريفها كما يلي :

1. **التعريف الأول:** حسب دليل صندوق النقد الدولي الصادر في نسخته العربية سنة 2013 فان " مراكز شريحة الاحتياطي لدى الصندوق هي مطالبات سائلة مستحقة للبلدان الأعضاء على الصندوق لا تنشأ فقط من مدفوعات الأصول الاحتياطية مقابل حصص الاكتتاب في رأس مال الصندوق، و لكنها تنشأ أيضا من مبيعات الصندوق من عملات البلدان الأعضاء لتلبية الطلب على استخدام موارد الصندوق من أعضاء بلدان أخرى في حاجة لتمويل موازين مدفوعاتها، و يؤدي سداد (إعادة شراء) موارد صندوق النقد الدولي بهذه العملات إلى خفض الاستحقاقات السائلة للبلدان الأعضاء التي تم توفير عملاتها لأعضاء آخرين¹.

2. **التعريف الثاني:** هي عبارة عن " حق الدولة في السحب من صندوق النقد الدولي في حدود الشريحة الائتمانية المخصصة لها (التسهيلات الائتمانية غير المشروطة)² ".

و منه يمكن القول أن شريحة الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي تمثل احد مكونات احتياطيات الصرف الاجنبي، و يقصد بهما يعادل ربع حصة الدولة العضو في صندوق النقد الدولي، حيث يقوم العضو بسدادها بحقوق السحب الخاصة، أو بأي عملة أجنبية قابلة للتحويل، و للبلد العضو الحق في استخدام هذه الشريحة دون شروط طالما أن السحب يقع ضمن حدود هذه الشريحة، و بالتالي فهي تدخل ضمن عناصر السيولة غير المشروطة.

ثانيا- **الجدل حول اعتبار شريحة الاحتياطي كأصل احتياطي:** اختلفت الآراء بين من يؤيد اعتبار شريحة الاحتياطي من مكونات الاحتياطيات الدولية و بين من يرفض اعتبارها من بين المكونات.

1. **المعارضون:** شريحة الاحتياطي ما هي إلا قرض و لا تدخل ضمن عناصر الاحتياطيات الدولية ، من جراء القيود المفروضة على استخدامها و التي من بينها³:

- لا يجوز استخدامها لمواجهة اختلا أساسي في ميزان المدفوعات، و قصور دورها على معالجة الاحتلال المؤقت.
- يتم السحب بناء على نسبة محددة من حجم حصة العضو (25 %)، و بما لا يتجاوز ما بحوزة الصندوق من متراكم عملة العضو، و عن 200 % من قيمة حصته.
- تسحب الدولة الشريحة الذهبية عن طريق شراؤها من صندوق النقد الدولي، و بعملاتها الوطنية، و يدفع عنها فائدة أو عمولة تتراوح بين 0.5 % و 1.5 % ، بالإضافة إلى نسبة أخرى تتوقف على مقدار المبلغ و أجل رده، و تتراوح بين 3 % و 5 % سنويا.

2. **المؤيدون:** حسبهم يمكن اعتبار شريحة الاحتياطي من بين مكونات الاحتياطيات الدولية للأسباب التالية⁴:

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

¹ صندوق النقد الدولي، الاحتياطيات الدولية و السيولة بالعملة الصعبة، مرجع سابق، 2013، ص 18 .

² البنك الأهلي المصري، تطور الاحتياطيات الدولية في مصر في ظل الإصلاح الاقتصادي، النشرة الاقتصادية، العدد 4، 2005، ص 29.

³ أمل عطاء عبد الكريم، دور الاحتياطي الدولي بالبنك المركزي المصري، رسالة ماجستير، جامعة عين شمس، مصر، 1997، ص 24.

⁴ محمد الطيب أحمد، مرجع سابق، ص 58.

- أي عنصر من عناصر الاحتياطيات النقدية الدولية ينطوي على تكلفة و عائد أيضا . و نسبة الفائدة على شريحة الاحتياطي تتراوح بين 0.5 - 1.5 % تعد تكلفة ضئيلة لاحتفاظ بأصل احتياطي لمواجهة الظروف الطارئة، مما يعني أن الضوابط الموضوعية لاستخدام شريحة الاحتياطي لا تنفي عنها صفة الأصل الاحتياطي.

ثالثا- مدى مساهمة شريحة الاحتياطي في الاحتياطيات الدولية: الجدول رقم (1-6) يوضح نسبة مساهمة شريحة الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي في إجمالي الاحتياطيات الدولية من دون الذهب خلال الفترة (2000-2017) بملايين وحدات السحب الخاصة.

الجدول رقم (1-6) : نسبة وضع الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي إلى إجمالي الاحتياطيات بدون الذهب

خلال الفترة (2000-2017)

الوحدة : بالمليون من ح س خ

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
وضع الاحتياطي لدى الصندوق	47.4	56.9	66.1	66.5	55.8	28.6	17.5	13.7	25.1
إجمالي الاحتياطيات بدون الذهب	1490.2	1633.1	1771	2035.8	2413.6	2920.8	3347.9	4049	4356.4
النسبة المئوية	3.36	3.48	3.73	3.27	2.31	0.98	0.52	0.34	0.58
السنة	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
وضع الاحتياطي لدى الصندوق	40.3	45	98.3	103.2	97.5	81.7	63.5	79.1	67.9
إجمالي الاحتياطيات بدون الذهب	5208.5	6016.3	6646.7	7124.6	7586.3	7999.5	7876.8	7916.2	8030
النسبة المئوية	0.77	0.75	1.48	1.45	1.28	1.02	0.81	0.99	0.45

المصدر: التقارير السنوية لصندوق النقد الدولي

حيث نلاحظ أن أعلى قيمة سجلت لشريحة الاحتياطي كانت سنة 2012 بمقدار 103.2 مليون وحدة سحب خاصة أي بما نسبته 1.45 % من إجمالي الاحتياطيات بدون الذهب و المقدرة بـ 7124.6 مليون وحدة سحب خاصة، كما أن أدنى نسبة سجلت لشريحة الاحتياطي كانت سنة 2007 بمقدار 13.7 مليون وحدة سحب خاصة بما نسبته 0.34 % من إجمالي الاحتياطيات من دون الذهب المقدرة بـ 4049 مليون وحدة سحب خاصة، و هذا يرجع إلى أن نسبة شريحة الاحتياطي لدى الصندوق شهدت تراجع ملحوظ خلال تلك الفترة فقد تراجعت من 3.73 % سنة 2003 إلى 0.45 % سنة 2017 في حين كانت الزيادة سريعة في حجم الاحتياطيات الدولية و التي انتقلت من 1490.2 مليون وحدة سحب خاصة إلى 8030 مليون وحدة سحب خاصة بنسبة زيادة تقدر بـ 538.85 % .

المبحث الرابع: مصادر وآليات تراكم احتياطيات الصرف الاجنبي:

تشكل احتياطيات الصرف الاجنبي لدى السلطات النقدية ممثلة في البنوك المركزية من مصادر عدة سواء من تراكمات فوائض موازين المدفوعات أو من تدخلاتها هذه البنوك في أسواق الصرف الاجنبي من اجل إدارة هذه الاحتياطيات، إلى سياسة تعقيمها للتخفيف من آثار تراكمها على المعروض النقدي.

المطلب الأول: فوائض ميزان المدفوعات كمصدر لتراكم الاحتياطيات:

يعكس ميزان المدفوعات العلاقات الاقتصادية مع الخارج سواء كانت تجارية أو مالية أو رأسمالية و ما يترتب عن هذه المعاملات من مديونية نتيجة العجز المسجل في رصيد ميزان المدفوعات، أو دائنية في شكل فائض في رصيد ميزان المدفوعات.

أولاً- ماهية و وظائف ميزان المدفوعات: تتجلى ماهية ميزان المدفوعات من خلال ما يأتي:

1. تعريف ميزان المدفوعات: يمكن تعريف ميزان المدفوعات من عدة أوجه¹:

➤ من وجه النظر الاقتصادية: ميزان المدفوعات هو سجل منظم أو بيان حسابي شامل لكل المعاملات الاقتصادية التي

تتم بين المقيمين في الدولة و المقيمين في الدول الأخرى خلال فترة ومنية معينة و غالباً ما تكون سنة.

➤ من وجهة نظر صندوق النقد الدولي: هو سجل يعتمد على القيد المزدوج، يتناول إحصائيات فترة زمنية معينة بالنسبة

للتغيرات في مكونات أو قيمة أصول اقتصاديات دولة ما، و ذلك بسبب تعاملها مع بقية الدول الأخرى، أو بسبب هجرة الأفراد، و التغيرات في قيمة أو مكونات ما تحتفظ به من ذهب نقدي و حقوق سحب خاصة، و حقوقها و التزاماتها تجاه بقية دول العالم.

➤ من الوجة الإحصائية: ميزان المدفوعات هو بيان إحصائي مصنف بكافة المعاملات الاقتصادية التي تتم بين المقيمين

في الدولة (أفراد، شركات، هيئات حكومية) و المقيمين في بقية الدول الأخرى، و الذي يشار إليهم للسهولة بالأجانب أو غير المقيمين و ذلك خلال فترة معينة عادة ما تكون سنة.

2. وظائف ميزان المدفوعات: لميزان المدفوعات عدة وظائف نوجزها فيما يلي:

- تقديم معلومات مهمة عن الدرجة التي يرتبط بها اقتصاد الدولة مع اقتصاديات الدول الأخرى في العالم، و بتوفر

البيانات اللازمة يمكن الوصول لمزيد من التفاصيل عن التطور الزمني و التحولات الهيكلية للمعاملات الاقتصادية الدولية التي مر بها اقتصاد الدولة.

- مساعدة واضعي السياسات الاقتصادية في توجيه جميع الأمور المهمة في الدول نتيجة الارتباط بين ميزان المدفوعات و الإجراءات المالية و النقدية في الدولة.

- تعتبر البيانات الواردة في ميزان المدفوعات أداة للتقييم و التفسير العلمي لكثير من الظواهر الاقتصادية المرتبطة بالاقتصاديات العالمية.

ثانياً- فوائض الحساب الجاري كمصدر للتراكم الاحتياطيات: يعتبر من أهم مكونات ميزان المدفوعات، المعاملات المنظورة (

الميزان التجاري) ، و المعاملات غير المنظورة (ميزان الخدمات)، و كذلك حساب التحويلات من جانب واحد، و يتضمن

¹ شقيري نوري موسى، الخنيطي محمد عبد الرواق، و آخرون، التمويل الدولي و نظريات التجارة الخارجية، دار المسيرة، الأردن، الطبعة الأولى، 2012، ص 188.

ميزان الحساب الجاري كافة حقوق و ديون البلد مع العالم الخارجي، و الناجمة عن صادرات و واردات السلع و الخدمات خلال فترة محددة، و على العموم هناك نوعان من المعاملات التي تدخل في ضمن هذا الحساب و التي تشكل أهم مصادر تراكم احتياطات الصرف الاجنبي:

✓ فائض الميزان التجاري.

✓ تحويلات المهاجرين و المعونات الأجنبية.

ففي كثير من الدول يمثل فائض الحساب الجاري أهم مصدر لموارد النقد الاجنبي، غير أن أهم عنصر في هذا الحساب هو الميزان التجاري، و بالخصوص في الدول التي تمتاز بدرجة تركيز سلعي كبيرة مثل الدول النفطية.

1. فائض الميزان التجاري كمصدر للتراكم: يسمى بحساب السلع و الخدمات، أو حساب المعاملات الجارية، و يشمل

التدفقات النقدية الناتجة عن المعاملات الاقتصادية المنظورة (السلع)، و غير المنظورة (الخدمات)، و يعتبر أحد أهم العناصر التي تعبر عن وضعية التجارة الخارجية و القدرة التنافسية للبلد. و يعبر فائض الميزان التجاري عن الفرق بين الصادرات و الواردات، و قد حافظت الصين على مرتبة الريادة من بين الدول التي حققت أكبر فائض في ميزانها التجاري.

2. تحويلات المهاجرين و المعونات الأجنبية: و يسمى بحساب التحويلات الجارية، أو التحويلات من جانب واحد، حيث

يقوم هذا الميزان بتسجيل كافة التحويلات من جانب واحد سواء أكانت مالية أو على شكل سلع و سواء خاصة (بين الأفراد)، أو عامة (بين الدول)، دون أن يترتب عليها مدفوعات مقابلة من قبل الطرف الآخر، و قد تكون هذه التحويلات حكومية أو خاصة¹:

- **التحويلات الحكومية:** و تشمل الهبات و الإعانات الاقتصادية و المالية و العسكرية و الفنية التي يقوم بها القطاع العمومي من خلال هيئاته الرسمية إلى الدول الأجنبية.

- **التحويلات الخاصة:** و تشمل التحويلات الخاصة، و الهبات و التبرعات و الإعانات التي تقوم بها هيئات خاصة غير حكومية (دينية، ثقافية، خيرية.....)، أو أشخاص مثل تحويلات دخول المهاجرين إلى بلدهم الأصلي.

فيما يتعلق بتسجيل هذه العمليات، فان التحويلات الحكومية الحقيقية كالمعونات الغذائية فإنها تقيد في الجانب الدائن من الميزان التجاري، و القيد الآخر يظهر في الجانب المدين من حساب التحويلات الحكومية بالنسبة للدولة المانحة، أما بالنسبة للدولة المستفيدة من هذه الإعانات، فان حساب السلع يصبح مدينا، و حساب التحويلات الحكومية دائنا بقيمة هذه الإعانات.

ثالثاً- فوائض حساب رأس المال كمصدر للتراكم: يضم هذا الحساب جميع المعاملات الدولية التي تتضمن تدفق رؤوس الأموال بين الدول بهدف الاستثمار لآجال طويلة أو قصيرة، و تنشأ عن هذه الحركة زيادة أو نقص في مطلوبات و موجودات البلد خلال الفترة التي يعد فيها ميزان المدفوعات، و بذلك يكشف ميزان حساب رأس المال التغيرات في الموجودات الأجنبية المملوكة للمقيمين في بلد معين و التغيرات في المطلوبات الأجنبية لتي بذمتهم لحساب الأجانب المقيمين في الدول الأخرى².

¹ سعدي نعمان، مرجع سابق، ص 214.

² هيل عجمي جميل الجنابي، التمويل الدولي و العلاقات النقدية الدولية، دار وائل، الأردن، الطبعة الأولى، 2014، ص 34.

و يتدفق رأس المال بين الدول نتيجة لاختلاف حجم رأس المال و الطاقة الاستيعابية و الإنتاجية الحدية لرأس المال بين الدول، و في ظل غياب المخاطر فان رأس المال يتدفق إلى البلدان التي تقدم سعر فائدة أعلى. عموماً نميز بين نوعين من المعاملات الرأسمالية:

➤ **حساب رأس المال طويل الأجل:** و يشمل حركة رؤوس الأموال من و إلى الخارج بهدف الاستثمار لآجال طويلة، فهو يسجل الحقوق و الديون الناشئة عن تلك التدفقات الرأسمالية من و إلى البلد، و التي تزيد مدة استحقاقها عن السنة و تشمل¹:

- كل معاملات الاستثمار الاجنبي المباشر في الداخل و الاستثمار المحلي في الخارج.
- القروض التجارية التي تفوق مدتها سنة. شراء المقيمين لأسهم و سندات الشركات الأجنبية، و شراء غير المقيمين لسندات الحكومات الوطنية، أو لأسهم و سندات الشركات الوطنية.
- القروض طويلة الأجل التي تقدمها السلطات الحكومية في دولة ما للسلطات العامة في دولة أخرى.
- القروض طويلة الأجل التي تحصل عليها حكومة أو هيئة عامة في دولة ما من السوق المالي لدولة أخرى.

تفيد الأموال التي تتدفق إلى داخل البلد (القروض الأجنبية الممنوحة ، و الاستثمارات الأجنبية، و أقساط سداد القروض التي يمنحها الوطنيون للخارج... الخ) في الجانب الدائن من حساب رأس المال، فهي تمثل أرصدة من العملات الأجنبية، أما فيما يتعلق برؤوس الأموال المتجه للخارج (القروض الممنوحة للأجانب ، و الاستثمارات المباشر في الخارج... الخ) فتفيد في الجانب المدين من حساب رأس المال طويل الأجل.

و في الغالب توصف حركة رؤوس الأموال طويلة الأجل بأنها تلقائية تحدث بغض النظر عن المركز المالي للخارجي لميزان المدفوعات، سواء أكان دائماً أو مديناً، فقد تتحرك الأموال نحو الخارج من بلد يعاني من عجز ميزان مدفوعاته بهدف الاستثمار في بيئة استثمارية ملائمة، لان العائد المترتب عن الاستثمارات الأجنبية يفوق العائد الذي تدره الاستثمارات الوطنية.

➤ **حساب رأس المال قصير الأجل:** و يتضمن حركة رؤوس الأموال بين الدول ، و التي تهدف إلى الاستثمار لأجل قصير ، تقل عن السنة ، و هناك عدة أشكال لهذا الاستثمار كالدائع قصيرة الأجل في المصارف الأجنبية، و الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية قصيرة الأجل ، و الائتمان الممنوح للمصدرين و المستوردين، و عمليات بيع و شراء العملات الأجنبية.

و تشير حركة رؤوس الأموال قصيرة الأجل إلى صافي الزيادة أو النقصان في مركز رأس المال قصير الأجل للبلد الناجم عن الفائض أو العجز في ميزان الحساب الجاري، و لهذا توصف حركة رؤوس الأموال قصيرة الأجل، بأنها ليست حركة تلقائية، وإنما تنشأ لتسوية الفائض أو العجز في ميزان المدفوعات الناجم عن تجارة السلع و الخدمات و التحويلات من جانب واحد، و حركة رؤوس الأموال طويلة الأجل، ففي حالة زيادة مدفوعات البلد للأجانب عن المتحصلات منهم و الناجمة عن البنود الثلاثة، فان مثل هذا العجز يتم تسويته من خلال استنزاف العملات الأجنبية التي يحتفظ بها المقيمين في البنوك الأجنبية، أو من خلال الحصول على قروض قصيرة الأجل، أو قيام البلد بدفع مطلوباته للأجانب بالعملة الوطنية إذا كانت قابلة للتحويل.

¹ نعان سعبيدي، مرجع سابق، ص 215،

المطلب الثاني: التفسير الاقتصادي لميزان المدفوعات:

يشمل ميزان المدفوعات ثلاث أنواع أساسية من الأرصدة، يحمل كل منها دلالة اقتصادية واضحة و هي الرصيد التجاري و رصيد العمليات الجارية، و الرصيد الإجمالي.

أولاً- الرصيد التجاري: يعبر عن الفرق بين الصادرات و الواردات من السلع عن مكانة الدولة في التقسيم العلمي للعمل و تخصصها في التجارة الدولية، و يبين أيضا درجة ارتباطها أو تبعيتها للخارج و كذا درجة تنافسية صادراتها.

ثانيا- رصيد ميزان العمليات الجارية: يعتبر هذا الرصيد ذا أهمية قصوى من الناحية الاقتصادية، إذ يبرز ما إذا كان البلد يعيش تحت أو فوق قدراته، ففي حالة تحقيق رصيد موجب، هذا يعني أن البلد له قدرة التمويل باعتبار انه استطاع تكوين ادخار صافي من خلال تعامله مع الخارج. أما في حالة تحقيق رصيد سالب، فمعناه أن البلد له احتياج تمويل، كونه يلجأ في هذه الحالة إلى ادخار خارجي.

ثالثاً- الرصيد الإجمالي: يشمل هذا الرصيد مجموع رصيد ميزان العمليات الجارية، تدفقات رؤوس الأموال طويلة الأجل، و تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل للقطاع الخاص غير البنكي.

يعكس الرصيد الإجمالي التأثيرات المطبقة على أسعار الصرف، باعتبار أن كل ما هو مسجل في الجانب الدائن من الميزان، يمثل طلبا على العملة المحلية، مقابل عرض العملة الأجنبية، مما ينتج عنه تحسن في قيمة العملة المحلية مقارنة بالعملة المتعامل بها. أما إذا سجلت العمليات الجارية (واردات)، و عمليات رؤوس الأموال (صادرات) في الجانب المدين من الميزان، فهذا يعني أن عرض العملة قد ارتفع، و بالتالي ارتفاع الطلب على العملات الأجنبية، مما يؤدي إلى تدهور قيمة العملة المحلية مقابل هذه العملات.

المطلب الثالث: آليات تراكم الاحتياطيات الدولية:

تحرص السلطات النقدية ممثلة في البنوك المركزية على شراء الفائض و مراكمته في شكل احتياطيات الصرف الاجنبي من جملة من الإجراءات كالتدخل في سوق الصرف الاجنبي و التأثير على معدلات الفائدة حسب السياسة النقدية المتبعة من طرف البلد المعني.

أولاً- تدخل البنوك المركزية في سوق الصرف الاجنبي: يعتبر تدخل البنوك المركزية في سوق الصرف ذو أهمية بالغة، و يقتصر على العمليات التالية:

- شراء و بيع العملات الأجنبية، بغرض تدعيم العملة الوطنية أو تلبية احتياجات العملاء.
- بيع و شراء العملات الأجنبية، بقصد التأثير على مستوى الطلب و العرض للعملة، و التأثير على أسعار صرف العملات ارتفاعا و انخفاضاً، بهدف الحفاظ على استقرار هذه الأسعار في ظل نظام التعويم.
- تدخل البنوك المركزية في سوق الصرف لتثبيت أسعار صرف عملاتها، عندما تتعرض لضغوط المضاربة، و لتوفير سيولة للاقتصاد الوطني.

على العموم يمكن أن تتدخل البنوك المركزية في سوق الصرف من خلال¹:

1. **تحريك أسعار الفائدة:** و ذلك باعتبار أن سعر الفائدة هو الدافع لكل حركات رؤوس الأموال، حيث يشجع سعر الفائدة المرتفع على الاحتفاظ بالعملة الوطنية، و كذلك دخول رؤوس الأموال، و بالعكس في حالة وجود أسعار فائدة متدنية.
 2. **استخدام احتياطيات الصرف الاجنبي:** لتجنب التخفيض في قيمة العملة، أو الارتفاع في قيمتها ، يشتري البنك المركزي أو يبيع عملته في السوق مقابل عملات أجنبية معدلا بذلك توازن السوق.
- كذلك يقوم البنك المركزي بدور البائع أو المشتري للعملة الأجنبية ، عندما تزيد أو تقل المدفوعات للخارج عن المتحصلات من الخارج، و يستخدم البنك المركزي في ذلك ما لديه من أرصدة من العملات الأجنبية.

ثانيا- الرقابة على الصرف الاجنبي: تعتبر سياسة الرقابة على الصرف الاجنبي إحدى أهم الآليات المعتمدة من طرف الدول لإعادة التوازن إلى ميزان المدفوعات، و ذلك من خلال تنظيم و مراقبة المبادلات التي تتم بالعملة الأجنبية، و تحاول التأثير عليها بما و يتماشى و خططها التنموية، فإذا كانت مراقبة الصرف قد أنشأت في البدء من اجل مواجهة تسرب رؤوس الأموال من الداخل، فإنها طورت لاحقا لكي تمنع دخول رؤوس الأموال المضاربة التي يمكن أن تؤدي إلى تفاقم الضغوطات التضخمية².

1. **مفهوم الرقابة على الصرف:** الرقابة على الصرف هي أداة لتنظيم الصرف من طرف الدولة، بحيث تكون كل المشتريات و المبيعات من العملات الصعبة محتكرة من طرف البنك المركزي، و تلجأ الحكومات إلى سياسات الرقابة على الصرف في الفترات التي يصعب عليها مواجهة العجز في ميزان مدفوعاتها، و في ظل غياب وسائل أخرى لتحقيق التوازن و لو بصفة نسبية³.
2. **أشكال الرقابة على الصرف:** تختلف الرقابة على الصرف باختلاف الهدف المرجو تحقيقه من طرف السلطات النقدية، حيث يتم غالبا تركيز كل عمليات الصرف سواء كانت عمليات بيع عملات أجنبية أو شرائها بين يدي سلطة حكومية، يطلق عليها اسم مراقبة النقد (أو مراقبة الصرف)، و قد يشارك البنك المركزي في توجيه هذه المراقبة و إتمام عملياتها، و تظهر أشكال الرقابة فيما يلي⁴:

- **مراقبة الصرف كوسيلة لمواجهة المضاربة الهادفة إلى خفض قيمة النقد الوطني:** تنطلق مراقبة الصرف في هذا الإطار إما من خلال مراقبة العمليات التجارية ، أو من خلال مراقبة حركة رؤوس الأموال، و تزداد فعالية هذه المراقبة كلما طرا تحسن على ميزان المدفوعات، أو طرأت زيادة في احتياطيات الصرف، و تتجسد هذه المراقبة من خلال:
 - **مراقبة العمليات الجارية:** مبدأ هذا الإجراء يتمثل في جعل كل عمليات التسديد الدولية، تمر وجوبا عبر المصارف، و هو ما يسمح للنظام المصرفي بضبط و مراقبة عمليات الصرف.
 - **مراقبة حركات رؤوس الأموال باتجاه الخارج:** تنبئ هذه المراقبة على أساس منع المقيمين من تكوين أصول مالية في الخارج، و ذلك من خلال مراقبة الاستثمارات المباشرة سواء الوطنية في الخارج، أو الأجنبية في الداخل، و مراقبة

¹ فوزي زغاد، إشكالية إدارة الاحتياطيات المالية الدولية دراسة حالة بنك الجزائر(2000-2012)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة المسيلة، 2014، ص 32.

² وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، دار المنهل، بيروت، لبنان، 2001، ص 100.

³ أمين صيد، سياسة الصرف كأداة لتسوية الاختلال في ميزان المدفوعات، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2013، ص 142

⁴ وسام ملاك، مرجع سابق، ص ص 105 106

العمليات الواقعة على التوظيفات بالأوراق المالية الأجنبية، و منع استيراد الذهب، و إجراءات مراقبة الوضعية المصرفية، و رفع أسعار الفائدة.

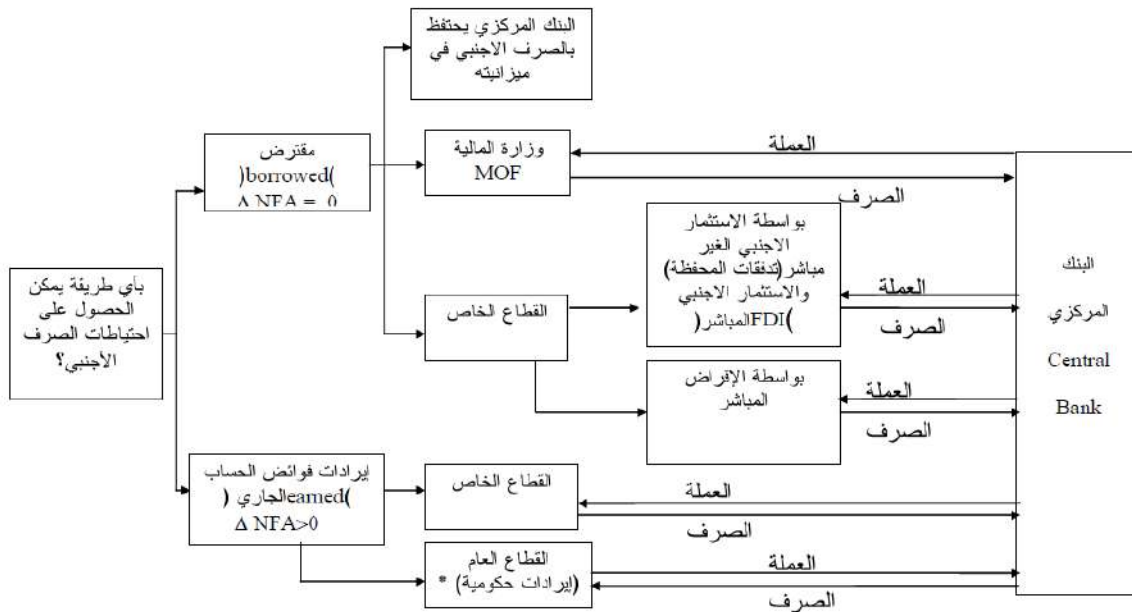
- الحد من الدخول المفرط لرؤوس الأموال بغرض المضاربة: و ذلك باعتماد السلطات النقدية مجموعة من التدابير أو الإجراءات التي تمكنها من الحد من تدفق رؤوس الأموال المضاربة، و التي تبحث عن ارتفاع لاحق لسعر الصرف، و التي تغذي زيادة مفرطة للمعروض النقدي، و بالتالي انخفاض أسعار الفائدة، مما ينجر عنه ضغوطات تضخمية.

➤ مراقبة الصرف كوسيلة لمواجهة المضاربة الهادفة إلى رفع قيمة النقد الوطني: في هذه الحالة فان مراقبة الصرف ليس من اجل التصدي لخروج العملات الأجنبية بل لمجابه الدخول المحتمل و الكثيف للنقد الاجنبي و تحويله إلى نقد وطني، فهذه العمليات الناتجة عن المضاربة على النقد الاجنبي قد تؤدي الرفع قيمة النقد الوطني، و الذي ينعكس سلبا على الصادرات و يزيد من تدفق الواردات. لذلك فان التدابير التي قد توضع حيز التطبيق يجب أن تتركز على:

- استخدام بعض الآليات التقليدية: و ذلك من خلال التأثير على آجال التسديد، و تجميد وضعية المصارف تجاه الخارج، و اعتماد الإجراءات التي تهدف إلى تقييد أو تحييد الاستثمارات الأجنبية في الداخل، و تغطية أصول (و دائع) المقيمين الجدد بنسب مئوية مرتفعة من الاحتياطيات الإلزامية لدى المصرف المركزي

- إنشاء آليات سوق الصرف المزدوج: بمقتضى هذه الآلية تنقسم عمليات الصرف طبقا لطبيعتها، فالعمليات التجارية تنجز في سوق الصرف الرسمي، لان البنك المركزي يتدخل في هذا السوق للحفاظ على سعر صرف العملة الوطنية في حدود هوامش تقلبات تحددها الاتفاقيات الدولية، أما العمليات الأخرى، فهي تتبع للسوق الحر الذي يتحدد فيه سعر صرف العملة طبقا لقانون العرض و الطلب في السوق الرسمي.

الشكل رقم (1-2): قنوات تراكم احتياطيات الصرف الاجنبي



المصدر: بوكريديد عبد القادر، متطلبات إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية - دراسة حالة بنك الجزائر - ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم اقتصادية، جامعة الشلف، 2016، ص. 40

حيث تتطلب عمليات تراكم احتياطيات الصرف الاجنبي تدخلا من طرف البنوك المركزية في سوق الصرف الاجنبي، و ذلك من خلال شراء العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية، فالعملة التي يستخدمها البنك المركزي لشراء العملات الأجنبية لا تسحب من الدخل المحلي و لا تمول من الضرائب و لا بالاقتراض، و لكن تنشئ من عملية الإصدار النقدي، و يزيد شراء العملات الأجنبية في حجم العملة المحلية، و ينعكس هذا في ميزانية البنك المركزي كزيادة في صافي الأصول الأجنبية، و كذلك في جانب الخصوم كزيادة في القاعدة النقدية، أما من حيث مصدر العملات الأجنبية فالبنوك المركزية تراكم الاحتياطيات من خلال قانتين¹:

أولاً- الاحتياطيات المقترضة: أي أن التغير في صافي الأصول الأجنبية ($\Delta NFA = 0$)، و لها عدة أشكال:

1. عندما تكون إيرادات الصرف الاجنبي معدومة أو متدنية تقوم البنوك المركزية بالاقتراض لنفسها لزيادة النقد الاجنبي، و هذه العملية ليس لها تأثير على القاعدة النقدية حيث يحتفظ البنك المركزي بالنقد الاجنبي في ميزانيته، و اقتراض البنك المركزي لبناء الاحتياطيات له عدة صيغ في سوق رؤوس الأموال الدولية.
2. باعتبار البنك المركزي وكيل الحكومة فيما يتعلق باحتياجاتها من الصرف الاجنبي يقوم البنك المركزي بالاقتراض لحساب الحكومة، و من ثم تقوم الحكومة ببيع الصرف الاجنبي للبنك المركزي مقابل منحها العملة المحلية.
3. إن الاحتياطيات المقترضة من طرف القطاع الخاص تكون على عدة أشكال، إما استثمارات أجنبية مباشرة، أو استثمارات أجنبية غير مباشرة، أو القروض المباشرة، حيث يقوم هذا القطاع بالتنازل عن النقد الاجنبي في سوق الصرف، مقابل حصوله على العملة المحلية.

ثانياً- الاحتياطيات غير المقترضة: أي أن التغير في صافي الأصول الأجنبية أكبر من الصفر ($\Delta NFA > 0$) :

1. في الاقتصاديات التي تعتمد على القطاع الخاص كمصدر للنقد الاجنبي، الذي يعتبر المسؤول عن تحقيق الفوائض في الحساب الجاري، أي كونه قطاع مصدر أو تحويلات أحادية الجانب كتحويلات العاملين في الخارج، حيث يقوم بطرح هذه الفوائض في سوق الصرف للبنك المركزي مقابل تسلمه العملة المحلية.
2. أما في الاقتصاديات التي يكون مصدر فوائض الحساب الجاري هو القطاع العام، كالبلدان المصدرة للسلع الأساسية كالنفط، أو نتيجة تدفق المعونات الأجنبية، حيث تحول حصيلة النقد الاجنبي إلى البنك المركزي مقابل العملة المحلية

¹ بوكريديد عبد القادر، مرجع سابق، ص 39.

خلاصة الفصل :

تحتفظ السلطات النقدية ممثلة في البنوك المركزية باحتياطيات الصرف الاجنبي، و التي تتشكل من الذهب النقدي و شريحة الاحتياطي لدي صندوق النقدي الدولي، و حقوق السحب الخاصة، و العملات الارتكازية (الدولار الأمريكي، اليورو، الين الياباني و الجنيه الإسترليني، و الفرنك السويسري) و اليوان الصيني باعتباره يمثل عملة ثاني أقوى اقتصاد نموا بعد الولايات المتحدة الأمريكية باحتياطي تجاوز ثلاثة تريليون دولار أمريكي.

إن مصادر تراكم احتياطيات الصرف الاجنبي لدى البنوك المركزية، يتأتى من الفوائض المعتمدة لموازن المدفوعات ، سواء كانت من الحساب الجاري، أو حساب رأس المال كمصدرين أساسيين لتراكم هذه الاحتياطيات، أو من خلال تدخلات البنوك المركزية في سوق الصرف، أو مختلف الإجراءات الاحترازية المترتبة عن الرقابة الصارمة للموجودات من احتياطيات الصرف الاجنبي، حتى تستطيع تنفيذ سياستها النقدية، و تحقيق الأهداف من هذا الاحتفاظ.

الفصل الثاني:

المشتقات المالية آليات التعامل و

المخاطر المرتبطة بها

تمهيد :

إن التطور الذي شهدته المعاملات المالية الدولية في كافة الأسواق الدولية ، رافقه ارتفاع مهول في العمليات على مستوى أسواق الصرف الدولية، مما أدى إلى ظهور ما يعرف حالياً بالمشتقات المالية ، و التي ما هي إلا أدوات مشتقة عن أصول مالية ، كالأسهم و السندات ، و معدلات الفائدة، و العملات ، بغرض تسهيل التعامل بهذه الأدوات ، غير إن هذا الهدف لم يمنع بعض المؤسسات المالية و البنوك الدولية و كذلك الأفراد من استغلالها بغرض المضاربة.

إن تعدد الأعمال الدولية و تطورها في أسواق الصرف، أدى إلى تقلبات كبيرة في معدلات الصرف و التي نتج عنها أخطار معتبرة مست كافة المتعاملين في هذا السوق، مما استدعى ابتكار آليات و أدوات لتغطية مخاطر الصرف.

من خلال ما سبق و بغرض الإحاطة بمختلف الآليات المطبقة في هذا السوق، سوف يتم تقسيم هذا الفصل الى ثلاثة مباحث هي:

- المبحث الأول: المشتقات المالية مفاهيم و أدوات.
- المبحث الثاني: سوق الصرف و التعامل بالعملات الأجنبية .
- المبحث الثالث: تقنيات تغطية مخاطر سعر الصرف.

المبحث الأول : المشتقات المالية مفاهيم و أدوات

من خلال هذا المبحث سنتطرق أولاً إلى ماهية المشتقات المالية ، و أهم الأدوات المتعامل بها في الأسواق المنظمة و غير المنظمة (أسواق التراضي) و التي تتعلق بكل من العقود الآجلة " Forwards Contrats " ، و العقود المستقبلية " Futures contrats " ، ثم نتناول عقود الخيارات " Option Contrats " ، و في الأخير عقود المبادلات " Swaps Contrats " .

المطلب الأول : ماهية المشتقات المالية

أولاً- تعريف المشتقات المالية: تعددت تعريف المشتقات المالية انطلاقاً من استخدامها و طبيعتها ولعل أهمها¹:

1. حسب صندوق النقد الدولي " المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد و لكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول. و كعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد و التدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري".

2. حسب المجموعة الاستشارية لنظم المحاسبة القومية " المشتقات المالية هي أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، و التي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية. أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد. و على خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده و ليس هناك عائد مستحق على الاستثمار. و تستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض و تشمل إدارة المخاطر، و التحوط ضد المخاطر، و المراجعة بين الأسواق، و أخيراً المضاربة".

و عليه فإنه من خلال ما تقدم يمكن استخلاص ما يلي:

- ✓ المشتقات المالية هي عقود.
- ✓ يتم تسوية المشتقات المالية في تاريخ مستقبلي.
- ✓ لا تتطلب المشتقات المالية استثمارات مبدئية ، أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود.
- ✓ تعتمد قيمة المشتقات المالية من حيث المكاسب أو الخسائر على الأصل المعني ، أي الأصل موضوع العقد.

ثانياً- أهمية و دور المشتقات المالية : تظهر أهمية المشتقات المالية من خلال ما يأتي²:

- ✓ ابتداء طرق جديدة لفهم و قياس إدارة المخاطر المالية و التي يمكن من خلالها عزل أو إدارة المخاطر المعقدة التي تتجمع سوية في الأدوات المالية التقليدية بحيث يمكن إدارة كل مخاطرة بشكل مستقل و بكفاءة أعلى.
- ✓ دعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية للعملاء بما يخدم أغراضهم في بناء محافظ أكثر تنوعاً ، الأمر الذي من شأنه زيادة قاعدة عملاء هذه المؤسسات.

¹ سمير عبد الحميد رضوان ، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى ، دار النشر للجامعات ، مصر، 2005، ص ص 59-60

² حاكم الربيعي، ميثاق الفتاوى و آخرون، المشتقات المالية ،عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات، الطبعة الأولى، دار البازوردي العلمية للنشر و التوزيع، عمان ، الاردن، 2011، ص ص 21-22.

✓ تعزيز فرص الإيرادات و الإرباح الناجمة عن تنويع محافظ المؤسسات المالية من الأدوات المشتقة من عوائد استثمارية و رسوم و عمولات و خدمات و غيرها، و ذلك من خلال قيام المصارف بعمليات التحوط و المضاربة و صناعة الأسواق و تكوين المراكز المالية.

✓ تقليل التكاليف لكل المصدرين و المستثمرين في الأدوات المشتقة مع رفع عوائد الاستثمار و تنوعها الى جانب توسيع مجموعة بدائل التمويل و الاستثمار المتاحة لهم و تقليل مخاطر الخسارة.

أما فيما يتعلق بدور المشتقات المالية فيمكن أن نجد¹:

1- إدارة المخاطر: تعتمد قيمة المشتقات المالية أساسا على قيمة الأصول المختلفة محل التعاقد في السوق الحاضر. لذلك تستخدم المشتقات لتقليل أو زيادة المخاطر الناتجة عن التقلبات في أسعار الاستثمار في الأصول محل التعاقد في السوق الفوري.

2- اكتشاف الأسعار: تساعد أسواق العقود الآجلة و العقود المستقبلية في توفير معلومات عن أسعار الأصول محل التعاقد في السوق الحاضر في نفس تاريخ تنفيذ العقد، أي عند موعد الاستلام و التسليم للأصل محل العقد أو إجراء التسوية المالية، و بصفة خاصة العقود المستقبلية.

3- فوائد تشغيلية : حيث تعتبر الاستثمارات في أسواق المشتقات ضئيلة جدا و قد لا تتجاوز قيمتها 15 %، كما أن أسواق المشتقات تعتبر أكثر سيولة من الأسواق الحاضرة، و كذلك أكثر كفاءة من الأسواق الحاضرة.

المطلب الثاني: العقود الآجلة و العقود المستقبلية

أولا- تعريف العقود الآجلة: يمكن تعريف العقود الآجلة كما يلي²:

1. حسب صندوق النقد الدولي فإنه " بمقتضى العقد الآجل يتفق الطرفان على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقيا ام ماليا، بكميات معينة و في تاريخ معين ، و بسعر تعاقد متفق عليه. و العقود الآجلة ليست عقود مالية شرطية، لأنها تنطوي على التزام بتسوية العقد في تاريخ معين".

2. اما Kenneth Gorbade فيعرف العقد الآجل " العقد الآجل هو اتفاقية بين مشتري و بائع. الأصل محل التعاقد و سعر التسوية، و تاريخ التسوية من المسائل التي يتم التفاوض بشأنها و تكون محل اتفاق بين المتعاقدين. و في تاريخ التسوية يقوم البائع بتسليم الأصل محل التعاقد و المشتري بتسليم الثمن المتفق عليه مسبقا".

كما و تقسم العقود الآجلة إلى نوعين رئيسيين هما :

✓ العقود الآجلة الملزمة أو القطعية " Contrats Fermes "، و التي يكون فيها التعاقد ملزما للطرفين.
✓ العقود الآجلة الشرطية " Contrats Conditionnels "، و هي التي تعطي الحق لأحد الأطراف بإلغاء العقد إذا كان في غير صالحه.

¹ مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، ادارة المشتقات المالية، الطبعة الاولى، اثناء للنشر و التوزيع، الاردن، 2012، ص ص: 32-33.

² سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص ص: 207-208

ثانيا- **تعريف العقود المستقبلية:** العقد المستقبلي " Future contrat " هو اتفاق بين طرفين : الطرف البائع و يطلق عليه صاحب المركز القصير، و الطرف المشتري و يطلق عليه صاحب المركز الطويل. يقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصل حقيقي (سلعة ما) أو أصل ورقي (مثل الأسهم و السندات) في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم، و ذلك على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد. و على طريي العقد أن يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه مبلغا نقديا أو أوراق مالية حكومية، أذون الخزينة على الأخص، تمثل نسبة ضئيلة من العقد يطلق عليها الهامش المبدئي " Initial margin ". و الغرض من هذا الهامش هو إثبات الجدية و حسن النية من الطرفين. كما يستخدم لأغراض التسوية اليومية، اذا ما تعرض احد الطرفين للخسائر نتيجة لتغير سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه¹.

ثالثا- اوجه الاختلاف بين العقود الآجلة و المستقبلية:

- يتم التعامل بالعقود الآجلة في السوق غير الرسمية " OTC Over the counter market "، بينما التعامل بالعقود المستقبلية يتم في السوق الرسمية.
- العقود المستقبلية جميعها نمطية " Standards " في بنودها و شروطها خلافا للعقود الآجلة التي يجري تفصيلها وفقا لرغبة و تفضيلات المتعاقدين.
- العقود المستقبلية تخضع للتسويات اليومية وفقا لحركة و اتجاهات الأسعار و سعر التسوية الذي تقررته لجنة من غرفة المقاصة، بينما العقود الآجلة لا تخضع لنظام التسوية اليومية وان ذلك يتوقف على رغبة طرفي التعاقد.
- في العقود المستقبلية يقوم طرفي التعاقد بإيداع تامين ابتدائي لدى غرفة المقاصة، بينما في العقد الآجل لا يوجد التزام على المتعاقدين بإيداع هذا التامين².

رابعا- **أنواع العقود المستقبلية:** تتنوع العقود المستقبلية طبقا للأصل محل التعاقد، و من أكثرها تداولاً ما يلي³ :

1. **العقود المستقبلية السلعية:** و هي العقود التي تتم على سلع نمطية حقيقية كالحاصلات الزراعية بكل أنواعها و الموارد الطبيعية من معادن و طاقة، و سلع أخرى كالأسمدة و المطاط، و الاسمنت.....الخ.
2. **العقود المستقبلية المالية:** و تتضمن كل من العقود المستقبلية للعملات، و العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم، و العقود المستقبلية لأسعار الفائدة.

المطلب الثالث : عقود الخيارات Option Contarts :

أولاً- **تعريف عقد الخيار:** يعرف عقد الخيار كما يلي:

- الخيار هو عقد يخول حامله شراء أو بيع أصل معين (ورقة مالية) بسعر محدد وقت الاتفاق، و يتم التسليم في وقت محدد في المستقبل، و هذا العقد يتم بين الذي يريد شراء أو بيع الورقة المالية، و الطرف البائع لهذا الخيار يتقاضى علاوة (كلفة) عند إبرام العقد⁴.

¹ منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في ادارة المخاطر، الجزء الثاني، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2003 ، ص 92.

² سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص ص 201-202.

³ مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، مرجع سابق، ص ص 241-242.

⁴ موسى سعيد مطر، شقوي نوري موسى و اخرون، التمويل الدولي، الطبعة الاولى، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2008 ، ص 111.

- أما ستيف كرول (Steve krull) فيعرف عقد الخيار بأنه " عقد بين مشتري و بائع يعطي للمشتري حقا في أن يبيع أو أن يشتري أصلا معيننا بسعر محدد سلفا، خلال فترة زمنية معينة محددة مسبقا. و يلتزم البائع بمقتضى هذا العقد بتنفيذه إذا ما طلب إليه ذلك، و ذلك بشراء أو بيع الأصل محل التعاقد بالسعر المتفق عليه، بينما يمارس الشاري حقه في تنفيذ العقد أو فسخه دون أي التزام من جانبه تجاه الطرف الأخر".¹

ثانيا- أنواع عقود الخيار **Option Contrats**: يمكن تقسيم عقود الخيارات إلى نوعين من حيث طبيعة العقد و من حيث موعد التنفيذ حيث نجد:

1. من حيث طبيعة العقد: تقسم العقود إلى نوعين رئيسيين هما:

- خيار الشراء **Call Option** : و الذي يخول لحامله الحق و ليس الالتزام في شراء الكمية المتفق عليها بسعر محدد وقت الاتفاق (سعر الممارسة)، و يتم التسليم في وقت محدد في المستقبل (تاريخ الممارسة)، و يتقاضى الطرف البائع لهذا الخيار علاوة من حامل الخيار عند إبرام العقد. كما وان هناك نوعين من خيارات الشراء و التي تتمثل في كل من شراء خيار الشراء، و بيع خيار الشراء.

- خيار البيع **Put Option** : يعتبر خيار البيع معكوس خيار الشراء، و هذا الخيار يخول حامله الحق و ليس الالتزام في بيع الكمية المتفق عليها بسعر محدد وقت الاتفاق، و يتم التسليم في وقت محدد في المستقبل. و هو بدوره يتضمن نوعين من الخيارات التي تتمثل في كل من شراء خيار البيع، و بيع خيار البيع.

2. من حيث موعد التنفيذ: حيث نجد كل من² :

- عقد الخيار الأمريكي : و الذي يمكن مالكة من ممارسة حقه في التنفيذ في أي تاريخ شاء، و ذلك مباشرة بعد عملية الشراء، و هي الأكثر تداولاً سواء تعلق الأمر بالأسهم أو العملات أو السلع ، و تستحق حقوق خيار شراء و بيع العملات في يوم الأربعاء من شهر الاستحقاق.

- عقد الخيار الأوروبي: و يختلف عن الخيار الأمريكي في انه لا يتيح تنفيذ حق الخيار إلا بتاريخ الاستحقاق.

المطالب الرابع : عقود المبادلات **Swap Contrats**

أولاً- مفهوم عقود المبادلة : يمكن تعريف كما يلي:

- حسب Joost " إنها في الحقيقة عقد آجل، و لكنها أصبحت ذات أهمية خاصة في الأسواق المالية، و قد توصف بأنها اتفاقية بين طرفين على تبادل نوع من الأصول في مقابل آخر في تاريخ مستقبلي لاحق"³.

- إن عملية التبدل أو المقايضة هي شراء و بيع عملة على أساس التسليم الآني بالسعر، و إعادة بيعها أو شرائها في نفس الوقت على أساس التسليم الآجل بسعر تسليم آجل يتم تحديده على أساس فروق أسعار الفائدة على القروض و الودائع بين العملتين¹.

¹ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 153.

² نعمان سعدي، البعد الدولي للنظام النقدي برعاية صندوق النقد الدولي، الطبعة الأولى، دار بلقيس، الجزائر، 2011، ص 147.

³ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 238.

و منه يمكن القول أن عقد المبادلة هو عبارة عن اتفاقية بين طرفين يتم بموجبها تبادل سلسلة من التدفقات النقدية بعملة واحدة او بعملات مختلفة، خلال فترة محددة في المستقبل ووفقا لصيغة و ترتيبات معدة مسبقا.

ثانيا- أسباب استخدام عقود المبادلات: يمكن تلخيص أهم الأسباب في ما يلي:

- ✓ إدارة مخاطر أسعار الفائدة و مخاطر أسعار الصرف.
- ✓ تخفيض متوسط تكلفة التمويل.
- ✓ تحسين متوسط العائد على الأصول.

ثالثا- أنواع عقود المبادلات: يمكن التمييز بين أربعة أنواع رئيسية لعقود المبادلة و هي:

- ✓ عقود مبادلة أسعار الفائدة Interest Rate Swaps .
- ✓ عقود مبادلة العملات Currency Swaps .
- ✓ عقود مبادلة السلع Commodity Swaps .
- ✓ عقود مبادلة حقوق الملكية Equity swaps .

و تعد عقود تبديل أو مبادلة العملات و أسعار الفائدة الأكثر شيوعا في الأسواق النقدية و المالية الدولية، و خاصة بين المؤسسات المالية (سيتم التطرق بالتفصيل لهذين النوعين من العقود في المبحث الرابع من هذا الفصل).

رابعا- عناصر عقود المبادلات : تشمل عقود المبادلات على العناصر الرئيسية التالية²:

- ✓ تاريخ العقد Initiation Date .
- ✓ تاريخ إنهاء الصفقة Termination Date .
- ✓ التاريخ الذي يبدأ فيه احتساب الدفعات و مواعيد الدفعات Settlement Date .
- ✓ سعر الفائدة الثابت Fix Rate .
- ✓ سعر الفائدة المتغير (العائم) Libor & Euribor .
- ✓ المبلغ المعتمد اسميا لصفقة التبادل و يطلق عليه المبلغ الوهمي أو الاعتباري أو الاسمي الذي يتم الاتفاق عليه مقدما و يستخدم هذا المبلغ فقط كمقياس لتحديد مقدار الدفعات (التدفقات النقدية)، التي تسدد وفقا لاتفاقية المبادلة، و لا يتم تبادله إطلاقا في مبادلات سعر الفائدة أو في مبادلات حقوق الملكية ، بينما في مبادلات العملات يمكن أن يتم تبادله أحيانا.
- ✓ العملة التي تستخدم لعقد الصفقة و احتساب الدفعات و التسويات.

¹ موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى، و اخرون، مرجع سابق، ص 128.

² مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، مرجع سابق، ص: 308.

المبحث الثاني: سوق الصرف و التعامل بالعملات الأجنبية

سنتناول في هذا المبحث ماهية الصرف ، ثم أسواق الصرف الاجنبي الآتية و الآجلة ، و أخيرا مخاطر و وضعيات الصرف.

المطلب الأول: ماهية أسعار الصرف

أولاً- مفهوم سعر الصرف : يعرف سعر الصرف كما يلي:

- هو عدد وحدات العملة الوطنية التي يستلزم دفعها لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية، أو هو عدد وحدات العملة الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الوطنية¹.
- كذلك يعرف بأنه سعر عملة بعملة أخرى، أو هو نسبة مبادلة عملتين، فاحد العملتين تعتبر سلعة و العملة الأخرى تعتبر ثمن لها².

ثانياً- أنظمة أسعار الصرف: هناك ثلاثة أنظمة لتحديد سعر الصرف و هي:

1. نظام سعر الصرف الثابت: و هو عبارة عن أسعار صرف العملات المحلية التي تثبتها السلطات النقدية في بلدانها، أو عن طريق استخدام الذهب كوسيط دولي و محلي للتبادل بحيث تحدد كل دولة قيمة عملتها مقابل كمية ثابتة من الذهب³.
2. نظام سعر الصرف الحر (العائم): و هو النظام الذي يتحدد فيه سعر العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية ، نتيجة لتفاعلات قوى العرض و الطلب من العملة الوطنية و العملة الأجنبية، فالطلب المحلي على العملة الأجنبية مشتق من الطلب المحلي على السلع و الخدمات و الأصول المالية الأجنبية ، في حين أن عرض الصرف الاجنبي مشتق من الطلب الاجنبي على السلع و الخدمات و الأصول المالية المحلية⁴.
3. نظام سعر الصرف المدار (المرونة المقيدة): وفق هذا النظام يتم تثبيت سعر صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية مع السماح لها بالتذبذب انخفاضاً أو ارتفاعاً بحدود معينة لا تتجاوز 2.54 % في كلى الاتجاهين، و بالتالي فان هذا النظام يأخذ مزايا النظامين السابقين، فهو نظام لأسعار الصرف يتوسط نظام سعر الصرف الحر و سعر الصرف الثابت، فهو لا يمتاز بالجمود كما في نظام أسعار الصرف الثابتة، و أيضا لا يسمح لسعر الصرف بالتذبذب بشكل كبير مما يؤدي الى عدم استقرار حجم التجارة الوطنية⁵.

ثالثاً- أنواع (صيغ) أسعار الصرف: هناك العديد من الأنواع لسعر الصرف نذكرها فيما يلي:

1. سعر الصرف الاسمي: هو مقياس لقيمة عملة إحدى البلدان التي يمكن تبادلها بقيمة عملة بلد آخر، و يتم تبادل العملات أو عمليات شراء و بيع العملات حسب أسعار هذه العملات بين بعضها البعض. و يتم تحديد سعر الصرف

¹ موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى و اخرون، مرجع سابق، ص: 43.

² لخلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الاجنبي و علاقاتها بالسياسة النقدية دراسة تحليلية للأثار الاقتصادية لسياسة الصرف الاجنبي، الطبعة الاولى، مكتبة حسن العصرية ، بيروت- لبنان، 2010، ص120.

³ آدم مهدي احمد، المالية الدولية، الطبعة الاولى، الشركة العالمية للطباعة و النشر، السودان، 2007، ص 30.

⁴ موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى و اخرون، مرجع سابق، ص44.

⁵ موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى و اخرون، مرجع سابق، ص: 47.

الاسمي لعملة ما تبعا للطلب و العرض عليها في سوق الصرف في لحظة زمنية ما. و لهذا يمكن لسعر الصرف ان يتغير تبعا لتغير الطلب و العرض و بدلالة نظام الصرف المعتمد في البلد. فارتفاع سعر عملة ما يؤشر على الامتياز بالنسبة للعملات الأخرى¹.

2. **سعر الصرف الحقيقي:** هو ذلك المؤشر المرجح الذي يعمل على الجمع بين كل من تقلبات سعر الصرف الاسمي و تباين معدلات التضخم، باعتبار انه يأخذ في الحسبان التقلبات التي تطرأ على الأسعار الأجنبية، و ربطها بمستوى الأسعار المحلية، و يمكن التعبير عنه بالعلاقة التالية²:

$$\text{سعر الصرف الحقيقي} = \text{سعر الصرف الاسمي} \times (\text{مؤشر الأسعار المحلية} / \text{مؤشر الأسعار الأجنبية})$$

3. **سعر الصرف الفعلي الاسمي:** و هو عبارة عن متوسط سعر العملة بالنسبة لمجموعة من العملات الأجنبية، حيث ترجح كل عملة على أساس وزنها و أهميتها في التجارة الخارجية و بالتالي فهو يعطي فكرة عامة عن قيمة العملة الوطنية في الأسواق الدولية، باعتبار أن أي تغير في قيمة العملات التي تتكون منها السلة يؤدي إلى تغيير سعر الصرف الفعلي لقيمة العملة المحلية. فقد يرتفع الدولار مقارنة بالأورو و تنخفض قيمته بدلالة الجنيه الإسترليني، و يبقى ثابتا بالنسبة للين. فيأتي سعر الصرف الفعلي الاسمي لقياس متوسط التغيرات التي حدثت في قيمة الدولار، مما يسمح بتتبع تطورات العملة المحلية مقابل مجموعة عملات الشركاء و المنافسين³.

4. **سعر الصرف الفعلي الحقيقي:** الواقع أن سعر الصرف الفعلي هو سعر اسمي لأنه عبارة عن متوسط لعدة أسعار صرف ثنائية، و من اجل أن يكون هذا المؤشر ذا دلالة ملائمة على تنافسية البلد تجاه الخارج لا بد أن يخضع هذا المعدل الاسمي إلى التصحيح بإزالة اثر تغيرات الأسعار النسبية⁴.

المطلب الثاني: أسواق الصرف الاجنبي الآتية و الآجلة

عمليات التجارة الدولية و الاستثمارات الدولية تقتضي التعامل بالعملات الأجنبية، و هذه المعاملات تحتاج إلى سوق يضمن تحقيق التوازن بين عروض و طلبات العملات من خلال آلية تحديد سعر الصرف للعملة موضوع المبادلة. كما أن هناك من الأسواق، سوق الصرف العاجل (الفوري) و الذي يتم فيه تسليم العملات خلال 48 ساعة (أيام عمل مفتوحة)، و سوق الصرف الآجل و الذي يتم فيه التسليم في أكثر من 48 ساعة.

أولاً- تعريف سوق الصرف: يمكن تعريف سوق الصرف كما يلي

■ يعتبر الإطار التنظيمي الذي يقوم فيه الأفراد و الشركات و البنوك بتبادل مختلف العملات القابلة للتحويل، من خلال عمليات العرض و الطلب بهدف تلبية احتياجات الأعوان الاقتصادية⁵.

¹ عبد المجيد قدي، المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص 103.

² نعمان سعدي، مرجع سابق، ص 121.

³ عمان سعدي، مرجع سابق، ص: 123.

⁴ عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص 106.

⁵ نعمان سعدي، مرجع سابق، ص 124.

■ سوق الصرف هو ذلك المكان أين يتم تبادل العملات مقابل بعضها البعض بيعا و شراء، و يتقابل طلب كل عملة مع عرضها، كما انه ليس للسوق مكان جغرافي معين، بل يمكن القول أن أبعاده المكانية أصبحت تمثل كل أنحاء الكرة الأرضية¹.

ثانيا- **المتدخلون في سوق الصرف:** سوق الصرف يعمل 24 ساعة على 24، و أهم المتدخلين في هذا السوق هم البنوك، و السماسرة، و البنوك المركزية، و المؤسسات المالية.

1. **البنوك:** يعتبر سوق الصرف سوقا واسعة ما بين البنوك، فقط البنوك الكبيرة لها حق المشاركة أو الدخول للسوق. متخصصي هذه البنوك يدعون الصيرفيون "Cambistes"، حيث نجد منهم الصيرفيون صانعي السوق " Market makers " الذين يقومون بتسعير أسعار العملات مباشرة في سوق ما بين البنوك لحساب المؤسسة التي توظفهم. كما نجد الصيرفيون الزبائن الذين يتكفلون بالبيع بناء على طلب زبائنهم من الشركات و المؤسسات².

2. **السماسرة:** هم الوسطاء الذين يعملون على تجميع الأوامر الصادرة من مختلف البنوك التجارية ، بخصوص بيع و شراء العملات الأجنبية، من خلال تقديمهم لمعلومات حول تسعيرة العملات عند الشراء و عند البيع، و تسهيل عملية مقابلة الطلب بالعرض لصالح مؤسسات أخرى دون أن يكونوا طرفا في العقد الذي يبرم جراء هذه المقابلة، نشاطهم يتعدى حدود إقليم الدولة، و يتقاضون أجورهم بخصم نسبة من كل عملية صرف يقومون بها³.

3. **البنوك المركزية:** تتدخل بشكل رئيسي من اجل التأثير على قيمة عملتها إما بسبب السياسة الاقتصادية الداخلية، أو من اجل تلبية حاجيات الدولة من العملات الصعبة، أو تنفيذ الأوامر الصادرة عن الإدارات و البنوك المركزية الأجنبية و المنظمات الدولية.

4. **المستثمرين المؤسساتيين:** " المستثمرين المؤسساتيين يمثلون أهم المتدخلين غير البنكيين في سوق الصرف"⁴ ، و يضم بالخصوص المؤسسات مثل صناديق المعاشات و التقاعد، شركات التأمين، و صناديق الاستثمار... الخ. و تدخلهم ليس مقتصرًا فقط على الحصول على العملات أو التحوط ضد خطر الصرف ، بل لا يتوانون في القيام بعمليات كبيرة كالترويج و المضاربة.

ثالثا- **حجم سوق الصرف و أماكنه الرئيسية:** حسب إحصائيات البنوك المركزية المنجزة في افريل 2007 ، فان المعاملات اليومية التي تتم في السوق ما بين البنوك الدولي للصرف قد بلغت 3210 مليار دولار. كما أن معاملات الصرف الفورية تبلغ 1005 مليار دولار يوميا، أما بقية المعاملات فتتعلق بعمليات الصرف الآجلة. حوالي 5 % من المعاملات تتعلق تمويل مبادلات السلع و الخدمات، و الباقي مرتبط بالعمليات المالية، و التغطية، و المضاربة.

و الجدول رقم (1.2) يظهر أهم المعاملات التي تتم في هذه الأسواق ، حيث نجد أن لندن هي المكان الأبرز بمبلغ يمثل 34 % من حجم المعاملات، ثم الولايات المتحدة الأمريكية (نيويورك و شيكاغو) بنسبة تقارب 17 %، ثم اليابان التي يمثل حجم معاملاتهما ما مقداره 6 % من السوق.

¹ صحراوي سعيد، مرجع سابق، ص 56

² Patrice Fontaine, **Marché de change**, Ed. PEARSON, Paris, 2008, P 15-16

³ سعيد نعمان، مرجع سابق، ص 130.

⁴ Simon Yves, **Marché des changes et gestion du risque de change**, Ed. DALLOZ, Paris, 1995, P 7.

الجدول رقم (2-1) : الحجم اليومي لمعاملات الصرف في العديد من الأماكن (%)

الدولة	افريل 1998	افريل 2001	افريل 2004	افريل 2007
بريطانيا	32%	31.1%	31.3%	34.1%
الولايات المتحدة	18%	15.7%	19.2%	16.6%
اليابان	8%	9.1%	8.3%	6%
سنغافورة	7.1%	6.2%	5.2%	5.8%
هونغ كونغ	4%	4.1%	4.2%	4.4%
سويسرا	4.2%	4.4%	3.3%	6.1%
المانيا	4.8%	5.4%	4.9%	2.5%
فرنسا	3.7%	3%	2.6%	3%
أماكن أخرى	18.2%	21%	21%	21.5%

المصدر: Patrice Fontaine, Op.cit. P17

رابعاً- أنواع أسواق الصرف الاجنبي: يوجد نوعين من أسواق الصرف الاجنبي تتمثل في:

1. سوق الصرف العاجل (الفوري) Spot market :

أ- تعريف سوق الصرف العاجل : يمكن تعريف سوق الصرف العاجل بأنه " السوق الذي يتم فيه شراء و بيع العملات التي يجب أن تسلم على أكثر تقدير يومين مفتوحين ، بعد تاريخ إتمام المعاملة"¹.

و الجدول التالي يبين حجم المعاملات اليومية للصرف في سوق الصرف العاجل :

الجدول (2-2) : تطور الحجم اليومي لمعاملات الصرف في سوق الصرف العاجل

الوحدة: (ملايين الدولارات)

افريل 1989	افريل 1992	افريل 1995	افريل 1998	افريل 2001	افريل 2004	افريل 2007
317	394	494	568	387	621	1005

المصدر: Patrice Fontaine, Op.cit. P 18

ب-التسعير في سوق الصرف العاجل La cotation : يوجد نوعين من أشكال التسعير في سوق الصرف العاجل هي:

¹ Simon. Yves, Op.cit., P 11

✓ **التسعير المباشر (المؤكد) La cotation au certain** : و يعبر عن عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الوطنية. و هذا النوع من التسعير يقتصر استعماله على بعض الدول كبريطانيا و استراليا، و نيوزيلاندا، و دول الاتحاد الأوربي. أما بقية الدول فتستعمل التسعير غير المباشر (غير المؤكد) "L'incertain".

مثال : تسعير الدولار مقارنة باليورو يتم على النحو التالي: EUR/USD 1,452. و هذا يعني أن 1 يورو يساوي 1,452 دولار (1 EUR = 1,452 USD).

✓ **التسعير غير المباشر (غير المؤكد) La cotation à l'incertain** : و يعبر عن عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية. و هو التسعير الذي تعمل به معظم دول العالم.

مثال: تسعير الدينار الجزائري مقارنة بالدولار الأمريكي يتم كمايلي: USD/DZD 85,3570 و هذا يعني أن 1 دولار أمريكي يساوي 85,3570 دينار جزائري (1 USD = 85,3570 DZD).

بالإضافة إلى هذين النوعين ، نجد في سوق الصرف العاجل ما يعرف بسعري الشراء و البيع (ask – bid) ، و كذلك الأسعار المتقاطعة (les cours croisés) و التي يمكن توضيحها فيما يلي :

- 1- **سعر الشراء (bid)** : و هو السعر الذي من خلاله يوافق الصيرفي على شراء العملة المرجعية.
- 2- **سعر البيع (ask)** : وهو السعر الذي من خلاله يوافق الصيرفي على بيع العملة المرجعية.

و الفارق بين كل من سعر الشراء و سعر البيع يسمى بـ **المسعر " Spread "** ، و هو يخضع لقانون العرض و الطلب على العملة، و كذلك لحجم الخطر المتخذ من طرف الصيرفي.

مثال: لدينا التسعير التالي : EUR/USD = 1,2540/1,2545

$$\text{Bid} = 1,2540.$$

$$\text{Ask} = 1,2545$$

$$\text{Spread} = 1,2545 - 1,2540 = 0,0005.$$

ج- الأسعار المتقاطعة Les cours croisés : بشكل عام أسعار مختلف العملات في سوق الصرف العاجل تقوم أو تسعر بالدولار الذي يشكل العملة المرجعية. و من اجل تحديد سعر عملتين غير الدولار نستعمل الأسعار المتقاطعة و التي تحدد بناء على تسعير هاتين العملتين مقابل الدولار.

مثال: مستورد جزائري يود تسديد فاتورته بالفرنك السويسري (CHF). فيرسل إلى بنك من اجل الحصول على سعر صرف الفرنك السويسري مقابل الدينار الجزائري المطبق من طرف البنك

لدينا التسعير التالي :

$$\text{USD/CHF} = 5,1430/5,1435$$

$$\text{USD/ DZD} = 85,4635/85,4640.$$

و عليه سعر البيع ل : CHF/DZD يحدد من خلال قسمة سعر البيع ل: USD/DZD على سعر الشراء ل : USD/CHF يكون كما يلي:

$$85,4640 / 5,1430 = 16,6175.$$

كما ان سعر الشراء ل : CHF/DZD يحدد من خلال قسمة سعر الشراء ل : USD/DZD على سعر البيع ل : USD/CHF يكون كما يلي:

$$85,4635 / 5,1435 = 16,6158.$$

و منه تسعير الدينار الجزائري مقابل الفرنك السويسري يكون كما يلي :

$$\text{Cotation CHF/DZD} = 16,6158/16,6175.$$

و الجدول الموالي يبين أسعار التقاطع بين مختلف العملات بتاريخ 12 فيفري 2008.

الجدول رقم (2-3) : الأسعار المتقاطعة

كندا	اليابان (100)	سويسرا	بريطانيا	الولايات المتحدة	اليورو	
1,4536	1,5542	1,6005	0,7462	1,4542	1	EUR
0,9996	1,0688	1,1006	0,5131	1	0,6877	USD
1,9480	2,0828	2,1449	1	1,9488	1,3401	GBP
0,9082	0,9711	1	0,4662	0,9086	0,6248	CHF
0,9353	1	1,0298	0,4801	0,9357	0,6434	JPY(100)
1	1,0692	1,1011	0,5133	1,0004	0,6879	CAD

المصدر: Patrice Fontaine, Op.cit. P 20

2. سوق الصرف الآجل Forward market :

أ- مفهوم سعر الصرف الآجل : سوق الصرف الآجل هو سوق غير محدد بمكان معين ، أين عمليات الصرف تعالج بواسطة التلكس أو الهاتف. و فيه يتم تثبيت سعر و مبلغ العملة المراد تبادلها بصفة تامة و نهائية. غير أن التسليم يكون بتاريخ لاحق و محدد مسبقا، حيث يتجاوز يومين مفتوحين من تاريخ إبرام العقد كأن يكون خلال شهر أو ثلاثة أشهر أو أكثر.

كما يأخذ الصرف الآجل الشكلين التاليين:

- ✓ البيع الآجل للعملة (تغطية الصادرات): حيث أن المصدر الذي يتوقع الحصول على العملة ثمن التصدير، و بهدف إنهاء وضعية الصرف الطويلة، فانه بإمكانه التحوط ضد خطر الصرف من خلال البيع الآجل للعملة.
- ✓ الشراء الآجل للعملة (تغطية الواردات): فالمستورد الذي يتوقع دفع مبلغ بالعملة ، و بهدف إنهاء وضعية الصرف القصيرة، يقوم بالشراء الآجل للعملة.

ب- مميزات سوق الصرف الآجل : في سوق الصرف الآجل، العمليات الآجلة قد تتراوح بين 3 و 7 أيام ، أو من شهر إلى 18 شهرا ، أو من 2 إلى 5 سنوات. بالنسبة للاستحقاقات بين 3 أيام و 6 أشهر فانه بالإمكان على العموم الحصول على الأسعار الآجلة لكل العملات المستعملة في التبادل الدولي، وحتى عام واحد بالإمكان كذلك معالجة أغلبية العملات، أما إذا بلغت المدة 5 سنوات، فقط 5 عملات رئيسية يتم تداولها وهي : الدولار الأمريكي، و اليورو، و الجنيه الإسترليني و الفرنك السويسري و الين الياباني¹.

للقيام بعمليات الصرف الآجل، تشترط البنوك على العموم (إلا إذا كان التعامل مع بنوك أخرى) إيداع مبلغ للضمان، وإذا كانت التقلبات كبيرة فيإمكان البنك طلب ضمانات إضافية. العمليات الآجلة تتم مباشرة من بنك إلى بنك أو بواسطة السماسرة، فهي غير مسعرة في البورصة، كما لا يوجد سعر آجل رسمي.

فيما يتعلق بفترة الاستقرار تعتبر العمليات الآجلة اقل أهمية من عمليات الصرف العاجل بما يعادل 10 مرات، و السوق في الغالب ذو اتجاه واحد أي بمعنى أن الطلب يقل على العملات الضعيفة ، كما يقل عرض العملات القوية، و بالتالي من الصعب إيجاد المقابل لهاتين الوضعيتين.

3. تحديد سعر الصرف الآجل: لا يوجد تسعير رسمي لأسعار الصرف الآجل، بل يتحدد السعر بناء على العلاوة (report)، أو الخصم (déport). و للحصول على السعر الآجل نضيف هذه العلاوة أو ننقص الخصم.

إذا تم تسعير الصرف الآجل مع العلاوة، هذا يعني أن السعر الآجل يفوق السعر العاجل، أما إذا تم تسعير الصرف الآجل مع الخصم، فهذا يعني أن السعر الآجل يقل عن السعر العاجل، بينما إذا كان السعر الآجل يساوي السعر العاجل فيكون هناك تعادل بين السعرين².

¹ Patrice Fontaine, op.cit. P 28

² Josette Peyard, Op. cit. P 60

و الجدول التالي يبين كيفية تحديد سعر الصرف الآجل بإضافة العلاوة أو إنقاص الخصم .

الجدول رقم (2- 4) : سعر الصرف الآجل لليورو مقابل العملات الرئيسية

CAD	JPY	CHF	GPB	USD	
					السعر العاجل
1,5042	123,84	1,6050	0,6500	1,0237	الشراء
1,5061	124,00	1,6057	0,6502	1,0242	البيع
					لشهر واحد
0,0025	-0,283	-0,0022	0,0012	0,0023	الشراء
0,0028	-0,2578	-0,0018	0,0014	0,0025	البيع
					لثلاثة أشهر
0,0076	-0,8329	-0,0064	0,0037	0,0065	الشراء
0,0086	-0,7587	-0,0053	0,0041	0,0072	البيع
					لستة أشهر
0,0159	-1,7404	-0,0115	0,0074	0,0134	الشراء
0,0178	-1,5937	-0,0095	0,0082	0,0146	البيع
					لعام واحد
0,0320	-3,4770	-0,0213	0,0146	0,0271	الشراء
0,0357	-3,1854	-0,0175	0,0161	0,0295	البيع

المصدر: Josette Peyrard, Op.cit. P 61

مثال: إذا كان السعر العاجل : EUR/USD = 1,0237/1,0242

✓ يمكن الحصول على سعر الشراء للشهر من خلال إضافة العلاوة (report) أو طرح الخصم (déport) من أو

إلى سعر الشراء الشهري العاجل كما يلي: $1,0237 + 0,0023 = 1,0260$

✓ يمكن الحصول على سعر البيع للشهر من خلال إضافة العلاوة (report) أو طرح الخصم (déport) من أو إلى

سعر البيع الشهري العاجل ما يلي: $1,0242 + 0,0025 = 1,0267$

أما إذا تم استعمال سعر الصرف الآجل لمدة N شهر، فإن العلاوة أو الخصم السنوي يحددان كما يلي:

(السعر الآجل - السعر الفوري / السعر الفوري) × (12 / المدة) × 100

✓ إذا كانت النتيجة سلبية، فهذا يعني انه معدل زيادة سنوي، و في حالة العكس فهذا يعني معدل نقص سنوي.

مثال: إذا كان لدينا التسعير ل EUR/USD كما يلي:

Cours comptant : 1,0237/1,0242

Cours 1 mois : 1,0260/1,0267

فان معدل الزيادة السنوي لليورو مقارنة بالدولار يكون كما يلي:

مما يعني ان الدولار انخفض مقارنة باليورو بما نسبته 2.70%.

و على العموم يمكن الحصول على سعر الصرف الآجل من خلال العلاقة التالية:

$$CT = CC \times \left[\frac{1+i_2 \times n/360}{1+i_1 \times n/360} \right]$$

حيث:

CT : سعر الصرف الآجل.

CC : سعر الصرف العاجل للعملة 1 مقابل العملة 2.

i_1 : معدل الاقتراض للعملة 1

i_2 : معدل الإقراض للعملة 2.

n : عدد الأيام (الآجال).

المطلب الثالث: مخاطر و وضعيات الصرف

في نظام سعر الصرف المرن عندما تحقق مؤسسة أو شركة ما عملية تقتضي تحصيل أو دفع مبالغ بالعملات الأجنبية خلال الأشهر أو السنوات المقبلة، فان هناك خطر للصرف تتعرض له هذه الشركة، بسبب عدم العلم المسبق بسعر صرف هذه العملات ، و بالتالي عدم معرفة حجم التدفقات من هذه العملات المقابلة لعملتها الوطنية.

أولاً- تعريف خطر الصرف:

✓ حسب جون البرت كولومب Jean-Albert Collomb فان " خطر الصرف هو خطر الخسارة المرتبطة بالتقلبات في أسعار العملات"¹.

✓ أما ميشال جورا Michel Jura فيعرفه بأنه " مبلغ الموجودات و المطلوبات من العملة الوطنية الذي سوف يتأثر بالتغير في سعر الصرف"².

و على العموم يمكن أن يعرف خطر الصرف بأنه تلك الخسارة المحتملة أو المتوقعة ، و التي تنجم عن التقلبات في أسعار صرف العملات مقابل العملة الوطنية.

ثانيا- أنواع مخاطر الصرف: يمكن أن نجد ثلاثة أنواع من المخاطر هي:

1. خطر الصرف المرتبط بالمعاملات : و الذي يظهر في المكاسب أو الخسائر الناجمة عن عدم التسوية الفورية للمعاملات التي تتم بالعملات الأجنبية، كما يقسم هذا الخطر بدوره إلى نوعين حسب طبيعة المعاملات المنجزة.

أ. خطر الصرف التجاري: و هو الخطر الناتج من " أنشطة الاستيراد و التصدير للمؤسسات التي تقوم بالفوترة بالعملات الأجنبية"³.

ب. خطر الصرف المالي: و الذي ينتج عن الأنشطة المالية للمؤسسة المفوترة بالعملات الأجنبية، من جراء الاستدانة أو الإقراض بهذه العملات.

2. خطر الصرف المرتبط بالأصول (المحاسبي) : و الذي يعرف بأنه " التعرض لخطر الصرف الناجم عن أصل مالي دائم أو شبه دائم"⁴. بمعنى تأثير سعر الصرف على القيمة المحاسبية للحسابات المجمعة لأصول أو خصوم المؤسسة.

3. خطر الصرف الاقتصادي: و هو الخطر الناجم عن تأثير سعر الصرف على قيمة المؤسسة⁵. أو هو خطر المنافسة الذي يظهر على المدى الطويل.

ثالثا- قياس خطر الصرف : لكي تستطيع المؤسسة قياس خطر الصرف، وحبب عليها المتابعة المستمرة لحقوقها و التزاماتها ، من خلال وضع آلية لمتابعة تحركات الصرف كما يلي:

➤ سعر الصرف المرجعي: تؤخذ أسعار سوق الصرف كـمعيار لتقييم خطر الصرف، و تتمثل هذه الأسعار في كل من سعري الصرف العاجل و الآجل.

➤ وضعية الصرف: كما سبق الإشارة إليه فان خطر الصرف يقاس من خلال وثيقة للإدارة أو التسيير تسمى وضعية الصرف.

1. تعريف وضعية الصرف:

¹ Jean-Albert Collomb , **Finance de marché**, Ed, Eska, Paris, P 106.

² Michel Jura, **Technique financière internationale**, Ed. DUNOD, 2^{ème} édition, Paris, 2003, P 158.

³ DEBEAUVAIS. M, SINNAH. Y, La gestion globale du risque de change - Nouveau enjeux et nouveaux risques-, Ed. Economica, 2^{ème} édition, Paris, 1992, P 109.

⁴ DEBEAUVAIS. M, SINNAH. Y, Op.cit., P 111.

⁵ Patrice Fontaine, Op.cit., P 176.

✓ حسب ميشال جورا Michel Jura فان "وضعية الصرف تتمثل في الوثيقة المحاسبية التي تجمع مختلف مخاطر الصرف التي تتعرض لها المؤسسة، و الأرصدة التي تظهرها. فهي تسمح بالتعرف الجيد على الخطر، و بالتالي سهولة التغطية و بأقل التكاليف"¹.

✓ اما باتريس فونتان Patrice Fontaine فيعرفها بأنها "التعرض لخطر الصرف يسمى كذلك وضعية الصرف. فهي عدد الوحدات من العملة التي يجب علينا دفعها او استلامها"².

و يمكن تناول وضعية الصرف من وجهتي نظر كل من المؤسسة و المصرف فيما يلي :

أ- من وجهة نظر المؤسسة: وضعية (مركز) الصرف للمؤسسة عبارة عن جرد لكل العمليات المحاسبية بالعملة التي تتم مع الخارج. فهي مرتبطة بأرصدة و ديون المؤسسة المعبر عنها بالعملة، فهي تغطي الحقوق على الزبائن، و الإيداعات بالعملة، و المشتريات و المبيعات الآجلة، و ديون الموردين...الخ.

مثال: ليكن لدينا وضعية الصرف التالية.

التقييم (الثمين)	سعر الصرف USD/EUR	المبلغ (آلاف الدولارات)	بيان العمليات
			<u>الأرصدة</u>
129,78	0,8652	150	حقوق على الغير
48,55	0,9710	50	إيداعات أو قروض بالعملة
64,47	0,9210	70	مشتريات لأجل (آجلة)
242,80	0,8992	270	(1) مجموع الأرصدة مقيمة بالسعر المتوسط
			<u>الالتزامات</u>
4,36	0,8715	5	ديون الزبائن
35,42	0,8856	40	اقتراضات بالعملة
116,80	0,8652	135	مبيعات لأجل (آجلة)
156,58	0,8699	180	(2) مجموع الالتزامات مقيمة بالسعر المتوسط
86,22	0,9580	90	(1) - (2) الوضعية الصافية

¹ Michel Jura, Op.cit., p 168

² Fontaine Patrice, Op.cit. , P 130.

نقول عن وضعية الصرف أنها معدومة أو مغلقة إذا كانت الأرصدة مساوية للالتزامات، و هذا لا ينطبق على المثال المبين أعلاه.
نقول عن الوضعية أنها مفتوحة (طويلة أو قصيرة) إذا كان هناك فرق بين الالتزامات و الأرصدة (سالب أو موجب). وهذا ما ينطبق على المثال أعلاه حيث وضعية الصرف هنا طويلة (+ 22, 86).

ب- من وجهة نظر المصرف (البنك): وضعية الصرف بالنسبة للبنك هي الفرق بين العملات المحصلة (أو التي سيتم استلامها)، و العملات المستحقة على البنك (أو التي سيتم تسليمها).

و كذلك هي عبارة عن الوثيقة التي تحصى حسب كل استحقاق، و كل عملة المبلغ الذي سوف يستلم او سوف يسلم، و الناجم عن الالتزامات المختلفة للبنك.

2. أنواع وضعيات الصرف: يمكن تقسيم وضعيات الصرف حسب العملات، و حسب تاريخ الاستحقاق حيث :

أ- حسب العملات: تقسم وضعيات الصرف إلى:

✓ وضعية صرف مغلقة: و التي تتساوى فيها حقوق المؤسسة على الغير بالديون المترتبة عليها. أما بالنسبة للمصرف فتكون وضعية الصرف مغلقة عندما تتساوى أرصدها مع التزاماتها.

✓ وضعية صرف مفتوحة: و التي تنقسم إلى وضعية صرف طويلة و قصيرة حيث نجد:

1- وضعية الصرف الطويلة: و فيها تكون حقوق المؤسسة أكبر من ديونها. أما بالنسبة للبنك¹ فعندما تكون التزاماتها اقل من أرصدها من العملة.

2- وضعية الصرف القصيرة: أي عندما تفوق ديون المؤسسة حقوقها على الغير. بالنسبة للبنك² عندما تكون الالتزامات أكبر من الأرصدة.

ب- حسب تاريخ الاستحقاق: و تقسم كذلك وضعية الصرف حسب الاستحقاق إلى:

✓ وضعية الصرف الآنية (العاجلة): حيث تبين المبلغ من العملة الواجب دفعه أو استلامه خلال مدة لا تتجاوز (J+2).
✓ وضعية الصرف الآجلة: و تبين المبلغ من العملة الواجب دفعه او استلامه بتاريخ آجل يفوق يومين مفتوحين (يومي عمل).
✓ وضعية الصرف الإجمالية: وتضم كل من وضعيتي الصرف العاجلة و الآجلة في آن واحد، و تمتاز في كونها تعطي فكرة عامة عن المبلغ الإجمالي المعرض لخطر الصرف.

3. حساب وضعية الصرف الإجمالية (صافي المعاملات): كل عملة تعتبر عرضة (حساسة) للتغيرات مقارنة بالعملة المرجعية، فعلى المكلف بالخبزينة معرفة المبلغ المعرض لخطر الصرف حسب كل عملة ، الناجم في واحد من المعاملات التجارية و المعاملات المالية³.

¹ Sylvie de Coussergue, **Gestion de la banque - du diagnostic à la stratégie -**, Ed. DUNOD, Pris, 2005, P 191.

² Ibid. P : 190.

³ De la Bruslerie Hubert, **Trésorerie d'entreprise, gestion des liquidités et des risques**, Ed. DUNOD, Paris, 2009, P 370.

و الجدول التالي يلخص وضعية الصرف الإجمالية كما يلي :

الجدول رقم (2-5) : الوضعية الإجمالية للصرف

(+) طلبيات للتصدير
(-) طلبيات للاستيراد
(+) فوترة الزبائن (تصدير)
(-) معدات للدفع (استيراد)
(-/+) حساب الربط
(-/+) اخرى (براءات اختراع، اجازات، مصاريف)
(+) طلبيات تقديرية للتصدير
(+) طلبيات تقديرية للاستيراد
= وضعية تجارية للمعاملات بالعملة
(-/+) رصيد الحساب الجاري البنكي بالعملة
(+) مشتريات فورية و آجلة للعملة
(-) مبيعات فورية و آجلة للعملة
(+) ودائع و ديون بالعملة
(-) استدانان بالعملة
(+) فوائد على الودائع و الديون بالعملة
(-) فوائد على الاستدانان بالعملة
(+) شراء خيار الشراء / بيع خيار البيع بالعملة
(-) بيع خيار الشراء / شراء خيار البيع بالعملة
= وضعية مالية
= الوضعية الإجمالية

المصدر : De la Bruslerie Hubert, Op.cit. P 371

4. أثر وضعية الصرف : تأثير تقلبات أسعار الصرف على نتيجة المؤسسة يظهر بحسب وضعيات الصرف المختلفة كما يبينه الجدول الموالي :

الجدول رقم (2-6) : اثر وضعية الصرف

البيان	الحدث	النتيجة
وضعية صرف مغلقة	هناك ارتفاع في العملة	لا وجود لخطر الصرف
	هناك انخفاض في العملة	
وضعية صرف مفتوحة	هناك ارتفاع في العملة	وجود ربح
	هناك انخفاض في العملة	وجود خسارة
	هناك ارتفاع في العملة	وجود خسارة
	هناك انخفاض في العملة	وجود ربح

المصدر : من إعداد الطالب بناء على العديد من المعطيات

المبحث الثالث: تقنيات تغطية مخاطر سعر الصرف

يهدف تغطية المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات في معاملاتها المالية بالعملة الأجنبية: فإنها تلجأ إلى جملة من الأدوات أو التقنيات ، و التي تتنوع بين التقنيات التقليدية الداخلية و الخارجية و كذلك التقنيات الحديثة المبتكرة في هذا المجال .

المطلب الأول: التقنيات التقليدية الداخلية

الإدارة أو التسيير الداخلي لخطر سعر الصرف من طرف المؤسسة يهدف إلى التقليل من هذا الخطر، من خلال مجموعة من التقنيات تتمثل فيما يلي:

أولاً- اختيار عملة الفوترة **Le choix de la monnaie de facturation** : عملة الفوترة هي العملة التي يجرى بها عقد البيع أو عقد الشراء¹. و لتجنب التعرض لخطر الصرف الطريقة الأسهل هي الفوترة بالعملة المرجعية، و التي في الغالب هي العملة الوطنية. هذه الطريقة تلغي كل شك، لان المصدر أو المستورد الذي عقد الصفقة بعملة الوطنية يعرف بصفة أكيدة المبلغ الذي سوف يستلمه أو يدفعه عندما يمين اجل الاستحقاق².

ثانياً- اللجوء إلى الشروط النقدية **Le recours aux clauses monétaires**: هذه الطريقة تسمح بتكثيف أسعار الشراء أو البيع للسلع و الخدمات مع تقلبات أسعار الصرف، مما يمكن المصدر أو المستورد بتقليل التعرض لخطر الصرف³.

1. تكثيف الأسعار نسبة لتقلبات الصرف: في هذه الحالة يتفق كل من المصدر و المستورد على أن التقلبات في أسعار عملة الفوترة تحمل كلية إلى ثمن المنتجات المصدرة أو المستوردة. بمعنى إذا ارتفع سعر العملة فان الثمن ينخفض، أما إذا انخفض سعر العملة فان الثمن يرتفع.

¹ Josette Peyrard, Op.cit. , P 105.

² Simon Yves , Delphine Lautier et autres, **Finance internationale**, Ed. ECONOMICA, Paris, 2009, P 446.

³ Ibid, P : 447.

مثال:

أ- إذا عقد مصدر أوروبي اتفاقا تجاريا ب 100000 دولار على أساس أن 1 دولار = 0.86 اورو ، بشرط تكييف الأسعار نسبة لتقلبات سعر الصرف.

✓ فإذا ارتفع سعر صرف الدولار الى 1 دولار = 1 اورو فان ثمن التصدير سوف ينخفض الى :

$$100000 \times (0.86/1,00) = 86000 \text{ dollars.}$$

✓ اما اذا انخفض سعر صرف الدولار الى 1 دولار = 0.80 اورو ، فان الثمن سوف يرتفع الى :

$$100000 \times (0.80 / 0.80) = 107500 \text{ dollars.}$$

نلاحظ انه بفضل هذه التقنية فان المصدر الاوربي يضمن الحصول على مبلغ 86000 اورو.

ب- اذا عقد مستورد اوروبي اتفاقا تجاريا ب 100000 دولار على اساس 1 دولار = 0.98 اورو ، بنفس الشرط السابق.

✓ اذا ارتفع سعر الدولار اثناء التسديد الى 1 دولار = 1.10 اورو ، فان مبلغ الدين ينخفض الى :

$$100000 \times (0.98 / 1.10) = 89091 \text{ dollars.}$$

✓ اما اذا انخفض سعر صرف الدولار الى 1 دولار = 0.85 اورو، فان مبلغ الدين يكون :

$$100000 \times (0.98 / 0.85) = 115294 \text{ dollars.}$$

نلاحظ انه بفضل هذه الاداة فان المستورد يضمن دائما دفع المبلغ المقدر ب 98000 اورو.

2. **تكييف الاسعار نسبة لتقلبات الصرف مع اعفاء:** من خلال هذه التقنية يتفق كل من المصدر و المستورد على ان

التقلبات في اسعار عملة الفوترة تحمل الى المبلغ ، لكن في حدود الاعفاء المتفق عليه.

مثال: نفترض ان مصدر اوروبي عقد اتفاقا تجاريا ب 100000 دولار على اساس 1 دولار = 0.89 اورو، مع اضافة اعفاء بمقدار ± 0.03 اورو.

في هذه الحالة فان تعديل الاسعار يبدأ فقط عندما يرتفع سعر الدولار بمقدار $+ 0.03$ اي يصبح سعر صرف الدولار 1 دولار = 0.92 $(0.03+0.89)$ ، او عندما ينخفض الدولار بنفس المقدار $- 0.03$ اي 1 دولار = 0.86 $(0.03-0.89)$.

3. **شرط تقاسم الخطر:** في هذه الحالة يتفق كل من المصدر و المستورد على التقاسم بالتساوي لجزء من تقلبات سعر الصرف

بين تاريخ الفوترة (اعداد الفاتورة) ، و تاريخ الدفع (التسديد).

مثال: اذا عقد مستورد اوروبي اتفاقا تجاريا مع مصدر امريكي على اساس ما يلي:

✓ 1 دولار = 0.86 اورو.

✓ تقاسم الخطر بمقدار 50% .

✓ التسديد يتم على 5 دفعات متساوية.

فاذا كان سعر الصرف اثناء تسديد الدفعات الخمس كما يلي:

- ✓ تسديد الدفعة الاولى على اساس 1 دولار = 0.88 اورو.
- ✓ تسديد الدفعة الثانية على اساس 1 دولار = 0.90 اورو.
- ✓ تسديد الدفعة الثالثة على اساس 1 دولار = 0.92 اورو.
- ✓ تسديد الدفعة الرابعة على اساس 1 دولار = 0.94 اورو.
- ✓ تسديد الدفعة الخامسة على اساس 1 دولار = 0.96 اورو.

و منه فان متوسط سعر الصرف يكون على اساس 1 دولار = 0.92 اورو. فاذا تعرض المستورد لخسائر الصرف تعادل 0.06 اورو لكل 1 دولار، فانه بناء على شرط تقاسم الخطر، يتحمل فقط ما مقداره 0.03 اورو لكل 1 دولار.

4. شرط العملات المتعددة: يسمى كذلك بالصرف المتعدد، و الذي يسمح بصياغة العقد بالعديد من العملات، حيث يتم هذا فقط عند بلوغ الاستحقاق، اين يختار احد اطراف العقد العملة التي يتم بها التسديد.

فبناء على هذا الشرط بإمكان المصدر او المستورد استعمال او اختيار وفق شروط محددة عملة اخرى تختلف عن عملة الفوترة، كأن يطلب مثلا مصدر اوروبي التسديد بالفرنك السويسري في حالة ما اذا انخفض سعر صرف الدولار مقابل الاورو الى 1 دولار = 0.98 عوض 1 دولار = 0.86

ثالثا- المؤجلة **Le termillage**: فمن خلال هذه التقنية يمكن تسريع التحصيل او تأخير السداد للعملات بناء على تطور العملة المعنية.

فاذا توقع المستورد انخفاض في قيمة العملة الوطنية مقارنة بالعملة التي سوف يتم بها التسديد، فانه يطلب تعجيل التسديد (تسبيق موعد السداد).

و على العكس فالمصدر يؤخر استلام حقوقه من المورد قصد الاستفادة من الربح الذي ينجم عن التقلبات الايجابية لسعر صرف عملة التحصيل.

رابعا- المقاصة **La compensation**: حيث نجد مايلي

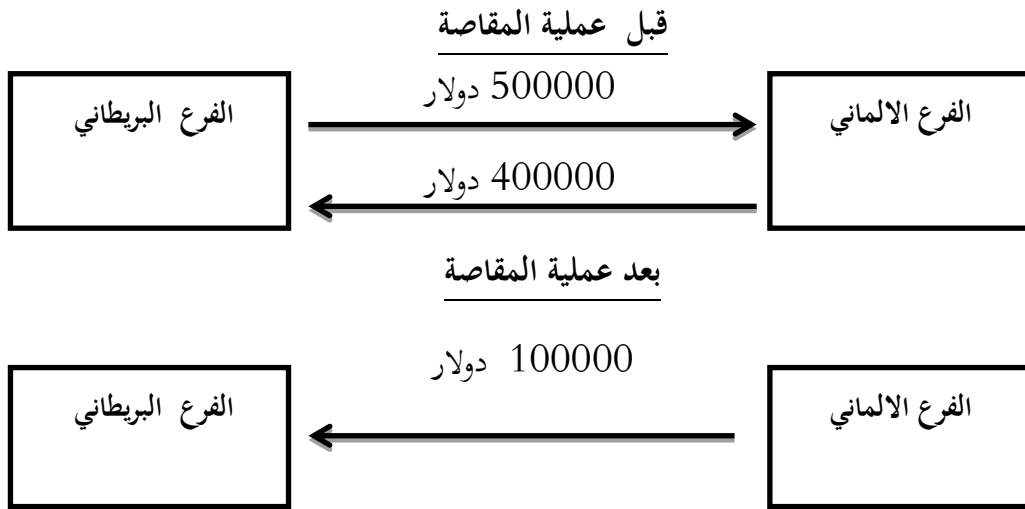
1. المقاصة الثنائية **Le netting bilatérale**: مبدأ المقاصة هو القيام بمقاصة وضعيات الصرف لفرعين ينتميان الى نفس المجمع متعدد الجنسيات، بما يؤدي الى اظهار الوضعية الصافية لاحد الفرعين مقارنة بالآخر¹.

مثال: اذا كان الفرع الالماني لشركة امريكية متعددة الجنسيات يملك حقوق بمقدار 500000 دولار على الفرع البريطاني لنفس الشركة متعددة الجنسيات، و الذي بدوره يملك هو الاخر حقوق على الفرع الالماني بمقدار 400000 دولار، فان الوضعية الصافية بينهما تقدر ب 100000 دولار لصالح الفرع الالماني، و التي تتطلب من الفرع البريطاني التحوط من خطر الصرف.

و الشكل 2.2 الموالي يوضح عملية المقاصة الثنائية :

¹ Yves Simon, Delphine Lautier et autres, Op.cit., P .450

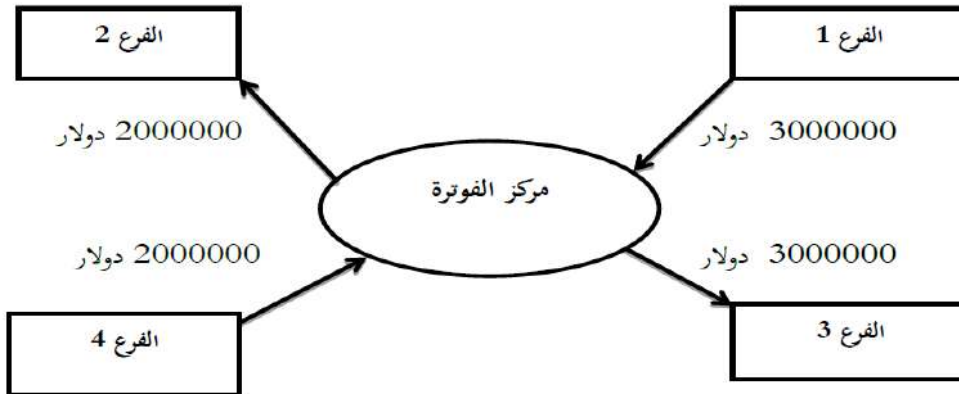
الشكل رقم (2-1) : مبدأ المقاصة الثنائية



المصدر : Simon Yves, Delphine Lautier et autres, Op.cit. P 450

2. المقاصة المتعددة **la compensation multilatérale** : يعد هذا النوع من المقاصة الأكثر استعمالاً عندما تكون العمليات بين الفروع متعددة، و بالتالي حجم التحويلات بين الفروع يكون منخفض لان كل فرع لا يدفع او يستلم الا المبلغ الصافي لوضعيته السالبة او الموجبة¹. و الشكل الموالي يوضح مبدأ المقاصة المتعددة.

الشكل رقم (2-2) : المقاصة المتعددة



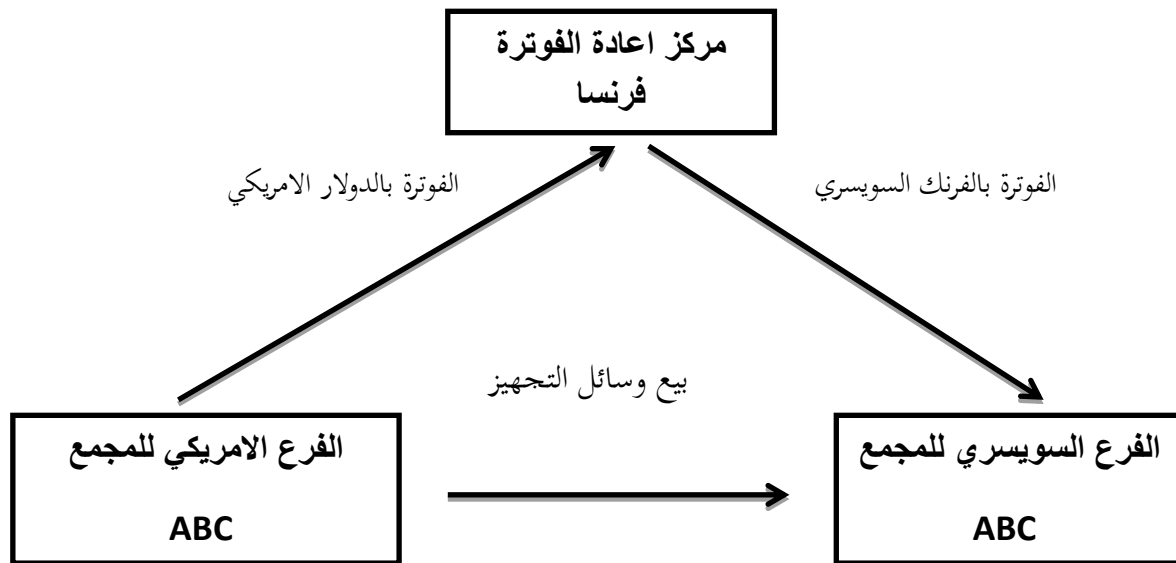
المصدر : Patrice Fontaine, Op.cit. P 135

خامساً- مركز إعادة الفوترة **Le centre de refacturation** : مركز إعادة الفوترة لجمع متعدد الجنسيات هو عبارة عن مركز يتواجد في دولة غير خاضعة لتنظيمات الصرف (العملة غير قابلة للتحويل) و الذي يجر فواتير بالعملة الوطنية لكل فرع من فروع هذا الجمع، و يستلم من هذه الفروع الفواتير المحررة بالعملات الاجنبية¹.

¹ Josette Peyrard, Op.cit. , P 107.

ففي هذا المركز الفواتير المحررة بالعملة الاجنبية تحرر باسم المركز من طرف الفروع، و المركز بدوره يرسل المقابل بالعملة الوطنية لهذه الفروع. كما ان التسديد بالعملة الاجنبية للموردين الاجانب من طرف الفروع يتم من خلال تحرير الفواتير باسم المركز بالعملة الوطنية، ويقوم بدوره بالتسوية بالعملة الاجنبية لصالح هؤلاء الموردين. كما ان تسيير او ادارة خطر الصرف يكون على مستوى هذا المركز .

الشكل رقم (2-3) : مركز اعادة الفوترة



المصدر: Josette Peyrard, Op.cit. P 109

سادسا- التجميع **La mise en commun** : و تعني تجميع لأكبر قدر من العمليات بالعملة لمختلف فروع المجمع ، حيث يتم تجميع كل التدفقات النقدية بالعملة سواء ما بين فروع المجمع او بين فروع المجمع و المؤسسات الخارجية. و الفائض المحقق من العملة لبعض الفروع يتم استعماله لتمويل احتياجات بعض الفروع الاخرى².

المطلب الثاني : التقنيات التقليدية الخارجية

بالرغم من استعمال المؤسسة لمختلف التقنيات الداخلية للتحوط من خطر الصرف الا ان هذه التقنيات لا تكفي لتغطية بعض مخاطر الصرف مما يؤدي بالمؤسسة الى اللجوء الى تقنيات اخرى تدعى بالتقنيات الخارجية التقليدية و الحديثة.

أولا- تسييق للعملة **L'avance en devise** : تعتبر هذه التقنية من تقنيات تمويل التجارة الدولية، و التي تسمح للمصدرين بالتحوط من خطر الصرف ، و تتم على مراحل ثلاث هي¹ :

¹ Josette Peyrard, Op.cit. , P 109.

² Patrice Fontaine, Op.cit. , P 136

- ✓ يقترض المصدر من احد البنوك او مباشرة يلجأ للسوق المالي ، للحصول على المبلغ بالعملة التي سيتم تحصيلها من زبائنه في الخارج.
 - ✓ يقوم مباشرة ببيع المبلغ الذي اقترضه في سوق الصرف العاجل (الفوري)، مما يمكنه من اعادة تكوين خزينته من العملة.
 - ✓ تسديد مبلغ الاقتراض من طرف المصدر يتم من خلال العملة التي يتم تحصيلها من المستورد في تاريخ الاستحقاق.
- و حتى يكون المصدر في تغطية فعلية ضد خطر الصرف ، يجب ان تكون العملة المقترضة مطابقة للعملة التي سيتم تحصيلها، و مدة الاقتراض مساوية لتاريخ استحقاق العملة من المستورد

مثال: مؤسسة اوربية تود التحوط (التغطية) من خطر الصرف من خلال القيام بتسبيق للعملة.

المعلومات المتوفرة حول العملية هي :

- ✓ ديون على الغير (حقوق) = 650000 دولار كندي.
- ✓ معدل الفائدة لثلاثة اشهر على الدولار الكندي هو : 5,500% - 5,375%
- ✓ سعر الصرف العاجل (الفوري) للدولار الكندي : CAD 1 = EUR 0,5921 - 0,5924

و بالتالي المبلغ " Somme " المقترض في سوق العملات الاوربي يكون كما يلي :

$$S + \frac{S \times 5^{4/8} \times 90}{100 \times 360} = 650000 \text{ CAD}$$

من خلال المعادلة يصل المبلغ المتحصل عليه الى 641184 دولار كندي (لا يسمح بتمويل الحقوق بما نسبته 100 %). و هو ما يعادل باليورو : $641184 \times 0,5921 = 379645 \text{ euros}$

عند تاريخ استحقاق الديون (تحصيل الحقوق) ، يستلم المصدر 650000 دولار كندي و التي تمكنه من تسديد قرضه المقدر ب 641184 دولار كندي بالإضافة الى فوائد الثلاثة اشهر المقدرة ب % $5^{4/8}$. اي 650000 دولار كندي.

في حالة ماذا اقترض المصدر 650000 دولار كندي ، فانه معرض لخطر الصرف على مبلغ الفوائد ، لأنه سوف يقوم بتسديد المبلغ التالي :

$$650000 \left(1 + 5^{4/8}\% \times \frac{90}{360} \right) = 658937,5 \text{ CAD.}$$

ثانيا- تأمين الصرف L'assurance de change : العديد من شركات التأمين تقترح عقودا للتأمين ضد مخاطر الصرف، فنجد على سبيل المثال الشركة الفرنسية لتأمين التجارة الخارجية " Coface " ، هذه العقود تسيير من طرفها لحساب الدولة الفرنسية ، تهدف لضمان سعر صرف لعمليات التصدير او الاستيراد، مقابل علاوة ثابتة نسبة لمبلغ العملية المغطاة².

¹ Simon Yves, Delphine Lautier et autres, Op.cit., P 454

² Patrice Fontaine, Op.cit. , P 149.

مثال: مؤسسة اوروبية تتحصل على ضمان لحقوقها على الغير في حدود 350000 دولار ، حيث تستحق هذه الحقوق في خلال 3 اشهر. سعر الصرف المضمون هو $EUR\ 1 = USD\ 1,35$ ، مما يجعل مبلغ الحقوق باليورو يساوي 259259,26 euros ($1,35 / 350000$).

عند استلام المبلغ تظهر حالتان هما :

✓ **الحالة 1** : عندما ينخفض سعر صرف الدولار حيث يصبح $EUR\ 1 = USD\ 1,40$ ، مما يجعل المبلغ المحصل يقدر ب 250000 دولار ($1.40 / 350000$) ، مما يعرض المؤسسة لخسارة بمقدار 9259,26 euros ($250000 - 259259,26$). و بالتالي يتم تعويض المؤسسة من طرف الشركة Coface بقيمة الخسارة (9259.26 اورو).

✓ **الحالة 2** : عندما يرتفع سعر صرف الدولار حيث يصبح $EUR\ 1 = USD\ 1,20$ ، مما يجعل المبلغ المحصل يقدر ب 291666,67 euros ($1.20 / 350000$) ، مما يجعل المؤسسة تحقق ربح بمقدار 32407,41 euros ($291666,67 - 259259,26$) ، حيث هذا الربح تحتفظ به شركة الضمان Coface .

ثالثا- التحوط او التغطية في سوق الصرف الآجل " Forwards " : من اجل التحوط ضد مخاطر الصرف المرتبطة بالانخفاض المحتمل للعملة، فانه يجب على المصدر البيع الآجل للعملات المتعلقة بمبلغ التصدير.

و من اجل التغطية ضد مخاطر الصرف المرتبطة بالارتفاع المحتمل للعملة، فانه يجب على المستورد الشراء الآجل للعملات المتعلقة بمبلغ الاستيراد.

اثناء عقد الاتفاق، ليس من الضروري ان يكون لدى المتعاقد الاموال اللازمة ، على اعتبار انه لا يتم سحب المبلغ من حساب الزبون الا بتاريخ الاستحقاق، لكن يجب ان يكون لديه خط قرض في البنك " ligne de crédit " ¹.

كما ان سعر الصرف الآجل يتحدد وفق ثلاثة عوامل هي:

- ✓ سعر الصرف العاجل يوم التفاوض.
- ✓ تاريخ العملية.
- ✓ فارق معدل الفائدة بين العملتين.

الفارق بين سعر الصرف الآجل و سعر الصرف العاجل يدعى نقاط لأجل " points de terme " او نقاط المبادلة " points de swap " .

و بالتالي يتحدد سعر الصرف الآجل وفق المعادلة التالية :

$$\text{السعر الآجل} = \text{السعر الفوري} + \text{نقطة المبادلة}$$

¹ Josette Peyrard, Op. cit. , P 116

اي بمعنى :

$$\text{Cours à terme} = \text{Cours au comptant} + \text{Point de terme (point de swap)}$$

report ou " prime فإذا كان سعر الصرف الآجل - سعر الصرف العاجل $0 <$ نقول انه يتم التفاوض على العملة بعلاوة "

déport ou " escompte أما اذا كان سعر الصرف الآجل - سعر الصرف العاجل $0 >$ نقول انه يتم التفاوض على العملة بخصم "

مثال:

أ- التغطية في حالة التصدير : مصدر اوروبي يفوتر بالدولار و يرغب في تغطية مداخيله من الدولارات بعد 3 اشهر ، و المقدرة ب 1000000 دولار ، و خوفا من انخفاض سعر الدولار فهو مستعد لبيعها لأجل. فيقوم بالاتصال ببنكه و الذي يقترح عليه سعر صرف آجل.

يقوم المصرفي بحساب سعر الصرف الآجل بناء على المعلومات المتوفرة في السوق و من خلال ثلاثة مراحل.

1- شروط السوق:

- ✓ في سوق الصرف يكون سعر الصرف العاجل هو: EUR/USD = 1,35/1.37
- ✓ في السوق النقدي الاوربي يكون معدل الفائدة على اليورو لمدة 6 اشهر هو: 3,50 % / 3,60 %
- ✓ في السوق النقدي الامريكى فان معدل الفائدة على الدولار لمدة 6 اشهر : 5,10 % / 5,20 %

2- مراحل سير العملية: هناك ثلاثة مراحل هي:

✓ الاقتراض بالدولار:

المصرفي الذي سوف يستلم من المصدر بعد 3 اشهر مبلغ 1000000 دولار ، يقوم بالاقتراض لمدة 3 اشهر ($n=90$ jours) المبلغ الذي يمكنه من التسديد عند الاستحقاق، اي بعد ثلاثة اشهر (مبلغ القرض و الفوائد) من خلال مبلغ المصدر. و بالتالي البنك يقترض القيمة الحالية " S " للمبلغ المقدر ب 1000000 دولار كما يلي :

$$S = \frac{1000000}{1 + \left(\frac{5,20 \times 90}{36000}\right)} = 987166,83 \text{ dollars.}$$

و منه يقترض البنك 974658,87 دولار بمعدل فائدة $i_{usd} = 5,20\%$ خلال 3 اشهر و التي تسدد في موعد الاستحقاق بمبلغ 1000000 دولار.

✓ البيع العاجل :

خوفا من انخفاض سعر صرف الدولار عند الاستحقاق يقوم البنك بالبيع العاجل (الفوري) للدولار مقابل اليورو بسعر البيع المطبق من طرف البنك اي : $EUR/USD = 1,37$.

$$\frac{987166,83}{1,37} = 720559,73 \text{ euros : فيتحصل البنك على :}$$

✓ التوظيف باليورو:

يقوم البنك بتوظيف مبلغ اليورو اي 720559,73 euros لمدة 3 اشهر ($n = 90 \text{ jours}$) بمعدل الاقراض $3,50 = i_{eur} \%$

عند تاريخ الاستحقاق يكون لدى البنك المبلغ التالي :

$$\begin{aligned} & \text{Capital}_{EUR} \times \left(1 + \frac{i_{EUR} \times n}{36000}\right) \\ & 720559,73 \times \left(1 + \frac{3,50 \times 90}{36000}\right) \\ & = 726864,63 \text{ euros} \end{aligned}$$

عند تاريخ الاستحقاق :

✓ المصدر يدفع للبنك 1000000 دولار ، من اجل تمكين البنك من تسديد مبلغ الاقتراض.

✓ البنك يستلم من السوق مبلغ التوظيف و الفوائد المترتبة عليه أي 726864.63 اورو و التي سوف يسلمها للمصدر.

في الأخير يكون لدى البنك هامش يمكنه من ضمان سعر صرف آجل للمصدر، و الذي يكون كما يلي:

$$CT(\text{Eur/Usd}) = 1000000 / 726864,63 = 1,3758$$

ملاحظة :

نلاحظ ان سعر الصرف الآجل أكبر من سعر الصرف العاجل ($1.3758 < 1.3700$)، و هذا يدل على انه تم التفاوض على اليورو مقارنة بالدولار بزيادة علاوة " report"، و هذا يفسر من خلال الاختلاف في معدلات الفائدة لكل عملة.

كما يمكن الاستخلاص ان البيع الآجل لعملة 1 مقابل العملة 2 يقتضي من البنك القيام بالعمليات التالية:

✓ اقتراض العملة 1 (في المثال الدولار).

✓ البيع العاجل للعملة 1 مقابل العملة 2 (في المثال اليورو).

✓ اقتراض العملة 2 (القيام بعملية التوظيف).

ب- التغطية في حالة الاستيراد: نفس الآلية كما في حالة التصدير، حيث الاختلاف يكمن فقط في عكس العملات، حيث يقوم البنك بالشراء الآجل للعملة 1 مقابل العملة 2 و يتم ذلك بقيام البنك بالعمليات التالية:

✓ اقتراض العملة 2.

✓ الشراء العاجل للعملة 1 مقابل العملة 2.

✓ اقتراض العملة 1 (توظيف العملة 1).

المطلب الثالث: ادوات التغطية الحديثة لمخاطر سعر الصرف

ان التطور الهائل في المعاملات المالية الدولية ادى الى تنوع و تعقد مخاطر الصرف، بحيث لم تعد ادوات التغطية التقليدية المعروفة قادرة على تلبية الحاجيات الملحة للشركات دولية النشاط في ايجاد اليات أكثر استجابة لهذه التطورات ، مما حدى بالمهندسين الماليين الى ابتكار ادوات تغطية جديدة تستجيب لتطلعات هذه الشركات. حيث تمثلت هذه الاليات او الادوات في:

أولاً- العقود المستقبلية Les contrats de Futures: ظهرت العقود المستقبلية الاولى على العملات سنة 1972 من خلال السوق النقدي الدولي " l'International Monetary Market" و الذي هو عبارة عن قسم من بورصة شيكاغو التجارية " Chicago Mercantile Exchange".

1. مفهوم العقود المستقبلية على العملات: العقود المستقبلية على العملات هي العقود الآجلة التي يلتزم فيها المتعاملين بشراء او بيع كمية محددة من العملات، بسعر صرف و اجل محددين مسبقاً¹.

و تختلف العقود المستقبلية عن العقود الآجلة ، في كون ان العقود المستقبلية يتم التفاوض عليها في الاسواق المنظمة (البورصات ...الخ)، اما العقود الآجلة فتتم في اسواق التراضي " marché de gré à gré".
كما تمتاز العقود المستقبلية على العملات في كون المبالغ موحدة " standardisé"، و التسعير يتم مقارنة بالدولار بمعنى : GBP/USD ، EUR/USD ،..... الخ.

¹ Patrice Fontaine, **Gestion du risque de change**, Ed. ECONOMICA, Paris, 1996, P 34.

و الجدول التالي يوضح العقود المستقبلية على العملات في بورصة شيكاغو التجارية " نايمكس " :

الجدول رقم (2-7) : العقود المستقبلية على العملات

حالة السوق النقدي الدولي " IMM "						
بورصة شيكاغو التجارية " CME "						
قيمة النقطة Point « pt »	الحد الأدنى لتقلب الاسعار	هامش الصيانة في 2008/03/04	الهامش (ايداع) المبدئي في 2008/03/04	سنة الادراج () الدخول	المبلغ	العقود
10,00 USD	0,0001 1 pt.	1600 USD	2160 USD	1987	100000 AUD	الدولار الاسترالي
10,00 USD	0,0001 1 pt.	2100 USD	2835 USD	1972	100000 CAD	الدولار الكندي
12,50 USD	0,0001 1 pt.	2100 USD	2835 USD	2000	125000 EUR	اليورو
12,50 USD	0,0001 1 pt.	1200 USD	1620 USD	1972	125000 CHF	الفرنك السويسري
6,25 USD	0,0001 1 pt.	1800 USD	2430 USD	1975	62500 GBP	الجنيه البريطاني
12,50 USD	0,000001 1 pt.	2000 USD	2800 USD	1972	12500000 JPY	الين الياباني
<p>اخر معاملة تتم يومين قبل الآجال.، التسوية (تحويل الاموال) تتم يومين بعد موعد الاستحقاق، تاريخ الاستحقاق يكون في الاربعاء الثالث من كل شهر.</p> <p>– عدد مواعيد الاستحقاق هو 6، واحد كل ثلاثة اشهر (مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر)</p> <p>مثال:</p> <p>في نهاية فيفري 2008 ، شهر الاستحقاق هو مارس 2008، جوان 2008، سبتمبر 2008، ديسمبر 2008 ، مارس 2009 ، جوان 2009 .</p> <p>تاريخ اول استحقاق يكون في 19 مارس 2008 و اخر معاملات ممكنة يكون بتاريخ 17 مارس 2008</p>						<p>الآجال (موعد الاستحقاق)</p>

المصدر: Patrice Fontaine, Op.cit. P 71

من خلال هذا الجدول و على سبيل المثال حسب بورصة شيكاغو التجارية فان عقد اليورو الموضوع تحت التصرف في سنة 2000 يتم على اساس 125000 يورو. فاذا اراد متعامل بيع او شراء هذا العقد ، يجب عليه ايداع هامش مبدئي يقدر ب 2835 دولار، حيث هذا الايداع لا يمكن باي حال ان ينزل ما دون 2100 دولار (هامش الصيانة). كما ان التقلبات الدنيا المعطاة لليورو هي 0.0001 دولار لكل يورو، قيمته من اجل كل عقد ب 125000 يورو تساوي 12.5 دولار، كما ان اخر معاملة تتم يومين قبل موعد الاستحقاق، و التسوية (تحويل الاموال) تتم يومين بعد موعد الاستحقاق. كذلك تاريخ الاستحقاق يكون كل ثالث اربعاء من شهر الاستحقاق. كما ان هناك 6 اشهر استحقاق (مارس ، جوان، سبتمبر، ديسمبر، ثم مارس و جوان من السنة الموالية).

1. مميزات العقود المستقبلية على العملات: حيث نجد :

2.

- ✓ قابلية تداولها في السوق المنظم: بخلاف عقود الصرف الآجلة (forward)، التي يتم تداولها في سوق التراضي (gré à gré) ، فان العقود المستقبلية على العملات يتم تداولها في السوق المنظم، مما يمكن صاحب العقد بترصيد وضعيته من خلال القيام بعملية معاكسة.
- ✓ نمطية العقود (موحدة) : حيث يتم تداول هذه العقود وفق البات موحدة تحددها الادارة المسؤولة عن السوق، سواء من حيث مبلغ العقد لكل عملة و تاريخ استحقاق كل عقد.
- ✓ وجود غرفة للمقاصة: كما في كل الاسواق المنظمة ، توجد غرفة للمقاصة و التي تمثل الجانب القانوني لكل العمليات ، و الضامن للسير الحسن لكل العمليات.
- ✓ ايداع ضمان او هامش مبدئي: لحماية المتعامل سواء كان مشتري او بائع فان غرفة المقاصة تفرض على كل متعامل ايداع ضمان في شكل هامش مبدئي يتراوح بين 1 و 10% من مبلغ العقد، حسب درجة حساسية العملة موضوع العقد لتقلبات السوق.

مثال: نفرض ان ايداع الهامش المبدئي هو 1400 دولار ، و هامش الصيانة هو 1000 دولار. فاذا كانت الخسائر تساوي 200 دولار، فان مبلغ الايداع سوف ينخفض الى 1200 دولار (1400 - 200).

بما ان هذا المبلغ اي 1200 دولار اكبر من هامش الصيانة 1000 دولار فانه لا يتم استدعاء المتعامل لتكملة هامش الصيانة الاجباري (الحد الادنى).

اما اذا بلغت الخسائر 500 دولار ، فان الهامش المبدئي يصبح يساوي 900 دولار (1400 - 500)، و هو اقل من هامش الصيانة (900 > 1000)، و بالتالي يتم استدعاء المتعامل لتكملة هذا الهامش.

3. تسعير العقود المستقبلية للعملات: سوف نتعرف على تسعير العقود المستقبلية للعملات من خلال الجدول الموالي و الذي يظهر تسعير 6 عقود مستقبلية على العملات بتاريخ 29 فيفري 2008 المعلنة من طرف بورصة شيكاغو التجارية (CME)، حيث في كل عقد يوجد نوعين من التسعير كل منهما يرتبط بتاريخ مختلف.

فمثلا العقد المستقبلي لعملة الين الياباني يبين المبلغ النمطي (الموحد) للعقد و هو في هذه الحالة 12.5 مليون ين ياباني، و كذلك طريقة التسعير (بالدولار لكل 1 ين).

من اجل تاريخ الاستحقاق مارس 2008 ، تظهر البيانات التالية:

- ✓ سعر الافتتاح " open " : 0,009504 USD / 1 JPY
- ✓ الحد الاقصى للسعر اليومي هو : 0,009498
- ✓ سعر الاغلاق : 0,009629
- ✓ حجم العمليات خلال اليوم فيما يتعلق بالعقود المشتراة و المباعة في هذا الاجل هو 149217 عقد.

الجدول رقم (2- 8) : تسعير العقود المستقبلية على العملات (IMM/ CME)

Date d'échéance (تاريخ الاستحقاق)	Open (الافتتاح)	High (الارتفاع)	Low (الانخفاض)	Settle (الضبط)	Volume de transaction (حجم المعاملات)
JAPEN YEN (CME) – 12 ,5 millions yens ; \$ per yen					
Mars 2008	0,009504	0,009657	0,009498	0,009629	149217
CANADIAN DOLLAR (CME) -100000 ; \$ per Can \$					
Mars 2008	1,0243	1,0250	1,0103	1,0174	50366
BRITISH POUND (CME) – 62500 pds ; \$ per pound					
Mars 2008	1,9807	1,9904	1,9767	1,9863	71777
SWISS FRANCE (CME) – 125000 francs ; \$ per franc					
Mars 2008	0,9505	0,9620	0,9501	0,9590	59798
AUSTRALIAN DOLLAR (CME) – 100000 dollars ; \$ per A.\$					
Mars 2008	0,9460	0,9470	0,9280	0,9306	68348
Juin 2008	0,9356	0,9359	0,9176	0,9190	1063
EUR FX (CME) – 125000 euros ; \$ per euro					
Mars 2008	1,5186	1,5234	1,5138	1,5185	177290
Juin 2008	1,5135	1,5180	1,5086	1,5132	1108

المصدر: Patrice Fontaine, Op.cit. P 73

4. مبدأ التغطية : مبدأ التغطية في السوق المستقبلي للعملات يتركز على المقاصة بين خسارة الفرصة المحتملة في السوق العاجل و الربح المحتمل في السوق المستقبلي. بمعنى يجب اخذ وضعية في السوق المستقبلي معاكسة للوضعية في السوق العاجل¹.

مثال: صدرت مؤسسة امريكية سلعا بتاريخ 01 جانفي 2012 لزبون سويسري بمبلغ 1000000 فرنك سويسري يسدد في 01 مارس 2012. كما ان عقود الفرنك السويسري نمطية (موحدة) وهي 125000 فرنك سويسري. و تود هذه المؤسسة التغطية من مخاطر الصرف في السوق المستقبلي للعملات، كما ان عقود الفرنك السويسري لشهر مارس مسعرة في السوق المستقبلي ب 0.7205 دولار، و السعر الآجل للفرنك مقابل الدولار هو : CHF / USD = 0,72

¹ Josette Peyrard, Op.cit. , P 122.

سير عملية التغطية :

- ✓ دفع هامش مبدئي كضمان من طرف المؤسسة الامريكية، التي تود التغطية في السوق المستقبلي و بيع 8 عقود مستقبلية لشهر مارس بمبلغ 1000000 فرنك سويسري اي ($8 = 125000/1000000$).
- ✓ خلال كل الفترة و حتى بلوغ اجل الاستحقاق، يجب على المؤسسة الامريكية دفع هامش ضمان اضافي في حالة ما اذا ارتفع سعر العقد، او تتحصل على ربح عند انخفاض سعر العقد.
- ✓ في شهر مارس ، و عند الاستحقاق تقوم المؤسسة الامريكية بإعادة شراء العقود بسعر السوق المستقبلي (0.7005) .

نلاحظ ان المؤسسة الامريكية اعادت شراء العقود في السوق المستقبلي للعملات بسعر صرف اقل من سعر البيع (0.7205) ، و بالتالي حققت ربحا مقداره 20000 دولار ، و هو تماما نفس خسارة فرصة البيع في السوق الآجل . و الجدول الموالي يلخص سير العملية

الجدول رقم (2-9) : التغطية في السوق المستقبلي للعملات

سوق العاجل	سوق المستقبلات
<p>في جانفي 2012 : المبلغ المسبق (anticipé) الذي سوف يستلم هو $1000000 \times 0,72 = 720000 \text{ USD}$</p>	<p>بيع عقود الفرنك السويسري لشهر مارس : 0,7205 عدد العقود المباعة: $1000000/125000 = 8 \text{ Contrats}$ مبلغ العقود هو : $125000 \times 8 \times 0,7205 = 720500 \text{ USD}$</p>
<p>في مارس 2012 : السعر العاجل : CHF/USD = 0.7000 تحويل الفرنك السويسري الى الدولار: $1000000 \times 0,7000 = 700000 \text{ USD}$ خسارة الفرصة : $720000 - 700000 = 20000 \text{ USD}$</p>	<p>سعر عقود مارس : 0,7005 إعادة شراء العقود بسعر : 0,7005 و بالتالي تتحصل على : $8 \times 125000 \times 0,7005 = 700500 \text{ USD}$ الربح المستقبلي : $720500 - 700500 = 20000 \text{ USD}$</p>

المصدر : من اعداد الطالب.

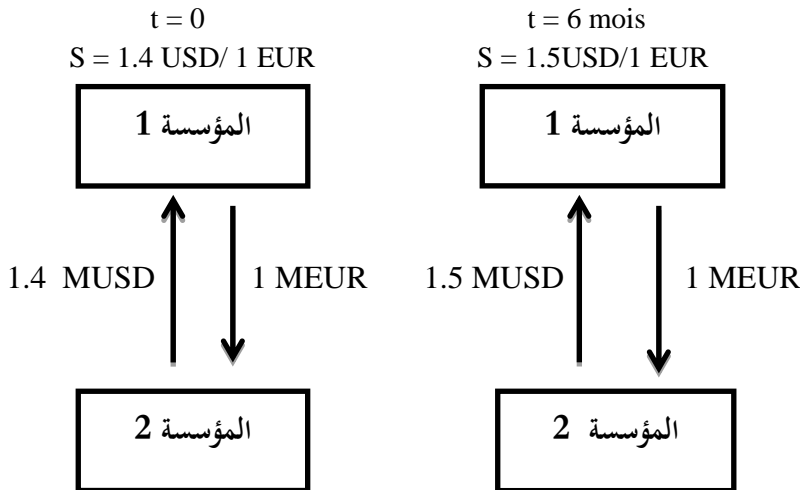
ثانيا- عقود مبادلات العملات: المبادلات هي عبارة عن عقود لتبادل التدفقات، حيث يوجد العديد من الانواع نجملها فيما يلي.

- ✓ مبادلات المعدلات و التي هي عبارة عن تبادلات ترتكز على الاقتراضات، من خلال تبادل المبلغ الاساسي، و معدلات الفائدة الثابتة مقابل معدلات فائدة متغيرة ، و كذلك تبادل تسديد هذه الاقتراضات.
- ✓ مبادلات الصرف و العملات و هي عبارة عن عقود لتبادل العملات، حيث اذا كان التبادل في سوق ما بين البنوك للصرف، فهنا نتكلم عن مبادلات الصيرفي " swaps de cambiste " او مبادلات الصرف " swaps de "

change " و التي لا تتجاوز في اغلب الاحيان السنة ، حيث لا يوجد تبادل لأسعار الفائدة، و انما يتم تبادل العملات فقط. اما اذا كان تبادل العملات في الاسواق المالية الدولية و لآجال طويلة و التي تتجاوز ثلاث سنوات ، مما يسمح بتبادل شروط التمويل ، في هذه الحالة يتم تبادل اسعار الفائدة. في سنة 2007 بلغ المتوسط اليومي لمبادلات الصيرفي او الصرف " cambiste " 1714 مليار دولار ، اما بالنسبة لسوق مبادلات العملات فبلغ المتوسط اليومي للمعاملات 80 مليار دولار. من خلال ما تقدم يمكن تعريف كل من مبادلة الصرف ومبادلة العملات كما يأتي:

1. تعريف مبادلات الصرف **Les swaps de change** : مبادلة الصرف بشكلها البسيط هي المعاملة المالية التي من خلالها يلتزم طرفان بالتبادل الآني للعملة ، مثلا اليورو مقابل الدولار بسعر صرف عاجل، و تبادل نفس العملات عند استحقاق العقد (3 اشهر ، سنة ، الخ) ، بسعر صرف آجل¹. اذا يمكن القول ان مبادلة الصرف هي عبارة عن المعاملة التي يقوم بها الصيرفي " Cambiste " و التي تدمج بين عملية الصرف العاجل " spot " و عملية الصرف الآجل " Forward ". و الشكل الموالي يبين الية سير العملية .

الشكل رقم (2- 4) : مبادلات الصرف في اسواق الصرف



المصدر: Patrice Fontaine, Op.cit. P 61

2. مبادلات العملات **Les swaps de devises** : تدعى مبادلات سعر الصرف " Currency Rate Swaps " ، و قد ظهرت بعد مبادلات الصرف، و التي تهدف الى المبادلة الفعلية للديون بالعملات : المبلغ المقترض، الفوائد ، و السداد².

و منه يمكن القول ان هذه العملية تسمح بالتغير في نفس الوقت كل من وضعية الصرف و وضعية الفائدة. كما ان عقد المبادلة للعملات يحدد:

¹ Patrice Fontaine, **Marchés des changes**, Op. cit , P 60.

² Patrice Fontaine, **Marchés des changes**, Op. cit., P 62.

- ✓ المبلغ الوهمي او النظري " notionnel " للعملية.
- ✓ معدل الصرف (العاجل و الآجل).
- ✓ تاريخ انطلاق المبادلة (date de valeur).
- ✓ مدة العقد.
- ✓ استحقاق " échancier " التدفقات.
- ✓ طبيعة معدلات الفائدة (ثابتة او متغيرة).

3. انواع المبادلات: حيث يمكن ان نجد ثلاثة اشكال لمبادلة العملات هي:

- ✓ **مبادلة العملات بسعر فائدة ثابت مقابل سعر فائدة ثابت:** و فيها يقوم الطرفان بالاقتراض بمعدل فائدة ثابت لعملتين مختلفتين، ثم القيام بمبادلة راس المال و معدل الفائدة.
- ✓ **مبادلة العملات بسعر فائدة عائم (متغير) مقابل سعر فائدة ثابت:** يقوم احد الاطراف بالاقتراض بمعدل فائدة ثابت ، في حين الطرف الثاني يقوم بالاقتراض بمعدل فائدة متغير للعملة الثانية، ثم القيام بمبادلة العملتين و معدلات الفائدة.
- ✓ **مبادلة العملات بسعر فائدة متغير مقابل سعر فائدة متغير:** الطرفين يقومان بالاقتراض بمعدل فائدة متغير، ثم القيام بالمبادلة للعملتين و معدلي الفائدة.

مثال: مؤسسة اوروبية تود اقتراض 1.4 مليون دولار، حاليا بإمكانها الاقتراض لمدة 5 سنوات مبلغ 1 مليون يورو بمعدل فائدة 4 % ، و 1.4 مليون دولار من سوق اليورو-دولار " euro-dollars " بمعدل فائدة ليبور " LIBOR " + 1.

كذلك مؤسسة امريكية تود اقتراض 1 مليون يورو، حيث بإمكانها اقتراض 1 مليون يورو لمدة 5 سنوات ، و بمعدل فائدة 3.5 % ، و 1.4 مليون دولار بمعدل فائدة ليبور " LIBOR ". كما ان سعر الصرف العاجل " spot " لليورو مقابل الدولار هو : EUR / USD = 1,4 .

بإمكان المؤسسة الامريكية التمويل باقل تكلفة من مختلف الاسواق، لكن اذا ارادت المؤسسة الاوروبية التمويل بالدولار، و المؤسسة الامريكية التمويل باليورو، فمن مصلحتهما القيام بعملية المبادلة.

في هذه الحالة تقوم المؤسسة الامريكية بالاقتراض بالدولار بمعدل فائدة " LIBOR " ، ثم اقراض هذا المبلغ للمؤسسة الاوروبية على سبيل المثال بمعدل ليبور " LIBOR " + 0.25 % . باعتبار ان المؤسسة الاوروبية سوف تقترض اليورو بمعدل فائدة 4 % ، ثم اقراضه من بعد للمؤسسة الامريكية على سبيل المثال بمعدل 3.5 % .

و بالتالي حصيلة اقتراض المؤسسة الاوروبية هي :

- ✓ 1.4 مليون دولار بمعدل ليبور " LIBOR " + 0.25 % .
- ✓ 1 مليون يورو بمعدل فائدة 0.5 % (4 % - 3.5 %) .

و بما ان سعر صرف اليورو مقابل الدولار يساوي 1.4 دولار لكل 1 يورو ، فانه يمكن اعتبار المؤسسة الاوروبية انها اقتترضت 1.4 مليون دولار بمعدل ليبور " LIBOR " + 0.25 % + 0.5 % ، اي + 0.75 % . لأنه اذا ما ارادت المؤسسة

الاوربية الاقتراض المباشر من السوق لمبلغ 1.4 مليون دولار ، سيكلفها معدل ليبور " LIBOR " + 1 % . و بالتالي استطاعت اقتصاد 0.25 % (1 % - 0.75 %) .

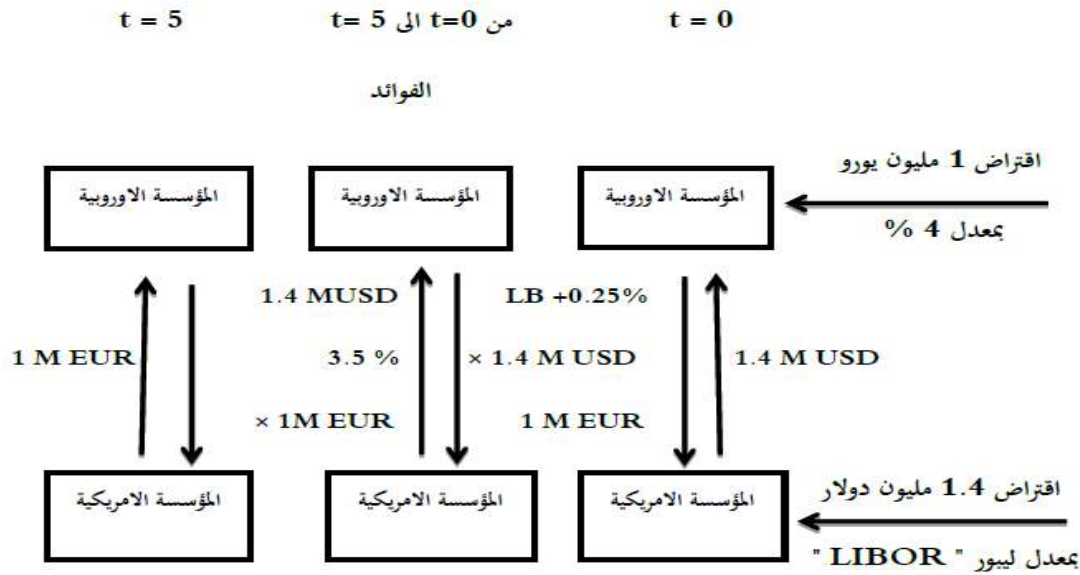
اما حصيلة اقتراض المؤسسة الامريكية فتكون على النحو التالي:

✓ 1 مليون يورو بمعدل فائدة 3.25 % (3.5 % - 0.25 %) .

✓ 1.4 مليون دولار بمعدل ليبور " LIBOR " .

و بما ان سعر صرف اليورو مقابل الدولار يساوي 1.4 دولار لكل 1 يورو ، فانه يمكن اعتبار المؤسسة الامريكية انها اقتضت 1 مليون يورو بمعدل 3.25 % (3.5 % - 0.25 %) ، لأنه لو قامت بالاقتراض المباشر من السوق فإنها ستدفع معدل فائدة 3.5 % . و بالتالي يمكن القول انها استطاعت من خلال عملية المبادلة اقتصاد 0.25 % . و الشكل الموالي يلخص عملية المبادلة بين المؤسستين.

الشكل رقم (2- 5) : المبادلات المشتركة بين العملات و اسعار الفائدة



المصدر: Patrice Fontaine, Op.cit. P 64

4. أوجه الاختلاف بين المبادلتين: هناك تقارب كبير بين مبادلات الصرف " الصيرفي " و مبادلات العملات لانهما يرتكزان على نفس المبدأ ، ألا و هو الاقتراض بعملة و الاقراض بعملة اخرى، و بالرغم من هذا التشابه الا ان هناك بعض الاختلافات نجملها فيما يلي¹:

✓ مبادلات الصرف هي عبارة عن ادوات قصيرة الاجل، في حين مبادلات العملات عادة ما تكون لفترات متوسطة و طويلة الاجل.

¹ Patrice Fontaine, *Marchés des changes*, Op. cit. , P 64.

✓ لا يوجد تبادل للفائدة في مبادلة الصرف، لكنها توجد في مبادلات العملات.
 ✓ التبادل النهائي يتركز على سعر الصرف الآجل في مبادلة الصرف، اما في مبادلة العملات فنستعمل بتاريخ الاستحقاق سعر الصرف العاجل (spot)، مسبق او غير مسبق (بمعنى ان نأخذ سعر الصرف العاجل في اللحظة $t = 0$ ، او نأخذ السعر الملاحظ في تاريخ الاستحقاق) .

ثالثا- خيارات الصرف (العملات) **Les option de changes** : خيارات الصرف (العملات) مثلها مثل العقود المستقبلية على العملات تعتبر من المشتقات المالية، التي ترتبط بأصل اخر هو العملة ، حيث الاختلاف الاساسي بينها وبين العقود المستقبلية ، يكمن في كون الخيارات تعطي الحق دون الالتزام في شراء او بيع الاصل الضمني " actif sous-jacent " ، و بالتالي الخيار هو اصل شرطي. كما توجد هذه الخيارات في كل من السوق المنظم " marché organisé " ، و سوق التراضي " marché de gré à gré "

1. تعريف خيارات الصرف: يمكن تعريفها حسب الآتي:

✓ خيار الصرف هو العقد الذي يضمن لمشتريه الحق و ليس الالتزام بشراء او بيع مبلغ معين من العملات، بسعر وحدوي محدد مسبقا ، وخلال فترة من الزمن معروفة مقدما، حتى بلوغ الاجل¹.

✓ خيار الصرف هو عبارة عن السند الذي يعطي الحق لحامله ، و ليس الالتزام بالشراء (خيار الشراء، call option)، او البيع (خيار البيع، put option) لكمية محددة من العملات بسعر معروف مسبقا، و الذي يسمى بسعر الممارسة " strike price " ، بتاريخ محدد مسبقا من خلال دفع علاوة " premium "².

2. مميزات خيارات الصرف: تتميز خيارات الصرف بما يلي:

أ- سعر الممارسة " **Strike price** " : و هو السعر الذي من خلاله يتم بيع او شراء العملة على اساس سعر ممارسة محدد. و نقول عن الخيار انه:

- داخل العملة " in the money " ، عندما يكون سعر تنفيذ الخيار افضل من سعر السوق ، و بالتالي من مصلحة المشتري ممارسة الخيار.
- في العملة " at the money " ، عندما يكون سعر ممارسة الخيار مساوي لسعر السوق، هنا المشتري يمكنه الشراء او الامتناع.
- خارج العملة " out of the money " ، عندما يكون سعر السوق اكبر من سعر الممارسة، و بالتالي المشتري لا ينفذ الخيار.

ب- تاريخ الممارسة " **date d'exercice** " : و يمثل مدة حياة الخيار و التي يمكن ضمنها ممارسة حق الخيار. حيث نجد كل من الخيار الاوروبي و الخيار الامريكي.

¹ David Eiteman, Arthur Stonehill & Michel Moffet, **Gestion et finance internationales**, Ed. Pearson Education, Paris, 2004, P 162.

² Patrice Fontaine, **Marchés des changes**, Op. cit. , P 92.

- ج- العلاوة " premium " : و تمثل سعر او تكلفة الخيار، و تحدد نسبة الى المبلغ الاسمي للخيار (1 الى 3 %).
- د- الاصل الضمني " underlying " : و يعتبر بمثابة حامل او دعامة الخيار . في هذه الحالة تمثل العملات الاصل الضمني (الكامن).
3. **الوضعيات المختلفة للخيارات** : هناك اربعة وضعيات ممكنة هي : شراء و بيع خيارات الشراء ، و شراء و بيع خيارات البيع.
- ✓ **شراء خيار الشراء " Achat d'un call "** : هذا العقد يسمح بالتغطية ضد خطر الصرف، كارتفاع سعر صرف عملة مقابل عملة اخرى، و كذلك الاستفادة من الانخفاض. و عليه فان خيار الشراء يمكن المشتري من الشراء بالسعر الاقصى المساوي لسعر الممارسة مضاف اليه العلاوة ، مهما كان ارتفاع الاسعار، و بالتالي تحقيق ارباح غير محدودة، اما في حالة الانخفاض فان خسارة المشتري تتمثل فقط في مبلغ العلاوة. و الشكل الموالي يوضح العملية.
- ✓ **بيع خيار الشراء " Vente d'un call "** : و هو العقد الذي يسمح ببيع العملة بالسعر الاقصى المساوي لسعر الممارسة مضاف اليه قيمة العلاوة، و فيه يكون البائع ملزم بالبيع اذا ما قرر المشتري ممارسة حق الخيار، و بالتالي فان البائع يستفيد فقط من مبلغ العلاوة، في حين خسائره غير محدودة. و الشكل الموالي يوضح العملية.
- ✓ **شراء خيار البيع " Achat d'un put "** : يسمح هذا العقد لحامله بالتغطية من خطر انخفاض العملة مقارنة بالعملة الاخرى، و كذلك الاستفادة من الارتفاع في سعر العملة. و بالتالي بإمكان المشتري بيع العملة بالسعر الاقصى المساوي لسعر التنفيذ منقوص منه مبلغ العلاوة ، و ذلك مهما كان الانخفاض. مما يتسنى له تحقيق ربح غير محدود، اما في حالة ارتفاع العملة فان خسارته محددة بمبلغ العلاوة فقط. و الشكل الموالي يوضح العملية.
- ✓ **بيع خيار البيع " Vente d'un put "** : يسمح هذا العقد للبائع بشراء العملة بالسعر الاقصى المساوي لسعر الممارسة منقوص منه العلاوة المستلمة في بداية العقد. و بالتالي فالبائع ملزم بالشراء اذا ما قرر المشتري لهذا العقد تنفيذ حق الخيار ببيع العملة التي بحوزته. و الشكل الموالي يبين سير العملية.
- أ- **آلية التغطية باستخدام الخيارات** : يمكن توضيح الية تغطية خطر الصرف كما يلي :
- **في حالة الاستيراد** : مستورد اوروبي استورد من الولايات المتحدة الامريكية ، بتاريخ 1 مارس 2014 تجهيزات بمبلغ 1000000 دولار، حيث يسدد هذا المبلغ بعد 3 اشهر. يود هذا المستورد التحوط او التغطية من ارتفاع سعر الدولار مقابل اليورو، كما انه يفكر كذلك في انخفاض الدولار فيما بعد. يتصل هذا المستورد ببنكه و الذي يقترح عليه ما يلي:
- ✓ شراء خيار البيع بالميزات التالية:
- ✓ سعر الممارسة (التنفيذ) : EUR / USD = 1,18 .
- ✓ تاريخ الاستحقاق : 1 جوان 2014.
- ✓ العلاوة : 3 % .

سير العملية: العملية تتم بالطريقة التالية:

✓ عندما يشتري المشتري خيار البيع فانه يدفع العلاوة التالية:

$$1000000 \text{ USD} \times 3\% = 30000 \text{ dollars.}$$

حيث هذا المبلغ يساوي باليورو :

$$30000/1,18 = 25424 \text{ euros.}$$

و بالتالي يدفع المشتري للبنك عن كل دولار واحد ما يلي :

$$25424/1000000 = 0,0254 \text{ euros.}$$

بالمقابل يضمن المشتري سعر صرف للدولار مقابل اليورو عند بلوغ اجل الاستحقاق بالشكل التالي :

$$(1000000/1,18) + 25424 = 872882 \text{ EUR.}$$

اي يضمن المشتري :

$$1000000/872882 = 1,1456 \text{ USD/ 1 EUR.}$$

✓ بتاريخ 01 جوان 2014 تظهر ثلاث حالات:

1- عندما يرتفع سعر صرف الدولار مقابل اليورو : $\text{EUR / USD} = 1.1650$ ، المستورد يقوم بتنفيذ خيار البيع فيتحصل على مبلغ 872882 يورو .

2- عندما ينخفض الدولار مقابل اليورو : $\text{EUR / USD} = 1,19$ ، المستورد لا يمارس حق الخيار ، حيث يقوم بشراء الدولار من السوق العاجل، فيدفع مقابل 1000000 دولار ما يلي:

$$(1000000/1,19) + 25424 \text{ EUR} = 865760 \text{ euros.}$$

3- لا يتغير سعر صرف الدولار مقابل اليورو، و بالتالي الممارسة او عدمها لا تؤثر على المبلغ الذي سيدفعه المستورد اي يدفع 872882 يورو .

و في الاحير يمكن القول ان مشتري خيار البيع استطاع ضمان سعر اقصى لوارداته، كما يمكنه الاستفادة من الانخفاض المحتمل في قيمة العملة (الدولار).

➤ في حالة التصدير : مصدر اوروبي صدر الى بريطانيا في 1 جانفي 2013 منتجات كهربائية بمبلغ 500000 جنيه استرليني ، على ان يتم تحصيل المبلغ بعد 3 اشهر. يود هذا المصدر التغطية ضد خطر انخفاض الجنيه مقابل اليورو، و كذلك يعتقد ان الجنيه سوف يرتفع لاحقا.

سعر الصرف العاجل هو: $\text{EUR / GBP} = 0,7240$. اتصل هذا المصدر بينكه ، و الذي اقترح عليه ما يلي:

✓ شراء خيار الشراء بالشروط التالية:

✓ سعر ممارسة الخيار (التنفيذ): $\text{EUR / GBP} = 0,7240$.

✓ تاريخ الاستحقاق: 01 مارس 2013.

✓ العلاوة: 2,8 % .

سير عملية التغطية يتم على النحو التالي:

✓ عندما يقوم المصدر بشراء خيار الشراء فانه يدفع العلاوة كما يلي:

$$500000 \text{ GBP} \times 2,8 \% = 14000 \text{ GBP}.$$

و بالتالي يدفع المصدر علاوة للبنك باليورو كما يلي :

$$14000 \text{ GBP} / 0,7240 = 19337 \text{ EUR}$$

بالمقابل يضمن المصدر حد ادنى لمبلغ 500000 جنيهه التي ستحصل لاحقا كالاتي :

$$(500000 / 0.7240) - 19337 \text{ EUR} = 671271 \text{ EUR}$$

اي يضمن المشتري سعر صرف للجنيه مقابل اليورو يقدر ب :

$$671271/500000 = 1,3425 \text{ EUR}.$$

حيث يسمى هذا السعر بالنقطة الميتة (point mort).

✓ بتاريخ 01 مارس 2013 ، ثلاثة حالات تظهر كمالي :

1- انخفاض سعر صرف الجنيه مقابل اليورو : $\text{EUR} / \text{GBP} = 0,74$ ، و بالتالي من مصلحة المصدر ممارسة خيار الشراء فيتحصل على 671271 يورو.

2- ارتفاع سعر صرف الجنيه مقابل اليورو : $\text{EUR} / \text{GBP} = 0,69$ ، في هذه الحالة لا يمارس المصدر خيار الشراء بل يلجأ الى بيع الجنيهات في السوق العاجل، فيتحصل على :

$$500000 / 0.69 = 724638 \text{ EUR}.$$

و احذا بعين الاعتبار للعلاوة المدفوعة فان المصدر يتحصل فعليا على :

$$724638 - 19337 = 705301 \text{ EUR}.$$

3- لا يتغير سعر صرف الجنيه مقابل اليورو و بالتالي الممارسة او عدمها لا تؤثر على المبلغ الذي سيستلمه المصدر اي يتحصل على 671271 يورو.

و في الاخير يمكن القول ان المصدر استطاع ضمان سعر صرف ادنى لمداخيله من الجنيهات من خلال شراء خيار الشراء ، كما بإمكانه تحقيق ارباح في حال ارتفاع سعر صرف الجنيه الاسترليني.

خلاصة الفصل:

ان ما يمكن استخلاصه من خلال هذا الفصل، هو أن كل مؤسسة ذات نشاط دولي ملزمة بتسوية معاملاتها الدولية سواء ببيع او شراء العملة ، و بالتالي فهي معرضة لمخاطر سعر الصرف. و حتى يتسنى لها ادارة و تسيير هذا الخطر لابد عليها من قياس هذا الخطر.

كما ان ايجاد الآلية أو الأداة المثلى لتغطية هذا الخطر، بعد قياسه و تحديده تعتبر أهم خطوة تتخذها المؤسسة قبل القيام بإيجاز المعاملة الخارجية (الدولية).

و تعدد التقنيات التي تستعملها المؤسسة في عملية التغطية، فمنها ما هو داخلي تقليدي اي يرتبط بآلية التسيير الداخلي للمؤسسة، و منها ما هو خارجي يتنوع بين التقليدي و الجديد المبتكر.

لكن بالرغم من كل هذه التقنيات لا يمكن التجنب الكلي للخطر ، بل تبقى المؤسسة معرضة لمخاطر الصرف المتنوعة، لان قياس الخطر ما هو الا تقدير نسبي احتمالي، فالمؤسسة باستخدام هذه التقنيات تهدف فقط الى تقليل الخطر و تسييره ، و بالتالي المقاصة ما بين التعرض للخطر من جهة، و تحقيق الربح من جهة اخرى.

الفصل الثالث:

إدارة الاحتياطات الدولية المخاطر و
الآليات و التجارب

تمهيد:

تعد عملية إدارة احتياطات الصرف الأجنبي من طرف السلطات النقدية و التي عادة ما تكون نفسها البنوك المركزية عملية تتسم بالتعقيد حيث يتوجب على البنوك المركزية الموازنة بين تعظيم العوائد المترتبة على استثمار الاحتياطات و هدف السيولة و الأمان. و عادة ما يتمتع السلطات النقدية القائمة على إدارة الاحتياطات بقدر من الحرية في التصرف بموجب تفويض من الدولة بحكم القوانين و التنظيمات المنشأة للبنوك المركزية.

و تتسم إدارة الاحتياطات بالعديد من المخاطر تستدعي اليقظة و الحذر و الخبرة في مجال الإدارة ، من استعمال مختلف الآليات المستخدمة في هذا النوع من الإدارة، و كذلك الاستفادة من التجارب الدولية في معالجة عملية إدارة هذه الاحتياطات.

و سنتناول في هذا الفصل كيفية تحديد المستوى الأمثل لاحتياطات الصرف الاجنبي و سبل توظيفها و التحكم في المخاطر المترتبة عليها و الآليات و التجارب الدولية في إدارة هذه الفوائض و ذلك من خلال ثلاثة مباحث هي:

- المبحث الأول: المستوى الأمثل لاحتياطات الصرف الاجنبي و إدارته
- المبحث الثاني: توظيف الاحتياطات الدولية و المخاطر المرتبطة بها.
- المبحث الثالث- الآليات و التجارب الدولية في إدارة فوائض الاحتياطات.

المبحث الأول: المستوى الأمثل لاحتياطيات الصرف الاجنبي و إدارته

يترتب على احتفاظ البنوك المركزي بمستوى معين من احتياطيات الصرف الاجنبي مخاطر عدة ، و تكلفة تتحملها هذه البنوك من جراء الحيازة، مما يتطلب منها أولا تحديد المستوى الأمثل لهذه الاحتياطيات ثم الكفاءة في إدارتها حتى تتمكن من تحقيق الأهداف المرجوة من حيازة هذه الاحتياطيات.

المطلب الأول: أهداف و محفزات إدارة احتياطيات الصرف

هناك العديد من الأهداف المرجوة من حيازة احتياطيات الصرف الاجنبي و المنافع المترتبة على هذه الحيازة و قبل الإشارة إليها نوضح ماهية إدارة الاحتياطيات الأجنبية:

أولاً- تعريف إدارة الاحتياطيات الدولية: حسب المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الاجنبي الصادر عن صندوق النقد الدولي سنة 2001 " إدارة الاحتياطيات هي عملية تكفل إتاحة قدر كافي من الأصول الأجنبية الرسمية المملوكة للقطاع العام للسلطات المختصة بصفة دائمة، كما تكفل سيطرة السلطات عليها لتحقيق مجموعة محددة من الأهداف لبلد أو اتحاد ما ، و في هذا السياق يعهد إلى الجهاز المعني بمسؤولية إدارة الاحتياطيات و تسيير جميع المخاطر المصاحبة"¹.
من خلال التعريف يمكن أن نستنتج أن²:

- ✓ إدارة احتياطي الصرف الاجنبي تقتضي تأسيس سياسات ملائمة تعنى بإدارة مكونات احتياطي الصرف الاجنبي، من خلال البحث عن التوليفة الملائمة للأصول الاحتياطية بما يتماشى و الأوضاع الاقتصادية السائدة.
- ✓ تتطلب إدارة احتياطي الصرف الاجنبي المتابعة المستمرة رصد المعلومات و تبني نماذج التنبؤ الحديثة الخاصة بتغيرات أسعار الصرف (العملات الأجنبية)، و أسعار الأصول المالية (السندات الحكومية)، و أسعار الموارد الأولية (الذهب و المحروقات)، بالإضافة إلى معدلات التضخم السائدة في كل فترة، نظرا لتأثيراتها الكبيرة على زيادة أو نقصان حجم الاحتياطيات.
- ✓ اختيار أدوات الاستثمار و المدة المقبولة لحفاظة الاحتياطيات، و التي تعكس ترتيبات كل بلد و ظروفه الخاصة لحماية أصول الاحتياطيات من التآكل و ضمان توفرها في أي وقت.
- ✓ إدارة احتياطي الصرف الاجنبي تتطلب وجود جهة أو هيئة قائمة عليها.

ثانياً- أهداف إدارة احتياطيات الصرف الاجنبي: تهدف السلطات النقدية من إدارتها للاحتياطيات إلى تحقيق جملة من الأهداف، و التي نوجزها فيما يلي:

- تعطى الأولوية القصوى في إدارة الاحتياطيات عادة إلى توفير السيولة، كما يجب أن يكون تحقيق مستوى معقول من العائدات هدفها ذي أولوية أيضا، مع مراعاة عاملي السيولة و درجة المخاطر.

¹ صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الاجنبي، 2001، ص 4

² محمدي الطيب أحمد، مرجع سابق، ص 78.

- تحديد حجم امثل من احتياطي الصرف الاجنبي (كفاية الاحتياطيات)، لتلبية مجموعة محددة من الأهداف لاقتصاد البلد.
- تقسيم الأصول الاحتياطية و الاحتفاظ بجزء سائل للوفاء بالالتزامات، و توظيف جزء آخر و استخدام الجزء الباقي.
- من خلال إدارة الاحتياطيات يمكن السيطرة على مخاطر السوق و الائتمان بأسلوب حكيم.
- حماية الاحتياطيات من التآكل خلال عملية التوظيف و الاستخدام.
- دعم الثقة في سياسات النقد و سعر الصرف، بما في ذلك القدرة على التدخل لدعم العملة الوطنية أو عملة الاتحاد.
- الحد من التعرض للالتزامات الاقتصادية و المالية خصوصا، و بالتالي امتصاص الصدمات في الأوقات الحرجة.
- مساعدة الحكومة على تلبية احتياجاتها من النقد الاجنبي، و الوفاء بالتزاماتها الخارجية.
- توليد عائدات معقولة على المدى المتوسط إلى الطويل على الأصول المستثمرة.

ثالثا- محفزات حيازة الاحتياطيات الدولية: يوجد العديد من المنافع لاحتفاظ السلطات النقدية (البنوك المركزية) باحتياطيات الصرف نوجزها في الآتي¹:

1. تلبية احتياجات المعاملات: يتم الاحتفاظ بالاحتياطيات لتمويل الطلب على عمليات الصرف الاجنبي من القطاعين العام و الخاص، في حين أن دافع المعاملة يعتبر هامشي في الاقتصاديات المتقدمة، و الاقتصاديات التي لها إمكانية الوصول إلى الأسواق الدولية، و لكن من المرجح أن يكون أكثر أهمية في البلدان النامية، نظرا لمحدودية الوصول لأسواق رؤوس الأموال الدولية و موسمية إيرادات النقد الاجنبي و رقابة كبيرة على الصرف، و نسبة كبيرة من معاملات الصرف الاجنبي يتم توجيهها من خلال البنك المركزي.
2. تلبية احتياجات التدخل: يعتبر التدخل أهم مصدر للطلب على الاحتياطيات، و خاصة بالنسبة لتلك البلدان المفتوحة جدا على أسواق رأس المال و أسواق السلع و أسعار الصرف الثابتة، كما و أن التخفيف من تقلبات سعر الصرف الحقيقي له أهمية كبرى لتنمية البلدان، خاصة الأكثر اعتمادا على السلع، فالإثباتات تبين إن امتلاك احتياطيات كافية يمكن من خفض تقلبات سعر الصرف، و الذي بدوره قد يسمح سلاسة الإنتاج، و من المحتمل أن يكون معدل النمو أعلى، فكثير من بلدان الأسواق الناشئة أكدت أهمية استقرار سعر الصرف، حيث أنهم يعتقدون أن الكثير من التقلبات يمكن أن تكون مكلفة، و أشاروا إلى أن التقلبات المفرطة يمكن أن تحدث بسبب أسواق الصرف الاجنبي الضعيفة و سهولة التلاعب بها، و لعدم وجود فرص للتحوط من مخاطر سعر الصرف، و المستويات عالية من الدولار، و التعرض لصدمات أسعار السلع الأساسية.
3. تنويع الثروة: بعض البنوك تراكم الثروة و تستخدمها في محفظة احتياطي خارجية كمخزن للقيمة لتراكم الثروة الفائضة لأغراض الاستهلاك في المستقبل، إن مثل هذه البنوك المركزية تفصل محفظة احتياطي إلى شريحة السيولة، و شريحة الثروة التي تشمل الأوراق المالية طويلة المدى مثل السندات و الأسهم و تدار بمعايير مختلف عن محفظة السيولة هو تعظيم العائد.

¹ Roger, Scott, **The Management of Foreign Exchange Reserves**, Bis Economic Paper N°. 38 (Basel : bank for International Settlements), 1993, P 11 .

المطلب الثاني: مؤشرات قياس كفاية احتياطيات الصرف الاجنبي:

تتطلب إدارة احتياطيات الصرف الاجنبي وجود هيئة قائمة عليها في البنك المركزي تعنى برصد المعلومات و بناء نماذج للتنبؤ بتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، من خلال تقدير المستوى الملائم و الكافي لاحتياطيات الصرف الاجنبي، فلا تكون الاحتياطيات أكثر من المستوى الأمثل تجنباً لارتفاع تكاليف الحيازة، و لا تكون اقل من المستوى الأمثل تجنباً للصدمات الاقتصادية و المالية من جراء عدم الوفاء بالالتزامات الدولية.

أولاً- قياس سيولة الاحتياطيات الدولية: إن مؤشر السيولة للاحتياطيات الدولية لا بد أن يأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين مستوى احتياطيات الصرف الاجنبي، و الغرض الذي من أجله تطلب هذه الاحتياطيات، و قياس الاحتياطيات الدولية يتم على مستويين¹:

1. المستوى الأول: قياس الاحتياطيات الدولية على المستوى العالمي: و يعني ذلك مدى كفاية و ملائمة وسائل الدفع الدولية (الاحتياطيات الدولية)، في تسوية أغراض التعامل في العلاقات الاقتصادية الدولية دون حدوث اضطرابات في أسعار الصرف و الأسعار العالمية ، و بالتالي قياس الاحتياطيات الدولية على المستوى العالمي هو أمر يتعلق بالاقتصاد العالمي و نظام النقد الدولي، و عليه فهذا المستوى يربط بين حجم الاحتياطيات الدولية و حجم أو قيمة التجارة العالمية ، و في هذا الخصوص يتم استخدام رقم الواردات في السوق العالمي كمرادف لحجم التجارة العالمية، إذ لا يخفى على أن قيمة ما تستورده مجموعة من الدول يمثل بالطبع قيمة ما تصدره مجموعة أخرى، و لهذا فان حجم التجارة يتطابق مع حجم الواردات العالمية، و هكذا توصلت الدراسات و البحوث إلى قياس السيولة (الاحتياطيات) الدولية على النطاق (المستوى العالمي طبقاً للصيغة التالية:

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

حيث L : نسبة السيولة (الاحتياطيات) الدولية.

R : مستوى الاحتياطيات أو وسائل الدفع الدولية.

M : قيمة الواردات العالمية.

و هذه النسبة يتم حسابها على أساس سلاسل زمنية محددة ، فإذا اتجهت هذه النسبة نحو الانخفاض فان ذلك يعني أن الاحتياطيات (السيولة) الدولية غير كافي للوفاء باحتياجات الدفع في التجارة الدولية، و بالتالي يحدث هناك اضطرابات في أسواق الصرف و ارتفاع الطلب على القروض و ما شابه ذلك من التذبذبات الاقتصادية الدولية، و نفس الأمر يحدث في الحالة التي تتجه فيها هذه النسبة نحو الارتفاع.

2. المستوى الثاني: قياس الاحتياطيات الدولية على المستوى المحلي: عندما نتحدث عن هذا المستوى، فان الأمر يتعلق

ببلد ما و خصوصاً البلد النامي، إذ أن المقصود بهذا المستوى ينصرف إلى مدى كفاية وسائل الدفع الدولية المتاحة للدولة، لمواجهة العجز الطارئ في ميزان مدفوعاتها، و المقاييس الأكثر شيوعاً بالنسبة لاقتصاد البلد الواحد، هو ذلك المقياس الذي

¹ رمزي زكي، مرجع سابق، ص 84،

يشير إلى عدد شهور الواردات التي تغطيها احتياطيات الدولة، و هو مقياس هام يؤخذ به في الإحصائيات الدولية نظرا لبطاقتها و قوة دلالاته و سهولة حسابه، كما أنه يربط بين الاحتياطيات و بين أهم إنفاق بالعملة الأجنبية (الواردات).

و لقياس مدى تغطية الاحتياطيات لحاجيات البلد نطبق الصيغة التالية:

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

حيث: L : نسبة الاحتياطيات الدولية الصافية.

R : مستوى الاحتياطيات الدولية التي بحوزة البلد.

D : مدفوعات خدمة الدول الخارجية و التزاماتها الأخرى.

M : قيمة الواردات،

RO : الاحتياطيات الصافية.

و هذه النسبة كما هو ملاحظ تراعي ظروف الدول النامية، باعتبارها تميز بين إجمالي الاحتياطيات الدولية، و احتياطي الصرف الاجنبي الصافي، و يصبح الغرض من هذه الصيغة هو محاولة الإلمام بكل عناصر ميزان المدفوعات بدلا من الاقتصار على حجم الواردات فقط، و لتطبيق هذه الصيغة يتطلب الأمر أخذ فترة 5 سنوات حتى يتم استبعاد التغيرات العارضة.

ثانيا- المؤشرات التجارية: تبين هذه المؤشرات العلاقات التجارية للاقتصاد المحلي مع باقي دول العالم و تضم ما يلي:

1. نسبة الاحتياطيات الدولية إلى الواردات (R/M): تم اقتراحها النسبة من طرف تريفن (Triffin) سنة 1947 كمؤشر على كفاية الاحتياطيات، و هذا المقياس من أهم المقاييس التقليدية لمعرفة مستوى كفاية حجم الاحتياطيات من العملات الأجنبية ، بسبب أن الواردات هي أهم متغير في بنود ميزان المدفوعات، و نظرا لصلتها الوثيقة بمستويات الاستهلاك المحلية و الإنتاج الجاري و النمو الاقتصادي.

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

لكن هنا من أنصار هذه الصيغة من يرى أن ذلك يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية، فيما تذهب إليه من تزايد الطلب على النقود لأغراض المعاملات، مع التزايد الذي يحدث في مستوى الدخل القومي، و لكن هذا التبرير في الحقيقة وجهت إليه عدة انتقادات، ذلك أن الطلب على احتياطي الصرف الاجنبي لا يتم بغرض الوفاء بحاجات التعامل، و لكنه يهدف إلى تكوين رصيد احتياطي لمواجهة احتمالات العجز في ميزان المدفوعات².

¹ Ritesh kumar mishra and chandan sharma, **The demand for international reserve and monetary equilibrium**, National Institute of Financial Management, India, p08.

² رمزي زكي، نفس المرجع، ص 101.

إن النتيجة الأساسية من استخدام هذا المؤشر يؤدي إلى تناسب الطلب على الاحتياطيات الدولية مع قيمة الواردات، بمعنى أن الطلب يتجه نحو التزايد مع تزايد قيمة الواردات. و الطلب على الاحتياطيات الدولية في ضوء هذا المؤشر إنما يعني أن الدافع الأساسي لتكوينها و الاحتفاظ بها هو دافع المعاملات.

و يعتقد أنصار هذا المؤشر أن نسبة 30 % من قيمة الواردات سنويا أو تغطية حجم الاحتياطيات لمدة ثلاثة أشهر من الواردات يعد مستوى ملائم للاحتياطيات، و يمكن أن يرتفع إلى 4 أو 5 أشهر لتتوافق مع ظروف الدول النامية، كما يمكن أن تتراوح نسبة الاحتياطيات إلى الواردات بين 30% و 40%. و بما أن الواردات تمثل إنفاقا لحصيلة الصادرات، و من ثم تؤثر على الاحتياطيات سلبا، و هذا التأثير يسمى السلبي على الاحتياطيات يسمى بـ " احتياطيات المبادلات".

و تقوم الدولة أحيانا بزيادة احتياطياتها إذا زاد حجم وارداتها، و من ثم تؤثر الواردات على الاحتياطيات ايجابيا، و يسمى هذا التأثير الايجابي للواردات على الاحتياطيات بـ " احتياطيات الأمان"، و لذلك غالبا ما نجد أن الدول تعلن عن غطاء تغطية الواردات لفترة زمنية معينة اعتمادا على ما تملكه من احتياطيات الصرف الاجنبي، و إذا أعقب الواردات الأثران معا، فان الأثر النهائي للواردات على الاحتياطيات تكون محصلة الأثر الأكبر، و هنا نسجل حالتين¹:

✓ **الحالة الأولى:** إذا كان أثر المبادلات للواردات على الاحتياطيات أكبر من أثر الأمان للواردات على الاحتياطيات، فان محصلة الأثر النهائي للواردات على الاحتياطيات ستكون سالبة.

✓ **الحالة الثانية:** إذا كان أثر المبادلات على الاحتياطيات أقل من أثر الأمان للواردات على الاحتياطيات، فان محصلة الأثر النهائي للواردات على الاحتياطيات ستكون موجبة.

و الجدول الموالي يوضح نسبة احتياطيات الصرف الاجنبي إلى الواردات لدول العالم خلال الفترة 2000-2017 :

الجدول رقم (3-1) : نسبة الاحتياطيات الدولية إلى الواردات لدول العالم خلال الفترة (2000-2017)

الوحدة : عدد أشهر الواردات

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
كافة دول العالم	5.423	6.349	7.521	8.636	9.401	9.842	10.647	12.06	12.245
السنة	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
كافة دول العالم	15.589	14.021	13.315	13.319	13.917	13.276	13.32	13.155	11.302

المصدر : معطيات البنك العالمي

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن نسبة الاحتياطيات الدولية في تزايد مستمر إلى أن بلغت ذروتها سنة 2009 بنسبة احتياطي 15.589 أي حوالي 16 شهرا من الواردات العالمية، ثم ما أخذت تتراجع إلى أن بلغت 11.302 شهرا من الواردات سنة 2017.

¹ محمد بن علي العقلا، محددات الاحتياطيات الدولية في الدول العربية، مجلة آفاق، السنة العاشرة، العدد الثالث، جويلية 1998، ص 192.

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

و الاحتياطيات هنا يمكن اعتبارها رصيذا لمواجهة العجز، و لتنب ما يمكن أن تضطر إليه الدولة من سياسات غير مرغوبة، و لا ينبع من تأمين المعاملات و إنما من باب التحوط، و الالتزام بهذه النسبة يعني أن الاحتياطيات الدولية يجب أن تتغير بنفس معدلات التغير المتوقع في العجز بميزان المدفوعات، فإذا كان منحى العجز هو التزايد فان الاحتياطيات يجب أن تنمو بنفس معدلات نمو هذا العجز، أخذا بعين الاعتبار سلسلة زمنية معقولة لتوضيح اتجاه العجز و توقعات حدوثه في المستقبل¹.

ثالثا- المؤشرات المالية: يعتبر من بين المؤشرات التي استخدمت كذلك كدلالة على كفاية الاحتياطيات الدولية من طرف الدول ذات الأسواق المالية الناشئة، و كنظام تحذير مبكر لوقوع الأزمات المالية، و يتضمن هذا المؤشر ما يلي:

1. نسبة احتياطي الصرف الاجنبي إلى الديون الخارجية قصيرة الأجل: يقيس هذا المؤشر قدرة الدولة على سداد ديونها بسرعة، و يجب أن لا تنخفض هذه النسبة عن 100 %، أي أن حجم احتياطي الصرف الاجنبي يكون على الأقل مساويا حجم الديون الخارجية قصيرة الأجل. حيث يتم هنا مقارنة الاحتياطيات بحجم الديون الخارجية خصوصا على المدى القصير، من اجل قياس المخاطر المرتبطة بالتطورات السلبية التي تحدث على مستوى الأسواق المالية الدولية، لأنه عادة سياسات التمويل بالنقد الاجنبي قصيرة الأجل لا تعتمد على الاحتياطيات، و إنما باللجوء إلى الاقتراض من الأسواق المالية الدولية.

في حالة إذا كان حجم الديون أكبر من حجم الاحتياطيات معناه إن الدولة غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها، و هي تعاني من نقص السيولة الدولية مما يؤدي إلى هروب رؤوس الأموال، الأمر الذي إلى حدوث أزمات مالية².

2. نسبة الاحتياطيات إلى عرض النقود (R/M2)³: أول من أشار إلى هذا المؤشر كامينسكي (Kaminsky) سنة 1999، حيث توفر هذه النسبة تغطية احتياجات السيولة عن طريق الاحتياطيات التي يحتفظ بها البنك المركزي، و بالنظر إلى إن العديد من أزمات حساب رأس المال الأخيرة، قد رافقها تدفق خارجي للودائع من المقيمين، هذا المقياس يصد به عادة علاج مخاطر هروب رؤوس الأموال، و يتسم معدل تغطية الاحتياطيات للقاعدة النقدية بأنه مفيد، خاصة في البلدان ذات الحسابات الرأسمالية المفتوحة، لأنه يعكس الطلب على النقد الاجنبي الذي قد ينشأ عن تحويل ودائع البنوك التجارية. و يشير معدل تغطية ودائع النقد إلى القدرة على تلبية احتياجات النظام المصرفي من السيولة في حالة أزمة، حيث M2 النقود بمعناه الواسع.

$$RA = Rs/M2$$

¹ زايري بلقاسم، كفاية الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مجلة اقتصاديات افريقيا، العدد السابع، 2009، ص 49

² سهيلة مواكي، مرجع سابق، ص 82.

³ بوكريد عبد القادر، مرجع سابق، ص 54.

رابعاً- مؤشرات أخرى: ظهرت بعض المحاولات الأخرى لتحديد كفاية أو المستوى الأمثل للاحتياطيات الصرف الاجنبي نوجزها فيما يلي:

1. محاولة هيلر (Heller) : حيث حاول هيلر الوصول إلى مقياس لتحديد المستوى الأمثل للاحتياطيات، بمراعاة العوامل التي تؤثر على الطلب على الاحتياطيات. و قد انطلق من نقطة أساسية هي أن الاحتياطيات تجنب الاقتصاد الوطني إجراءات التكيف و تكاليفها التي يتعين اتخاذها لتصحيح الاختلال الطارئ و المؤقت في ميزان المدفوعات، لو لم يكن لديه تلك الاحتياطيات لاستخدامها لمواجهة هذا الاختلال، حيث اعتبر أن الاحتياطيات التي تملكها السلطات النقدية هي جزء من الموارد الرأسمالية للاقتصاد القومي، و من هنا لابد من استخدامها على نحو رشيد، و بما يرفع من مستوى إنتاجيتها، و هو الأمر الذي يقود إلى مقارنة كلفة هذه الاحتياطيات بالنفع المتوقع منها¹.

تتمثل معادلة المستوى الأمثل حسب صياغة هيلر كآلي²:

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

حيث:

R_{opt} : المستوى الأمثل لاحتياطي الصرف الاجنبي.

h : التغير الذي يحدث في مستوى الاحتياطيات.

m : الميل الحدي للاستيراد.

r : التكلفة الحدية للاحتياطيات و هي عبارة عن الفرق بين العائد الاجتماعي لرأس المال و العائد الذي يدره استثمار هذه الاحتياطيات.

أما العدد 0.5 فهو احتمال حدوث العجز في ميزان المدفوعات.

هذه الصيغة تعني أن الزيادة التي تحدث في m أو r ستؤدي إلى خفض المستوى الأمثل للاحتياطيات، بينما الزيادة h تؤدي إلى زيادة هذا المستوى.

إذا كانت:

$1 = R_{opt}$: فان الدولة تكون قد حققت المستوى الأمثل.

$1 \geq R_{opt}$: معناه هناك عجز

$1 \leq R_{opt}$: معناه هناك إفراط في الاحتياطيات.

و قد استخدم هيلر هذه الصيغة لعينة مكونة من ستين دولة و توصل إلى النتائج التالية:

- أنه بالنسبة للعالم أجمع هناك كفاية في السيولة.
- أن الدول النامية كمجموعة يوجد بها احتياطيات شبه مثلى.

¹ رمزي زكي، مرجع سابق، ص 285.

² HR Heller, **Optimal International Reserves**, The Economic Journal, 1976, n° 302, p 311.

- السيولة الدولية تتوزع داخل مجموعة الدول النامية بشكل غير متكافئ.

2. **محاولة أجارول:** نشر الاقتصادي أجارول دراسة مهمة في سنة 1971، في مجلة سجلات الاقتصاد العالمي حاول فيها أن يحدد مقياسا لتقدير الحجم أو المستوى الأمثل للاحتياطيات الدولية في سبع (07) دول نامية في آسيان من خلال بناء نموذج يعكس الفروق الهيكلية و المؤسسية القائمة بين مجموعة من الدول الصناعية المتقدمة و مجموعة من الدول المعنية بالدراسة.

و لتحديد المستوى الأمثل للاحتياطيات يرى أجارول شانه في ذلك شان هيلر، أن هناك ثلاثة عوامل جوهرية لا بد من أخذها بعين الاعتبار و هي¹:

- نفقة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالاحتياطيات.
- الكلفة التي سيتحملها الاقتصاد الوطني في حالة اضطراره تنفيذ سياسات المواثمة عندما يحدث عجز طارئ في ميزان المدفوعات، و لا توجد احتياطيات لمواجهة هذا العجز.
- احتمالات استخدام هذه الاحتياطيات،

و يرى أجارول أن الدول النامية تحتفظ بالاحتياطيات الدولية لكي تمول هذا العجز المتوقع و الطارئ في ميزان المدفوعات، و الذي يمكن أن ينشا من النقص غير المتوقع في حصيلة الصادرات أو الزيادة الطارئة في أسعار الواردات.

كما و يرى أجارول أن المستوى الأمثل هو ذلك المستوى الذي تتعادل فيه التكلفة مع المنفعة لا أكثر و لا أقل، و لقد صاغ معادلة المستوى الأمثل للاحتياطيات على الشكل التالي²:

$$Ropt = \frac{m}{q_1} = Ropt \frac{(\pi) Ropt / D}{q^2}$$

أو

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

Ropt : المستوى الأمثل للاحتياطيات.

D : العجز في ميزان المدفوعات.

m : مقلوب معامل رأس المال الحدي.

q₁ : نسبة المكون الاستيرادي في الاستيراد المحلي.

q² : نسبة السلع الاستثمارية المستوردة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

π : احتمالات حدوث العجز في ميزان المدفوعات.

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

¹ رمزي زكي، مرجع سابق، ص 289.

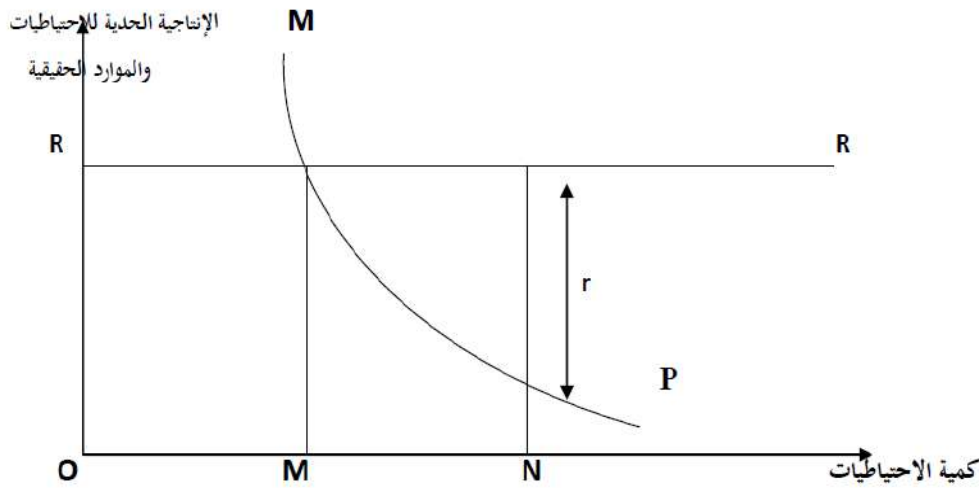
² زايري بلقاسم، مرجع سابق، ص 51.

من خلال المعادلة أعلاه توصل أجارول إلى أنه في حالة نمو و تنوع الهيكل الإنتاجي، فإن الإنتاجية الحدية لرأس المال سوف ترتفع و المكون الحدي الاستيرادي للاستثمارات ينخفض (بفعل التوسع في إنتاج وسائل الإنتاج)، و لهذا تتزايد التكلفة الحدية للفرصة البديلة للاحتفاظ بالاحتياطيات، و من ثم تقل الحاجة للاحتفاظ بها بكميات كبيرة عبر الزمن.

3. تحليل هيربرت جروبيل : إن التحليل الذي قدمه هيربرت جروبيل (Herbert G. Grubel)، حول المستوى الأمثل للاحتياطيات يعتمد على مبادئ التحليل الحدي الذي يستند إلى قانون تناقص الغلة، و على مساواة التكلفة الحدية مع العائد الحدي لتحديد الوضع الأمثل.

و لتحديد المستوى الأمثل سوف نستعين بالشكل رقم (1-2)، و الذي يبين حالة بلد ما يحاول تحديد المستوى الأمثل للاحتياطيات الدولية من خلال المساواة بين تكلفة الاحتفاظ بها العائد المتحقق منها.

الشكل رقم (1-3) : تحديد الطلب على الاحتياطيات الدولية في ظل علاقته مع مستوى الإنتاجية



المصدر : زكي رمزي، الاحتياطيات الدولية و الأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري، مرجع سابق، ص 250.

حيث نلاحظ أن:

- المنحنى MP: يعبر عن الإنتاجية الحدية للاحتياطيات، و الموارد الحقيقية طبقاً لظروف هذا البلد (حجم الموارد و نمط استخدامها، نمط و طبيعة الاختلالات الخارجية التي يتعرض لها، مدى النفع الذي يتحقق من الاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية.... الخ)، و يأخذ هذا المنحنى شكل منحنى الطلب العادي، حيث ينحدر من أعلى اليسار متجهاً نحو اليمين لأسفل، معبراً عن قانون تناقص الغلة المعروف.
- OR : الإنتاجية الحدية للدولة، و يعني ذلك أن الدولة لو احتفظت بكمية من الاحتياطيات لكي تستخدمها في مواجهة ما يمكن أن يطرأ على ميزان المدفوعات من عجز، فإنها في الواقع ستضحي بهذه الإنتاجية. و إذا افترضنا أن احتياطيات هذه الدولة تأخذ شكل الذهب، و أن سعر الذهب سيبقى ثابتاً على المدى الطويل، و هو ما يعني أن هذا النمط من الاحتياطيات لن يكون له أية مجال استثماري، و بالتالي سيكون عائده مساوياً للصفر (لأنه لن يحقق أية فائدة

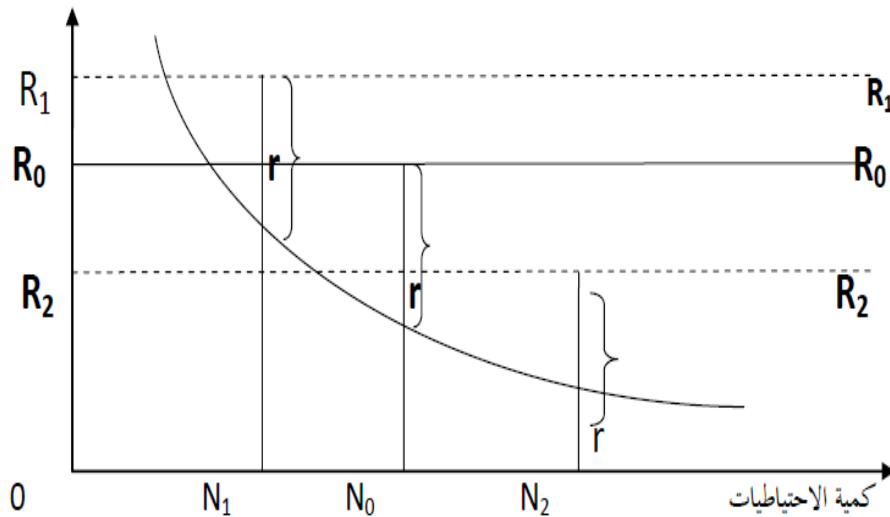
أو مكسب)، و بالتالي سيكون طلب هذا البلد على الاحتياطيات الدولية على المدى الطويل مساويا للكمية OM، و هو المستوى الذي تتعادل فيه الإنتاجية الحدية للاحتياطيات مع الإنتاجية الحدية للموارد (أو الاستخدامات البديلة).

و في حالة افتراض أن تلك الاحتياطيات لن تكون في شكل ذهب، و إنما في شكل عملات أجنبية يمكن استثمارها في الخارج في شكل أصول قصيرة الأجل، و تحصل الدولة من وراء ذلك سعر فائدة مقداره (r) كنسبة مئوية سنوية كما هو موضح في الشكل رقم (2-2) ، في هذه الحالة سوف نجد أن طلب هذا الدولة على الاحتياطيات الدولية سوف يرتفع إلى المستوى ON ، و الذي نجد عنده أن الإنتاجية الحدية للاحتياطيات مضافا لها سعر الفائدة المتحقق من استثمار تلك الاحتياطيات يكون مساويا للعائد المتحقق من الموارد الحقيقية الأخرى (أو الاستخدامات البديلة).

أما في حالة ما إذا حدث عجز طارئ في ميزان مدفوعات هذه الدولة، نتيجة الانخفاض في حصيللة الصادرات، و ندرة في النقد الاجنبي، و شح في الموارد مما أدى إلى ارتفاع الإنتاجية الحدية إلى المستوى OR1، و هو مستوى يزيد عن المستوى السابق OR . في هذه الحالة فان المستوى المرغوب من الاحتياطيات سيكون عند المستوى ON1 و يمكن للدولة أن تستخدم الكمية N1N2 من احتياطياتها لتمويل العجز في ميزان مدفوعاتها ، و الحفاظ على مستوى وارداتها، و بالتالي تتجنب الآثار الانكماشية التي كان من الممكن أن تحدث في حالة اضطرارها إلى خفض الواردات، أو خفض القيمة الخارجية للعملة لو لم يكن لديها تلك الاحتياطيات¹.

و في حالة العكس أي ارتفاع حصيللة الصادرات لسنوات عدة ، وتراكم موارد النقد الاجنبي، فان الإنتاجية الحدية للموارد سوف تنخفض إلى المستوى OR2، و من ثم فان احتياطيات الصرف الاجنبي يجب أن تكون عند المستوى ON2.

الشكل رقم (2-3) : تحديد الطلب على الاحتياطيات الدولية في ضوء التكيف مع الصدمات الخارجية



المصدر: زكي رمزي، الاحتياطيات الدولية و الأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري، مرجع سابق، ص 250.

¹ زكي رمزي، مرجع سابق، ص 251.

المطلب الثالث: تكاليف حيازة الاحتياطيات الدولية

يترتب على تراكم احتياطيات الصرف الاجنبي بالبنوك المركزية تكاليف حيازة قد تكون مكلفة إذا لم يتم تحديد و بشكل دقيق مستوى الاحتياطيات الأمثل و التكلفة المقابلة لهذا المستوى، و في هذا الإطار فان قياس تلك التكلفة يعتمد على وجهتين هما:

أولاً- قياس تكلفة الاحتياطيات من وجهة الاقتصاد الكمي: و التي تركز على التكاليف التي يتحملها الاقتصاد ككل، بغض النظر عن تراكم الاحتياطيات و من يشغلها، و هناك طريقتان لحساب هذه التكلفة، اعتماداً على الكيفية التي يأخذها تراكم الاحتياطيات، إما انه يمكن افتراض أن البلد يمكن أن يشعر بالقلق من استعارة الاحتياطيات (أي احتياطيات مقترضة)، أو يمكن افتراض أن هذا البلد يمكنه استعارة الاحتياطيات، و أنهما تتراكم عن طريق الفائض في الحساب الجاري.

1. الفرق بين أسعار فائدة الاقتراض الاجنبي و معدل العائد على الاحتياطيات: يرى كل من رودريك (2005)، و ادواردو ليفي (2006) ، بان التكلفة الاجتماعية الحقيقية للاحتياطيات يتم حسابها بواسطة الفرق بين المعدلات التي بها يمكن للقطاع الخاص اقتراض موارد قصيرة الأجل من الخارج ناقص المعدل الذي يتم به استثمار الاحتياطيات " تكلفة الفرصة البديلة" ، و يكون هذا في حالة ما إذا كان مصدر الاحتياطيات المقترضة القطاع الخاص، أما إذا كان مصدرها اقتراض البنك المركزي، أو الحكومة ، فنأخذ تكلفة الاقتراض العام، إذ هناك العديد من الدول التي تقوم بالاقتراض من أجل بناء الاحتياطيات سواء كان المقترض البنك المركزي، أو وزارة المالية أو القطاع الخاص. و تقدر تكلفته كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي كما هو مبين في الجدول رقم (2-2).

الجدول رقم (2-3) : التكلفة السنوية لاحتياطيات بعض الدول نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي

(جوان 2007)

التكلفة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي	الفرق	العائد على الاحتياطيات	تكلفة الاقتراض	
0.48	3.20	5.45	8.65	فنزويلا
0.23	1.55	5.45	7.00	تركيا
0.22	0.40	5.45	5.85	ماليزيا
0.22	0.72	5.45	6.17	روسيا
0.15	1.31	5.45	6.76	اندونيسيا
0.10	1.26	5.45	6.71	البرازيل
0.09	0.21	5.45	5.66	الصين
0.05	0.52	5.45	5.97	جنوب إفريقيا

المصدر: J. Onno de Beaufort Winjnholds and Lars Sondergaard, Reserve

Accumulation Objective Or By-Product ?, ECB, Occasional paper series, n° 73, september 2007, p 25.

2. تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطيات: بشكل عام فان تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطيات، تعرف بأنها الفرق بين العائد على الاحتياطيات و الفرص البديلة، و تقاس عن طريق بالطرق التالية¹:

➤ الفرق بين الإنتاجية الحدية لرأس المال و أسعار الفائدة الأجنبية: عرفها ادواردز (1985) بأنها "واحدة من أصعب المشاكل في التحليل التجريبي للاحتياطيات الدولية و خلص إلى أن المقياس الصحيح لهذه التكلفة هو تكلفة الفرصة الصافية، و التي تمثل الفرق بين الإنتاجية الحدية لرأس المال، أي الدخل الإجمالي الضائع من تملك الموارد في شكل احتياطيات دولية، و العائد المحصل عليه من الاحتياطيات". و دليل استخدام الفرق بين الإنتاجية الحدية لرأس المال و العائد على الاحتياطيات هو أن الاحتياطيات يمكن أن توجه ليتم استخدامها في الاستثمارات المنتجة ، كون البنوك المركزية عادة لا تستثمر احتياطياتها مباشرة، و تكون هذه الآلية مجدية إذا كانت السياسة النقدية للبنك المركزي أقل تقييدا، من خلال خفض سعر الخصم، أو خفض سراء السندات الحكومية بالنقد الجديد،

➤ علاوة الأجل: يعرف إيريك سوانسون (Eric T. Swanson) علاوة الأجل، بأنها العائد الزائد الذي يجعل المستثمرين يقومون بالاستثمار في السندات طويلة الأجل بدلا من السندات قصيرة الأجل، و يعرفها أوليفر جين الفرق بين العائد على الأصول الدولارية طويلة الأجل و الأصول الدولارية السائلة.

ثانيا- تكلفة تعقيم الاحتياطيات الدولية: يتم احتساب التكلفة المالية للتعميم بالفرق بين معدل التمويل المحلي الذي يدفعه البنك المركزي لسحب السيولة من الأسواق المحلية نتيجة لتراكم الاحتياطي و العائد م الاحتياطيات الأجنبية.

1. مفهوم التعقيم: يعبر على عدم السماح للمتغيرات الكبيرة في حيازة السلطات النقدية من الأموال الخارجية تنتقل إلى القاعدة النقدية، و إذا لم يسمح لتغيرات في القاعدة النقدية بان تؤثر على المخزون النقدي، نقول عندئذ أن تغيرات الاحتياطيات الدولية قد تم تعقيمها، أي يتدخل البنك المركزي من خلال البيع و الشراء للأصول المالية بالعملة الأجنبية ، مقابل أصول بالعملة المحلية بغرض عدم المساس بالأساس النقدي. و يعرف التدخل بالتعميم أي التدخل في التأثير على سعر العملة من دون تغيير السياسة النقدية المحلية، و يسمى التدخل النقدي من قبل البنك المركزي، و الذي يسمح بعرض النقود في دولة ما بالتدخل غير المعقم².

2. أدوات التعقيم: هناك نوعين من أدوات تعقيم الاحتياطيات الدولية نوردتها فيما يلي:

- الأدوات السوقية: تتم عملية التعقيم من خلال سياسة السوق المفتوحة، حيث يتم إصدار سندات حكومية، أو سندات البنك المركزي مقابل شراء الأصول بالعملة الأجنبية. و تتطلب عمليات التعقيم عن طريق الأدوات السوقية مشاركة فعالة للسلطة النقدية، في السوق النقدية و المالية بيع السندات الحكومية، أي أن التعقيم يكون فعالا في حالة الأسواق المالية غير المتطورة.

- أدوات غير سوقية: و تتمثل هذه الأدوات في:

1. ودائع الحكومة لدى البنك المركزي: و هي الأولى التي تحول بسرعة حصيلة الصادرات الأجنبية إلى العملة المحلية، و تدفع بها إلى الأعوان الاقتصاديين، كون قدرة السلطات لنقدية محدودة في موازنة الزيادة في صافي الأصول الخارجية مباشرة .

¹ بوكريديد عبد القادر، مرجع سابق، ص 63.

² فوزي زغاد، إشكالية إدارة الاحتياطيات المالية دراسة حالة بنك الجزائر (2000-2012)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة المسيلة، الجزائر، 2014، ص

2. **صناديق التعقيم (صناديق الاستقرار)**: تؤدي صناديق الاستقرار دورا هاما في الدول المصدرة للسلع الأساسية، حيث تعمل على تعقيم تراكم الأصول المالية بالبنك المركزي، هي تعمل على تخفيض العبء على السياسة النقدية، ففي الحالات التي تكون فيها أدوات السياسة النقدية غير متطورة، فان الصناديق الاستقرار تؤدي دورا نقديا مفيدا.
3. **الاحتياطي الإجباري**: و يعتبر أداة تعقيم غير سوقية ، و التعقيم عن طريق الاحتياطي الإجباري، يمثل تكلفة يتحملها النظام البنكي، فهو يمثل ضريبة في النظام النقدي، و يساهم في توسيع الفجوة بين أسعار الإيداع و أسعار الإقراض¹.

المبحث الثاني: توظيف الاحتياطيات الدولية و المخاطر المرتبطة بها:

إن الهدف من حيازة السلطات النقدية ممثلة في بنوكها المركزية لاحتياطيات الصرف الاجنبي و تراكمه هو تلبية الاحتياجات الدورية للاقتصاد، و امتصاص الصدمات الخارجية الغير متوقعة ، إضافة إلى الوفاء بالتزاماتها الدولية، علاوة على ذلك محاولة توظيف تلك الفوائض من الاحتياطيات في استثمارات ذات عوائد مجدية، و مواجهة المخاطر المتعددة التي قد تترتب على عمليات التوظيف تلك.

المطلب الأول : أسواق رأس المال الدولية:

ساهمت العديد من العوامل في توسع أسواق رأس المال الدولية و تطورها، نظرا لما تقدمه من فرص لاستثمار الفوائض المالية، و كذلك رغبة في تغطية المخاطر المتعددة كمخاطر أسعار الصرف و أسعار الفائدة و عدم التسديد.... الخ. خاصة و أن هذه الأسواق لا تخضع للقيود الحكومية ، مما زاد من حجم التدفقات المالية في هذه الأسواق بشكل فائق في كثير من الأحيان حجم المعاملات التجارية الدولية.

و من المتعارف عليه أن أسواق رأس المال أنها تمثل أسواقا تنشأ و تتم فيها عمليات التبادل و التداول و التصفية للديون و الأصول النقدية و المالية، المرتبطة بعمليات تتجاوز الحدود الوطنية للدولة، إذ تؤدي هذه الأسواق دورا هاما في تمويل مختلف العمليات الدولية. و تضم أسواق رأس المال الدولية العديد من الفروع أهمها:

أولا- سوق السندات الدولية: تمثل فرعاً هاماً من فروع السوق المالية الدولية، إذ يتم فيها تداول السندات الدولية التي تمثل ديناً على المصدر، و تصدر بعملة مخالفة لعملة الدول التي تتداول فيها، و من أمثلة ذلك السندات المصدرة باستعمال الدولار الأمريكي و المباع في الأسواق الأوروبية. كما و تمثل هذه السندات الدولية وسيلة هامة لجلب رؤوس الأموال من دول أخرى بغرض تمويل المشروعات، إذ تتراوح مدة استحقاقها من 10 إلى 15 سنة، و عليه فهي أداة تمويل طويل الأجل.

ويزيد حجم سوق السندات (السيادية وللشركات) عن 100 تريليون حسب آخر تقدير في 2016، تشكل سندات الدين الحكومي (السيادية) النسبة الأكبر منها. ويصل نصيب الاقتصاد الأميركي وحده من سوق السندات العالمي إلى نحو الثلث تقريبا.

¹ ركي رمزي، مرجع سابق، ص 84.

وفي شهر فيفري 2018 وصل العائد على سندات الخزينة الأميركية لمدة 10 سنوات إلى 2.85 % من 2.4 % مطلع العام، وهو أعلى نسبة عائد منذ مطلع 2014. بينما ارتفع العائد على السندات الألمانية السيادية لمدة 10 سنوات إلى 0.7 % من نسبة 0.43 %

ثانيا- سوق الأسهم الدولية: بعكس السندات الدولية فان الأسهم الدولية تمثل ملكية المستثمر أو المشتري لتلك الأسهم لجزء من الشركة المصدرة، حيث يتم الإصدار في البلدان غير البلد الأصلي للشركة المصدرة، أما التوزيع فتقوم به هيئة دولية مكونة من بنوك و مؤسسات مالية متخصصة، و لقد بدأ التعامل في هذه السوق منذ سنة 1983، و تطور بعد ذلك ، و يمكن للبنوك و المؤسسات المالية المختصة توظيف أموالهم في هذه السوق، سواء بغرض تحقيق أرباح في المدى القصير أو بغرض تنويع حوافظهم المالية و التقليل من المخاطر على الأمد الطويل.

و بالتالي فان سوق الأسهم الدولية، هو مكان لقاء المحتاجين لرؤوس الأموال، خاصة الذين يريدون تدعيم بند الأموال الخاصة، مع ذوي الفوائض المالية، أي أنها تعد من وسائل التمويل التي تمكن المؤسسات من الحصول على حاجتها من أموال لغرض الإنشاء أو التوسع بين بلدان أجنبية، مع إتاحة فرصة التملك لتلك الأطراف الأجنبية التي وظفت أموالها لشراء الأسهم الدولية.

ثالثا- سوق العملات الأجنبية و القروض الأوروبية: يستخدم مصطلح " يورو" مع العملات لتشير أساسا إلى أنها معاملة تمت بعملة معينة خارج بلد تلك العملة، لذلك فالعملة الأجنبية الأوروبية هي ودائع و قروض بعملة معينة لدى بنوك متواجدة خارج البلد الذي تستعمل فيه تلك العملة كوحدة نقد وطنية، مثل الأورو دولار يعبر عن الدولار الأمريكي لدى بنوك خارج أمريكا، و التي قد تكون أوروبية أو غير أوروبية، و تتضمن سوق العملة الأجنبية الأوروبية نوعين من الأسواق هي:

- **سوق الإيداع و الإقراض قصير الأجل:** و تتمثل في القروض قصيرة الأجل، أيتلك القروض التي لا تتجاوز 18 شهرا على الأكثر، و يعرف بسوق النقد الأوروبي.
- **سوق القروض الأوروبية:** و هي تلك القروض الدولية الممنوحة من المصارف لآجال متوسطة و طويلة باستعمال عملات أجنبية، أي خارج دولة الإصدار.

المطلب الثاني: أدوات توظيف الاحتياطات الدولية:

يمكن توظيف احتياطات الصرف الأجنبي في الأوراق المالية الدولية و التي تشمل كل من حقوق الملكية و سندات الدين التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة و القابلية للتداول و كذلك الأوراق المالية طويلة الأجل ، التي تتمتع بالسيولة و القابلية للتداول، كسندات الخزانة الأمريكية، كما و تشمل شهادات الإيداع القابلة للتداول ، و الأوراق التجارية الأوروبية.

أولا- السندات الحكومية: يمكن تعريف السندات الحكومية على النحو التالي:

1. **التعريف الأول:** تشكل السندات الحكومية أهم مكون استثماري في احتياطات الصرف الأجنبي، و هي السندات التي تصدرها الدولة و مؤسساتها، تمثل اقتراضا تحصل عليه من الأفراد و المؤسسات الرسمية كالمصارف المركزية و الصناديق الحكومية ، و هي صكوك مديونية، و تختلف عن اذونات الخزينة باعتبارها استثمار متوسط و طويل الأجل و قابلة للتداول و التصرف¹.

¹ الداغر محمود، الاسواق المالية، دار الشروق، عمان ، الاردن، 2005، ص 212.

2. **التعريف الثاني:** السندات الحكومية هي مستندات دين طويلة الأجل تأخذ شكل أوراق مالية، و يتم إصدار السندات الحكومية من أجل جمع الأموال من المستثمرين، و تمثل هذه السندات ما تدين به الحكومة للمالكي السندات ووفقا لشروط محددة، ستتحمّل الحكومة سداد هذه السندات، و عادة ما تقترن بها فوائد يتم دفعها، و من أهم خصائص السندات الحكومية نجد¹:

➤ **من حيث المخاطرة:** تكاد تخلوا من المخاطرة، و من هنا يتم اعتبار عائدها عائد خالي من الخطر و يعتبر منطلقا لتقدير عوائد الأدوات الاستثمارية الأخرى، حيث من أهم مخاطر السندات نجد خطر عدم الوفاء، فكلما زادت هذه المخاطرة كلما قلت رغبة المستثمرين في تملكها، و يتم عموما إدراج أذون الخزانة، و سندات الخزينة في المراتب الأولى من ناحية الدرجة الائتمانية، و لكن على الرغم من ذلك يمكن أن تواجه عوائد هذه الأدوات مخاطر العملة التي يتم بها إصدار هذه السندات.

➤ **من حيث العائد:** من الطبيعي أن تكون عوائدها منخفضة، نظرا لانخفاض مخاطرها، حيث تشكل مقياسا لمعدلات الفائدة الأخرى، و تمد السندات ذات فترات استحقاق أطول المستثمرين بعائد يفوق عائد السندات ذات فترة الاستحقاق القصيرة.

➤ **من حيث السيولة:** عادة ما تتميز أسواق السندات الحكومية المقامة على أسس سليمة بوجود السيولة، حيث تضمن لهم البيع عند الرغبة في ذلك بأسعار معقولة، و عرض كبير للسندات، و لوائح تنظيمية تشجع على الاستثمار فيها.

3. **أسواق السندات الحكومية:** من أهم أسواق السندات الحكومية التي تستثمر فيه البنوك المركزية احتياطياتها من الصرف الاجنبي نجد²:

✓ **سوق سندات الخزنة الأمريكية:** تتميز بأنها ضخمة و أكثر سيولة، و حركة بيع و شراء متزايدة، و عموما يشار إلى الأوراق المالية الحكومية الأمريكية بسندات الخزنة، و تتميز بدرجة ائتمانية عالية، و تسمى الأوراق ذات تاريخ استحقاق اقل من سنة باذونات الخزنة، و سندات الخزنة قصيرة الأجل تتراوح بين سنتين إلى عشرة سنوات، و سندات الخزنة طويلة الأجل يمتد تاريخ استحقاقها إلى أكثر من 10 سنوات.

✓ **سوق السندات الحكومية البريطانية:** تعرف بالسندات المضمونة أو السندات من الدرجة الأولى، و تشمل السندات المضمونة قصيرة الأجل و السندات المضمونة المتوسطة و طويلة الأجل، و تتميز هذه السوق بسيولة عالية.

✓ **سوق السندات الحكومية الألمانية:** هي سوق السندات الأوروبية الرئيسية، و تعد سندات الحكومة الفدرالية خالية من الخطر، و تتراوح تواريخ استحقاقها من 5 إلى 30 سنة.

✓ **سوق السندات الحكومية اليابانية:** هي سوق مهمة لكن تفتقر إلى التنوع، و يتم إصدار السندات بتواريخ استحقاق مختلفة، لمدة 2، 3، 5، 10، 20 سنة.

✓ **سوق السندات الفرنسية:** تصدر الحكومة الفرنسية نوعين من السندات، سندات خزنة فرنسية تصدر بتواريخ استحقاق بين 4-30 سنة، و اذونات و سندات خزنة قابلة للتداول و تصدر بتواريخ استحقاق 13،16،52 أسبوع، و من 2-5 سنوات.

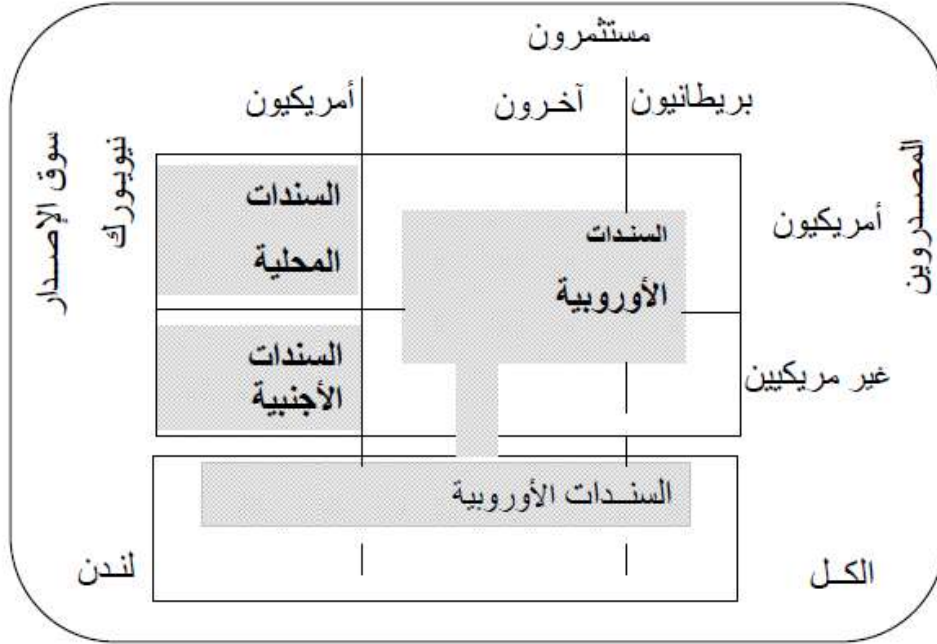
و الشكل رقم (3-3) الموالي يوضح عملية إصدار السندات بالدولار الأمريكي، حيث نلاحظ أن السند المصدر في سوق نيويورك من قبل مصدر أمريكي و الذي يتم شراؤه من قبل مستثمرين أمريكيين يمثل سندا محليا، أما المصدر بالدولار الأمريكي في

¹ برايان كويل، السندات الحكومية، ترجمة دارالفاروق، مصر، 2006، ص 8.

² بوكريديد عبد القادر، مرجع سابق، ص 74.

نيويورك من قبل مصدر غير أمريكيين و الذي يتم شراؤه من قبل مستثمرين أمريكيين هو سند أجنبي، و تمثل السندات التي يتم إصدارها بالدولار الأمريكي في نيويورك من قبل مصدر أمريكي أو غير أمريكي، و يتم شراؤها من قبل مستثمرين غير أمريكيين، و السندات المصدرة بالدولار خارج الولايات المتحدة الأمريكية.

الشكل رقم (3-3) : الإصدارات بالدولار الأمريكي في العالم



المصدر : Mathis J. , Marché internationale des capitaux , Economica, 2^{ème} édition, 2000 , p 59.

4. **شهادات الإيداع الدولية:** شهادات الإيداع هي أداة قابلة للتداول في أسواق المال الدولية، تقوم بإصدارها إحدى المؤسسات أو البنوك الدولية (مثل Bank of New York، أو Deutsche Bank) بالدولار الأمريكي، أو أي عملة من العملات الأجنبية الأخرى المتداولة بالسوق الحرة مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية، و ذلك بناء على اتفاق مع شركة مصدرة محلية، و يتم إيداع الأوراق المالية الخاصة بتلك الشركة لدى وكيل بنك الإيداع أو بنك الإصدار، و من ثم فإن هذه الشهادات يتم تداولها كبديل عن الأوراق المالية الأصلية في الأسواق الدولية. و لان مالك شهادات الإيداع هو في حقيقة الأمر مالك الأسهم المحلية المقابلة لها (حسب نسبة تحويل متفق عليها)، فان له كافة حقوق مالك السهم المحلي من حيث التوزيعات النقدية أو العينية و بيع الأسهم.... الخ.

و من بين أهم أنواع شهادات الإيداع نجد:

✓ **شهادة الإيداع الأمريكية (American Depository Receipts):** و هي تلك الشهادات التي يتم إصدارها و تداولها في الولايات المتحدة الأمريكية، مقابل إيداع الأوراق المالية لإحدى الشركات الأجنبية.

✓ **شهادات الإيداع الدولية (Global Depository Receipts):** و هي تلك الشهادات التي يتم إصدارها و تداولها في أكثر من سوق مالي من أسواق المال الدولية (خاصة أوروبا)، و ذلك وفقا لشروط و متطلبات تلك السوق.

كما و من أهم الخصائص أو الميزات التي توفرها شهادات الإيداع الدولية نجد:

- درجة شفافية عالية و سهولة في إجراءات التسوية و المقاصة من خلال أنظمة متعارف عليها دوليا مثل يوروكليبر (Euruclear)، و كليبر ستريم (Clear Stream) في أوروبا، و نظام دي تي سي (DTC) في الولايات المتحدة الأمريكية.
- سهولة عمليات البيع و الشراء بالكميات المطلوبة مما يوفر السيولة للمستثمر، فهي توفر أداة مناسبة لامتلاك الأسهم الأجنبية أي الاستثمار في سهم في بلد ما.
- يحدد سعر شهادات الإيداع الدولية و يتم تداولها بالدولار الأمريكي، مما يحد من مخاطر تقلبات أسعار العملات.
- انخفاض تكاليف التداول و الحفظ عنها في السوق المحلية.
- تتغلب شهادات الإيداع الدولية على قيود الاستثمار الاجنبي، فمثلا هناك بعض صناديق الاستثمار التي يمنعها النظام الأساسي من الاستثمار مباشرة في الأوراق المالية الأجنبية، فتستثمر أموالها في شهادات الإيداع.
- الاستفادة من أساليب التداول المختلفة و التي من الممكن عدم توافرها في السوق المحلية مثل الشراء بالهامش و البيع على المكشوف.

5. **الأسهم الدولية:** و هي عبارة عن شهادات تخول لحاملها الحق في ملكية جزء من الشركة المصدرة للسهم، فهي مستند ملكية و من ثم ليس لها تاريخ استحقاق، و يتم إصدار الأسهم الدولية في العديد من الدول، و التي يكون من بينها المؤسسة المصدرة للسهم، حيث يتم تسجيل السهم الدولية عموما في أكثر من مركز مالي، و تعد بورصة وول ستريت من أهم هذه المراكز، و قد يتطلب إصدار الأسهم الدولية استعمال العديد من الشرائح:

- شريحة محلية
 - شريحة أوروبية توجه للأسواق الأجنبية، و تصدر بعملة مختلفة عن عملة تلك الأسواق.
 - شريحة أجنبية توجه للأسواق الأجنبية.
- في حالة الإصدار الذي يضم الشرائح الثلاثة تعرف الأسهم بالأسهم العالمية (Planétaires)، أما إذا احتوى الإصدار الشريحتين الأخيرتين فقط فتعرف بالأسهم الدولية، و لا يختلف تنظيم و إصدار الأسهم الدولية عن الأسهم المحلية، و يتم الإصدار بمساعدة تجمع بنكي يختار على أساس الدول التي يرغب في وصول الإصدار إلى مستثمريها.

المطلب الثالث: إدارة مخاطر الاحتياطات الدولية :

تعتبر إدارة المخاطر من أبرز الانشغالات التي تفرق المؤسسات النقدية و على رأسها البنوك المركزية، لما لهذه الأخيرة من مسؤولية مباشرة عن إدارة احتياطات الصرف الاجنبي المتراكمة، حيث تتكفل بتحديد و قياس و ضبط المخاطر التي تتعرض لها خلال إدارة احتياطاتها، من خلال مجموعة من الأساليب و الاستراتيجيات التي تتناسب و طبيعة المخاطر، مثل مخاطر سعر الصرف و مخاطر السيولة، و غيرها من المخاطر الأخرى.

أولاً- ماهية إدارة المخاطر و خصائصها: و يظهر ذلك من خلال:

1. تعريف إدارة المخاطر: يمكن تعريف إدارة المخاطر كما يلي:

- **التعريف الأول:** تتم إدارة المخاطر من خلال الرقابة الملائمة من قبل مجلس الإدارة و الإدارة العليا من أجل تحديد و قياس، و متابع ، و مراقبة كافة المخاطر ذات الصلة و إعداد التقارير عنها¹.
- **التعريف الثاني:** إدارة المخاطر هي عملية التفكير بشكل منهجي في جميع المخاطر المحتملة أو المشاكل قبل حدوثها ووضع إجراءات من شأنها أن تتجنب هذه المخاطر أو الحد من آثارها، أو التعامل مع هذه الآثار حيث تمكن هذه العملية من معرفة المخاطر و إعداد إستراتيجية للسيطرة عليها².
- **التعريف الثالث:** إدارة المخاطر هي تنظيم متكامل يهدف إلى مجابهة المخاطر بأفضل الوسائل، و أقل التكاليف، و ذلك عن طريق اكتشاف الخطر و تحليله، و قياسه، و تحديد وسائل مجابته مع اختيار انسب هذه الوسائل لتحقيق الهدف المطلوب³.

2. خصائص إدارة المخاطر: من بين الخصائص في إدارة المخاطر نجد ما يلي:

- ✓ معظم المخاطر التي قد تتعرض لها المؤسسات هي المخاطر المالية بالدرجة الأولى، مثل مخاطر الإفلاس.
- ✓ تنوع المخاطر حسب مجال تخصص كل مؤسسة، و تشترك المؤسسات المالية عموماً في ثلاثة مخاطر هي: مخاطر السوق، و مخاطر الائتمان، و مخاطر السيولة.
- ✓ تمتاز إدارة المخاطر، بقدرتها تنبؤية، خصوصاً في مجل تحديد الخسائر مما يقود المؤسسات إلى البحث الدائم عن البديل الأمثل للتخلص، أو التخفيض من الخسائر و آثارها إلى أدنى حد ممكن.
- ✓ تمتاز إدارة المخاطر بأنها تعمل على إيجاد الحلول فيما يتعلق بكيفية مواجهة المخاطر، و التعامل معها، أو تحويلها باستخدام الأساليب المتاحة، أو ابتكار الأدوات و الأساليب الجديدة مثل المشتقات المالية.
- ✓ المخاطر التي تواجه مختلف الأنشطة التي تقوم بها المؤسسات تنعكس بالضرورة على حقوقها و التزاماتها بصورة سلبية أو ايجابية، و تتميز إدارة المخاطر في هذا الجانب بوجود ارتباط قوي بينها، و بين باقي الوظائف، و الأنظمة الأخرى الموجودة داخل المؤسسة مثل: مراقبة التسيير، و إدارة الأصول و الخصوم.

ثانياً: إدارة مخاطر الاحتماليات بالبنوك المركزية: إن البنوك المركزية لها تفضيلات و قيود مختلفة عن البنوك التجارية، و للبنك المركزي أهداف يتم تعريفها في القانون الأساسي للبنك المركزي، و التي تحدد بالحفاظ على استقرار الأسعار كهدف أولي، و لكي تكون سياسات البنك المركزي ناجحة، فانه يحتاج إلى الحفاظ على مصداقيته و ذلك عن طريق التأكد من استيفاء شرطين أساسيين على الأقل⁴:

- **رأس المال:** ينبغي على البنك المركزي أن يشغل رأس مال كافي، كي يكون مستقلاً مالياً و الذي يساعد في إبقاء التدخلات الخارجية بعيدة عن التدخل على نحو غير ملائم في إدارة السياسة النقدية.
- **الربحية:** الحاجة إلى تأمين الربحية على المدى الطويل للبنك المركزي.

¹ ابراهيم الكراسته، اطر أساسية و معاصرة في الرقابة على البنوك و إدارة المخاطر، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، الطبعة الثانية، ابوظبي، 2010، ص 39

² The our community team, **An Introduction to Risk Management**, Published by www.ourcommunity.com.au, p 02.

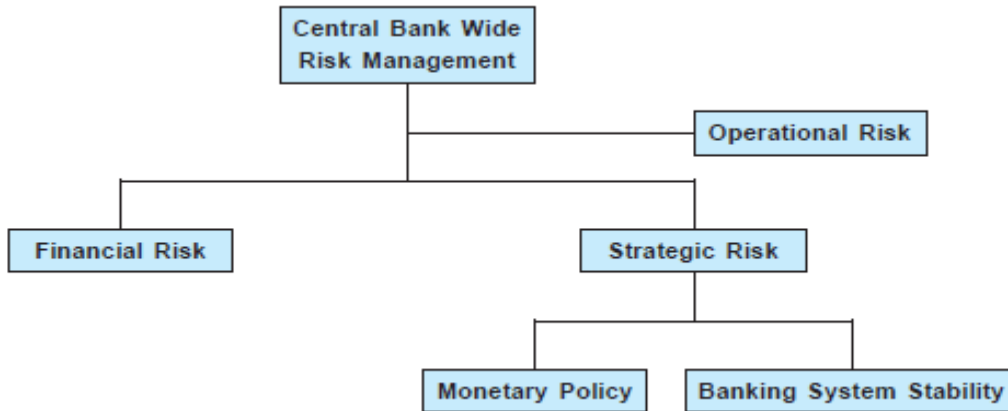
³ أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، ص 55.

⁴ Lorenzo Bini Smaghi, **Risk Management in Central Banking**, International Risk Management conference, 2011, Free University of Amsterdam, 15 June 2011, p 03.

1. تصنيف مخاطر البنوك المركزية: تصنف مخاطر البنوك المركزية إلى ¹:

- المخاطر المالية الناشئة عن إدارة احتياطيات الصرف الاجنبي و عمليات الأسواق المالية.
 - المخاطر الإستراتيجية للمؤسسات المالية و السياسة النقدية.
 - المخاطر التشغيلية الناشئة عن ضعف الأنظمة الداخلية بالبنوك المركزية، و التي ترتبط بمخاطر نماذج الاقتصاد الكلي، و مخاطر التسوية، و المخاطر القانونية، و البشرية، و مخاطر المعلومات و نظم الدفع.
- و الشكل الموالي رقم (4-2)، يوضح كيفية إدارة المخاطر بالبنوك المركزية:

الشكل رقم (4-3) : إدارة مخاطر البنوك المركزية



المصدر: Amporn Sangmanee and Jarumanee Raengkhum, **A General Concept of Central Bank Wide Risk Management**, Central Banking Publication, UK, p 01.

عادة ما تتعرض البنوك المركزية لمجموعة متنوعة من المخاطر بما في ذلك مخاطر السوق و الائتمان، و سعر الفائدة، و مخاطر السيولة، و المخاطر المرتبطة بحالات التعرض لخسارة الموجودات الأجنبية و الخصوم الأجنبية للبنك المركزي، بالإضافة إلى تعرض البنك المركزي لمخاطر السمعة ، و أهمها المخاطر التشغيلية، و المخاطر القانونية، كما أن ازدياد تطور المؤسسات و الأسواق و اعتماد التكنولوجيا من قبل المصارف المركزية أدى ذلك إلى خلق مخاطر إضافية ².

ثالثاً- المخاطر التي يواجهها البنك المركزي: على العموم يواجه البنك المركزي قبل و أثناء عملية إدارته للاحتياطيات من الصرف الاجنبي مجموعة من المخاطر نوجزها في الآتي:

1. المخاطر المرتبطة بالأسواق: و منها

¹ Amporn Sangmanee and Jarumanee Raengkhum, **A General Concept of Central Bank Wide Risk Management**, Central Banking Publication, UK, p 01.

² بوكريديد عبد القادر، مرجع سابق، ص 86.

➤ **مخاطر السيولة:** يعرف خطر السيولة بأنه الخسارة التي تحصل نتيجة عدم التطابق بين الموجودات و المطلوبات، أو بعبارة أخرى عدم القدرة على سداد الالتزامات عند الاستحقاق أو عند الطلب، أما مفهوم السيولة فيقصد بها قدرة المؤسسة المالية على سداد الالتزامات عند الاستحقاق أو عند الطلب¹.

نتيجة لرهن الاحتياطات كضمان إضافي لدى المؤسسات المالية الأجنبية، لدعم القروض المقدمة إما لأجهزة محلية، أو لفروع خارجية تابعة لجهاز إدارة الاحتياطات، أصبحت الاحتياطات غير سائلة إلى أن يتم سداد القروض، و كذلك نشأت مخاطر السيولة من إقراض الاحتياطات مباشرة إلى هذه المؤسسات، في الوقت الذي أدت فيه الصدمات التي واجهت الاقتصاد المحلي (الوطني) إلى عجز المقترضين عن سداد التزاماتهم ، و من ثم تعطيل إمكانية تسهيل الاحتياطات.

➤ **مخاطر الائتمان:** تتعلق المخاطر الائتمانية دائماً بالسلف (القروض)، و الكشف على الحساب أو أي تسهيلات ائتمانية تقدم للعملاء، تنجم هذه المخاطر عادة عندما يمنح المصرف العملاء قروضا واجبة السداد في وقت محدد في المستقبل، و يفشل العميل في الوفاء بالتزاماته بالدفع وقت حلول موعد إرجاع القروض، أو عندما يفتح البنك خطاب اعتماد مستندي لاستيراد بضائع نيابة عن العميل في توفير المال الكافي لتغطية البضائع حين وصولها².

نجمت خسائر عن استثمار الأرصدة الاحتياطية في أصول مرتفعة العائد دون إعطاء الاعتبار الواجب لمخاطر الائتمان المرتبطة بجهة إصدار هذه الأصول، كذلك أدى إقراض الأصول الاحتياطية إلى بنوك محلية، و فروع خارجية تابعة لجهاز إدارة الاحتياطات إلى تعرض بعضها إلى مخاطر الائتمان.

➤ **مخاطر العملة (أسعار الصرف):** و هي ناتجة عن التعامل بالعملة الأجنبية، و حدوث تذبذب في أسعار العملات، الأمر الذي يقتضي المما كاملا و دراسات وافية عن أسباب تقلبات الأسعار³.

قد يتعذر اجتناب بعض عناصر مخاطر العملة في حوافظ الأصول الاحتياطية، حيث أن حدثت حالات تم فيها اتخاذ مراكز كبيرة (طويلة) بعملة بلدان أخرى توقع حدوث تغيرات مواتية في أسعار الصرف مستقبلا، و لكن ما حدث هو تحرك أسعار الصرف، في اتجاه معاكس مما تسبب في وقوع خسائر كبيرة في حجم الاحتياطات.

➤ **مخاطر أسعار الفائدة:** و يظهر هذا الخطر بسبب تذبذبات سعر الفائدة مما يعني تأثيرا مباشرا على العائد من الأسهم و السندات، فسعر الفائدة يكون بمثابة المقياس لتكلفة الأموال، و هي تعني الحد الأدنى للعائد الذي يتوقعه المستثمر، و بالتالي فان تغيراتها بالزيادة تعني زيادة لكلف المقترض، و انخفاض عائد المستثمر، و تذبذبا يعني تذبذب في الكلف و العوائد⁴.

تعرضت الأصول الاحتياطية في بعض الحالات لخسائر ناجمة عن زيادات في عائدات السوق، أدت إلى انخفاض قيمة الاستثمارات المتداولة إلى مستوى دون تكلفة الحصول عليها، كذلك وقعت خسائر في بعض الحالات نتيجة لعمليات شملت أدوات مالية مشتقة بما في ذلك اتخاذ مراكز كبيرة فيها، فتأثرت الحافطة بالحركات المعاكسة الكبيرة و الحادة التي شهدتها عائدات السوق، و في بعض الحالات، و في بعض الحالات ربما افتقر مديرو الاحتياطات إلى الفهم الكافي لجميع خصائص الأدوات المستخدمة و مخاطرها ، و ربما أيضا إلى المهارات الفنية اللازمة لإدارة حالات الانكشاف للمخاطر.

¹ سرمد كوكب الجميل، التمويل الدولي مدخل في الهياكل و العمليات و الأدوات، الدار النموذجية، الطبعة الأولى ، بيروت، لبنان، 2011، ص 166.

² محمد عبد الفتاح الصيرفي، إدارة البنوك، دار المناهج، الأردن، ص 66.

³ عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود و المصارف و الأسواق المالية، دار الحامد، الأردن، 2004، ص 195.

⁴ سرمد كوكب الجميل، مرجع سابق، ص 168.

2. **المخاطر التشغيلية:** تنشأ هذه المخاطر عند ممارسة البنك لأنشطته المختلفة التي ينتج، عنها أنواع مختلفة من الأخطاء، منها البشرية التي تكون بسبب عدم الكفاءة و التدريب على أساليب العمل، و منها الفنية التي تحدث نتيجة لإعطاب أجهزة الحاسوب، أو أجهزة الاتصالات الأخرى المختلفة، و منها الأخطاء المتعلقة بالعمليات التي تحدث في المواصفات، و عدم الدقة في تنفيذ العمليات، و لقد عرفت بازل بأنها " المخاطر الناتجة عن عدم ملائمة أو فشل العمليات الداخلية، و الأفراد، و المنظمة " ¹.

تتمثل عدم كفاية الضوابط و الإجراءات الداخلية، أو فشلها أو عدم مراعاتها على نح يهدد سلامة نظم العمل و سيرها في إدارة الاحتياطي بالبنوك المركزية، فالمخاطر التشغيلية الرئيسة التي تم تحديدها في إدارة الاحتياطات تشمل ما يلي:

- **مخاطر انهيار نظام المراقبة:** إن ضعف إجراءات المراقبة و انعدامها في حالات أخرى، و عدم كفاية المهارات و ضعف الفصل بين الوظائف و التواطؤ بين العاملين في جهاز إدارة احتياطات الصرف الاجنبي بالبنوك المركزية، سهل من حدوث بعض الحالات من الاحتيال و غسيل الأموال، و سرقة الأصول الاحتياطية.
- **خسارة الدخل المحتمل:** إن عدم القيام في الوقت المناسب باستثمار أرصدة الاحتياطات المتراكمة في حسابات مقاصة لدى بنوك أجنبية، يؤدي إلى خسارة إيرادات كبيرة كان يمكن تحقيقها، و سبب ذلك عدم كفاية الإجراءات المتعلقة بمراقبة و إدارة التسويات و التدفقات النقدية الأخرى، و كذلك عدم كفاية الإجراءات المتعلقة بمطابقة الكشوف الواردة من الأطراف المقابلة مع السجلات الداخلية .
- **المخاطر القانونية:** هي المخاطر التي يتعرض لها البنك من جراء نقص أو قصور في مستنداته، مما يجعلها غير مقبولة قانونيان و قد يحدث هذا القصور سهواً، عند قبول مستندات ضمانات من العملاء، و التي يتضح لاحقاً أنها غير مقبولة لدى المحاكم ².
- **مخاطر السمعة:** تنتج مخاطر السمعة عن الآراء العامة السلبية المؤثرة، و التي ينتج عنها خسائر كبيرة للعملاء، أو الأموال، حيث تتضمن الأفعال التي تمارس من قبل إدارة البنك، أو موظفيه و التي تعكس صورة سلبية عن البنك، و أدائه و علاقاته مع عملائه و الجهات الأخرى، كما أنها تنجم عن ترويج إشاعات سلبية عن البنك و نشاطه ³.

المبحث الثالث: الآليات و التجارب الدولية في إدارة فوائض الاحتياطات:

يؤدي التراكم المتزايد لاحتياطات الصرف الاجنبي لدى البنوك المركزية إلى ارتفاع تكلفة حيازتها، و بالتالي التفكير في آليات توظيفها و استثمارها في محافظ ذات جدوى مالية و سيولة عالية و اقل مخاطرة.

¹ شقيري نوري موسى و اخرون، إدارة المخاطر، دار المسيرة، الأردن، 2012، ص 327.

² محمد عبد الفتاح الصبري، مرجع سابق، ص 67.

³ نصر عبد الكريم، مصطفى أبو صلاح، المخاطر التشغيلية حسب متطلبات بازل2 - دراسة إلى طبيعتها و سبل إدارتها في حالة البنوك العاملة في فلسطين - ، المؤتمر العلمي السنوي الخامس، يومي 4 / 5 جويلية 2007، الأردن، ص 12،

المطلب الأول: التركيز على عوائد الاحتياطيات و التسديد المسبق للديون الخارجية:

تتحلى مظاهر تركيز البنوك المركزية على العوائد المتأتية من استثمار احتياطيات الصرف الاجنبي من خلال جملة من السلوكيات تنتهجها هذه البنوك في عملية إدارة و توظيف احتياطياتها ، و كذلك التسديد المسبق للديون الخارجية كإستراتيجية تتخذها البنوك المركزية لتقليل من خدمة الدين المرتفعة و كآلية من آليات إدارة فوائض الاحتياطيات من الصرف الاجنبي

أولاً- التركيز على العوائد من الاحتياطيات الدولية: قامت البنوك المركزية بتوسيع مجموعة فئات الأصول التي يمكن الاستثمار فيها، كما و تحول تكوين المحفظة إلى أصول ذات مخاطرة أعلى، فتقليدياً يتم استثمار الاحتياطيات في أصول آمنة و سائلة مثل الودائع المصرفية ، و اذونات الخزانة ، و السندات الحكومية، و السندات فوق الوطنية (Supranational bonds) ذات درجة الأمان العالية، و التي تشكل جزء كبير من استثمارات الاحتياطيات، غير انه مع الوقت ازداد تركيز البنوك المركزية على مخاطر السوق و الائتمان و بدرجة اقل بالنسبة لمخاطر السيولة، و يرجع هذا التغير في السلوك الاستثماري للبنوك المركزية إلى أواخر 1980 و بدايات 1990 ، حيث بدأت البنوك المركزية في زيادة استثماراتها في الأصول المالية طويلة الأجل¹ . و أهم الأدوات التي تم الاستثمار فيها نجد²:

1. سندات الوكالات: هي أدوات الدين الصادرة عن المؤسسات التي ترعاها حكومة الولايات المتحدة الأمريكية، و الوكالات الحكومية الاتحادية و المنظمات فوق الوطنية لتمويل عملياتها، فالوكالات الحكومية الاتحادية مثل سلطة وادي تينيسي (Tennessee Valley Authority)، و وكالات الحكومة المستأجرة مثل الجمعية الاتحادية الوطنية للرهن العقاري، تصدر هذه الوكالات الديون في شكل أوراق مالية لتمويل الأنشطة التي تدعمها السياسات العامة، في حين أن معظم الأوراق المالية للوكالات لديها ارتباطات مع الحكومات الاتحادية، فهي ليست التزامات مباشرة من طرف الولايات المتحدة الأمريكية، و نتيجة لذلك، فهي ذات مخاطر ائتمان أعلى، و عوائد اسمية أعلى قليلاً من سندات الخزانة ذات أجال الاستحقاق المماثلة، و من أهم الجهات الرئيسة المصدرة نجد:

- الجمعية الاتحادية الوطنية للرهن العقاري (Federal National Mortgage Association) .
- مؤسسة رهن المنازل العقارية الفدرالية (Federal Home Loan Mortgage Corporation) .
- بنك القروض المنزلية الفدرالية (Federal Home Loan Bank) .
- سلطة وادي تينيسي (Tennessee Valley Authority) .
- بنوك الائتمان الائتمان الزراعي الفدرالية (Federal Farm Credit Banks) .
- البنك الدولي لإنشاء و التعمير (International Bank for Reconstruction and Development) .

كما و قامت الحكومة الفدرالية في الولايات المتحدة بإنشاء وكالات فدرالية متنوعة تختص بمساعدة القطاعات الاقتصادية من خلال منحهم القروض المباشرة بضمانات خاصة. ووكالات الائتمان هذه تتنافس على الأموال في السوق من خلال بيع سندات الوكالات الحكومية. و يوجد نوعان من وكالات الائتمان الفدرالية وهي:

¹ Claudio Borio, Gabriele Galati and Alexandra Heath, **FX reserve management: trends and challenges**, BIS Papers No 40, Bank for International Settlements , Switzerland, 2008, p 2-3.

² بوكريديد عبد القادر، مرجع سابق، ص 105،

➤ **الوكالات المضمونة فدراليا:** فهي مؤسسات مملوكة للقطاع الخاص وتقوم هذه الوكالات ببيع السندات التي تمتلكها في السوق لغرض الحصول على أموال لتغطية احتياجاتها المالية الخاصة¹، وهي الكيانات التي ترعاها الحكومة (" GSEs " Government-Sponsored Entities)، في معظمها مستأجرة اتحاديا، و الشركات المملوكة للقطاع الخاص، و التي تركز على تمويل القروض للمقترضين المستهدفين (مثل أصحاب المنازل أو المزارعين)، و الديون الصادرة عن "GSEs" لها ضمان ضمني، و هو ما يعني أن الديون لا تدعمها على وجه التحديد، و لكن لدى حكومة الولايات المتحدة الأمريكية التزاما أخلاقيا نظريا².

➤ **الوكالات الفدرالية:** هي جزء من الحكومة الفدرالية و سنداها مضمونة كليا من الخزينة. تصدر الكثير من الوكالات الحكومية المختلفة أوراقا مالية، و يمكن أن تتفاوت خصائص هذه الأوراق، و مع ذلك فان لها ميزات مشتركة، و من أهم مميزات سندات الوكالات بالإضافة إلى سيولتها، و التي تجعل من المستثمرين يتوقعون عائدا أعلى من سندات الخزانة نجد ما يلي³:

- **مخاطر الائتمان:** هناك بعض المخاطر الإضافية الناجمة عن المخاطر السياسية، حيث ضمان الحكومة لديون الوكالة يمكن تعديله أو إلغائه في المستقبل، لأن الديون الصادرة عن "GSEs" لا تدعمها حكومة الولايات المتحدة الأمريكية بالكامل، و إنما مجرد ضمان ضمني، فانه يتم التداول على عائدات أعلى قليلا من سندات الخزينة، و يمثل تاريخ الاستحقاق، فعلاوة العائد هذه هي نتيجة لمخاطر الائتمان.

- **الضرائب:** إن الفائدة من سندات الوكالات الأمريكية تخضع لضريبة الدخل الاتحادية، و لكن في بعض الحالات هي معفاة من ضرائب الدخل لحكومات الولايات المحلية.

2. **الأوراق المالية المدعومة بأصول (ABS) و سندات و أسهم الشركات:** في أواخر 1990 كشفت تفضيلات البنوك المركزية عن أشكال من الأوراق المدعومة بأصول، و خاصة الأوراق المالية المدعومة برهونات عقارية، و كذلك بشكل أقل سندات و أسهم الشركات، و من المرجح أن يتم الاستمرار في هذا الاتجاه في المستقبل القريب، فالعديد من البنوك المركزية قد أعلنت مؤخرا أنها تفكر في استثمار احتياطياتها في سندات و أسهم الشركات⁴.

■ **الأوراق المالية المدعومة بأصول:** هذه الأوراق تكون ناتجة عن القروض الممنوحة في إطار الاستهلاك، و بطاقات الائتمان، قروض أخرى، فقبل 2007 كانت العائدات على الأوراق المالية المدعومة بالهن العقاري (MBS)، هي مشابهة لسندات الخزانة ذات اجل الاستحقاق من 1-30 سنة، و خطر اقل، فالرهون العقارية أصبحت ذات قبول كبير بين البنوك المركزية نظرا للتصنيف " AAA"، فالبنوك المركزية تضيف على نحو متزايد (MBS) على نحو متزايد إلى المحفظة، إما بإدراجها في المبادئ التوجيهية للاستثمار القائمة، أو من خلال محافظ مستقلة بما.

■ **سندات و أسهم الشركات:** عملت البنوك أيضا على توسيع استثماراتها لتشمل أيضا الاستثمار في سندات و أسهم الشركات (ذات درجة تصنيف عالية)، و هي فئات أصول لا ترتبط تقليديا مع محافظ الاحتياطي، و تتميز بعلاوة مخاطر عالية جدا مقارنة مع السندات الحكومية، فالعديد من البنوك المركزية قد أعلنت مؤخرا أنها تستثمر أو تود الاستثمار في ديون و أسهم الشركات لتكون ضمن فئات الأصول المؤهلة، فمن ضمن 22 بلدا متقدما التي أجابت على المسح، نجد أن 31.8 % أجابت أنها تستثمر في الأسهم، و من ضمن 23 بلد متوسط و مرتفع الدخل، أجابت 8.7 % أنها تستثمر في

¹ ابراهيم الجزاوي، عماد القره لوسي، تقييم بدائل الاستثمار باستخدام نماذج رياضية حديثة دراسة نظرية - تطبيقية في شركة التامين الوطنية، مجلة العلوم الاقتصادية و الإدارية، جامعة بغداد، العراق، المجلد 13 / ع 48، 2007، ص 193.

² Janney Corporate Credit, **Primer : Agency Bonds**, February 5, 2014, p 01.

³ Janney Corporate Credit, op-cit, p1-2.

⁴ بوكريديد عبد القادر، مرجع سابق، ص 108.

الأسهم، و من ضمن 19 بلد منخفض الدخل لا يوجد لها أي استثمار في الأسهم. و من أهم الملاحظات أن كل من البنك المركزي السويسري، و بنك كوريا الجنوبية، و بنك اليابان، البنك المركزي الشيلي، قد عززوا ملكيتهم من الأسهم إلى 10 % على الأقل، فحتى بداية 1990 كانت استثمارات احتياطيات البنك المركزي السويسري تقتصر فقط على الأوراق الحكومية قصيرة الأجل، و مع مرور الوقت تعزز الاستثمار إلى فئات السندات و أسهم الشركات بحثا عن تعظيم العائد، فما بين 2005-2010 كانت حصة الأسهم حوالي 10 % ، و منذ 2011 زادت تدريجيا لتصل في سنة 2013 إلى أكثر من 16 % من إجمالي المحفظة (سندات حكومية 76 % ، سندات أخرى 8 % ، أسهم 16 %).

3. التوسع في استعمال المشتقات المالية : حسب بنك التسويات الدولية تعرف المشتقات المالية على أنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، و لكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول، و كعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار، أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد و التدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري¹.

و يمكن أن تستخدم المشتقات المالية كجزء من عمليات إدارة الاحتياطي، و لا سيما في الحد من مخاطر التعرض (الانكشاف)، مما يتطلب إدارة فعالة للمخاطر، فعلى هيئة إدارة الاحتياطي، أن تدرك مخاطر و فوائد هذه الأدوات، و أن الموظفين لديهم معرفة كافية للمخاطر الكامنة للأدوات المستخدمة²، و من أهم الأدوات المستخدمة ، العقود الآجلة ، و مبادلة أعار الصرف و الفائدة، و بصفة عامة تستخدم المشتقات المالية للتحوط في إدارة احتياطيات الصرف الاجنبي من اجل خفض تكاليف الاستثمار فيها.

كما و يختلف استخدام البنوك المركزية للمشتقات المالية، ففي حين تستخدم بعض البنوك مجموعة كاملة من مشتقات العملة و أسعار الفائدة، فإن معظم البنوك المركزية تستخدم عقود مبادلات العملات، أما العقود الآجلة و مبادلة أسعار الفائدة فإنها أقل استخدام و الخيارات نادرة نسبيا³.

4. استخدام مدراء خارجيين لإدارة الاحتياطيات: تقليديا هناك عدد محدود من البنوك المركزية التي استخدمت مدير أصول خارجي لإدارة احتياطيات الصرف الاجنبي، و لكن بداية من 1990 عهد عدد من البنوك المركزية بمبالغ ضئيلة من الاحتياطيات إلى إدارة خارجية، أما في الآونة الأخيرة تغير هذا الموقف، نظرا لمواجهة البنوك المركزية لصعوبات في الإبقاء على أنظمة تكنولوجيا المعلومات في تناسق مع تطور الأسواق، و الصعوبات المتزايدة في الاحتفاظ بموظفين ذوو كفاءة لإدارة محافظ الاحتياطيات، و تشمل فوائد التركيز على مدير خارجي للأصول مايلي⁴:

- ✓ تنوع أساليب الاستثمار المرتبطة بتسيير الاحتياطيات.
- ✓ القدرة على الاستفادة من الخبرات التي ليست لدلا البنك المركزي، فبعض البنوك المركزية التي تستثمر جزء من احتياطياتها في محفظة الأسهم، في كثير من الأحيان ما تعهد بها إلى مدير أصول خارجي، نظرا لقلّة خبرتها في هذا النوع من الاستثمار.
- ✓ تمكين مدراء (مسيري) الاحتياطيات من الاستفادة من المعرفة و التجربة المتنوعة للمدراء الخارجيين، أي توفر مصدرا قيما و مهما من المعلومات عن السوق.

¹ أشرف محمد دواية، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، مؤتمر حول أسواق الأوراق المالية و البورصات آفاق و تحديات، أيام 6-8، جامعة الإمارات المتحدة، ص 3.

² International Monetary Fund, **Revised Guideliens for Foreign Exchange reserve Management**, 2013, p32.

³ Claudio Borio, Gabriele Galati and Alexandra Heath, op-cit, p 10.

⁴ John Nugée, **Foreign Exchange Reserves Management, Handbooks in Central banking**, Center for Central banking Studies, Bank of England, No, 19, p50-51.

- ✓ عدم الكشف عن هوية المستثمر (البنك المركزي)، مهم جدا في الأسواق، و خاصة في أسواق العملات الأجنبية.
 - ✓ فهم أكثر لكيفية تقييم القطاع الخاص، و المخاطر و العوائد من الاستثمارات المختلفة و أساليب الاستثمار.
5. تقسيم محفظة الاحتياطي إلى شرائح: هناك اتجاه متزايد افضل محفظة الاحتياطي إلى شرائح مع أهداف مختلفة، فنحو 64 من البنوك المركزية التي استجابت للمسح الاستبياني الذي اعد صندوق النقد الدولي سنة 2013 أن أكثر من 80 % من المستجوبين شكلوا شريحتين أو أكثر، كما لوحظ من المسح الاستبياني أن استفادة الدول المتقدمة اقل من التوزيع (Tranching)، مقارنة بالبلدان مرتفعة و متوسطة الدخل، أو البلدان منخفضة الدخل، و هذا يعكس حقيقة أنها لا تحتاج إلى الاحتياطيات لأغراض التدخل المتكرر، و التركيز على المعايير الشاملة لمخاطرهم الاستثمارية.

و يشار لها عادة باسم شرائح السيولة و الاستثمار، و كل شريحة لها مبادئ توجيهية للاستثمار مستقلة، فشرحة استثمار الاحتياطيات يمكن أن تدار مع التركيز بشكل أكبر على العائد دون التفاوض على الأهداف الأساسية للامان و السيولة المتضمنة في شريحة السيولة. و مع معايير محددة لكل شريحة تختلف إلى حد ما في البنوك المركزية، و بالتالي هناك فوارق كبيرة و اختلافات في الأحجام النسبية لكل شريحة، ففي بعض الحالات يتم تخصيص أقل من 10 % من الاحتياطي لشريحة السيولة، بينما في حالات أخرى يخصص لها أكثر من نصف الاحتياطيات¹.

6. تنوع الإطار المؤسسي لإدارة الاحتياطيات: احتياطيات الصرف الاجنبي لبلد ما يتم تجميعها تقليديا في محفظة عملات من طرف البنوك المركزية، بهدف القدرة على التدخل في أي وقت في سوق الصرف الاجنبي، مما ينجر عنه متطلبات قوية جدا فيما يتعلق بالسيولة و الأمان، و مع ذلك بالنسبة للبلدان التي تمتلك احتياطي يتجاوز بكثير حجم السيولة اللازم للتدخل، ليس من الضروري أن توضع جميع الاحتياطيات في أصول سيادية سائلة وآمنة، و بالتالي يمكن وضع جزء منها في هيئات عمومية لتتمكن من إدارتها بشكل مختلف².

ثانيا- التسديد المسبق للدين الخارجي: تلجأ الدول ذات الديون الخارجية المرتفعة، عند تحقيق فوائض معتبرة في موازين مدفوعاتها، سواء إلى التفكير في استثمار هذه الفوائض في أصول مالية ذات عوائد كبيرة و سيولة سريعة ، و آمنة من المخاطر كآلية لإدارة احتياطياتها، كما تلجأ كذلك إلى التسديد المسبق للديون الخارجية . باعتبار كبدل مناسب عن الاحتفاظ بمستويات أكبر من المستوى الأمثل لحيازة الاحتياطيات ، و بهدف التقليل من الفوائد الكبيرة المترتبة على هذه المديونية الخارجية.

1. مفهوم الدين الخارجي: حسب بنك التسويات الدولية يعرف الدين الخارجي على انه " الدين الإجمالي في تاريخ معين، و الذي يعادل مبالغ الالتزامات التعاقدية الجارية، و المؤدية إلى دفع المقيمين في بلد إلى غير المقيمين سندات وفاء الدين الأساسي، مع الفوائد أو من دونها، أو دفع الفائدة مع سداد المبلغ أو من دونه³ .
2. أسباب المديونية الخارجية: يمكن تلخيص أسباب المديونية فيما يلي⁴:

¹ بوكريديد عبد القادر، مرجع سابق، ص 111.

² Angelika Lagerblom, **La gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés**, Bulletin de la Banque de France, N° 148, Avril 2006, p 43.

³ نيفين فرج إبراهيم، اثر عجز الموازنة العامة في مصر في الدين الخارجي باستخدام التكامل المشترك والسيبية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مصر، العدد 71، 2015، ص 106

⁴ شاعة عبد القادر، المديونية الخارجية للدول النامية بين إعادة الجدولة و الدفع المسبق مع إشارة لحالة الجزائر، مجلة الأبحاث الاقتصادية، جامعة البليدة، الجزائر، العدد 04، 2010، ص 179.

- ✓ النيل إلى الاستثمار من اجل التنمية، و يتطلب ذلك كثافة رأس المال و تكنولوجيا متقدمة، مما يضطر الدول النامية إلى الاقتراض الخارجي.
- ✓ المغالاة في الاقتراض من الخارج بشكل يتجاوز قدرة الدولة على الوفاء بديونها.
- ✓ سوء توظيف القروض، خاصة في المشاريع الاستثمارية غير المجدية اقتصاديا.
- ✓ انتهاج سياسة اقتصادية كلية غير واقعية تؤدي إلى إحداث عجز في ميزان المدفوعات، الناجم عن تزايد الواردات السلعية على حساب الصادرات.
- ✓ ارتفاع أسعار الفائدة، حيث كان للارتفاع الشديد الذي طرأ على أسعار الفائدة في أسواق المال الدولية، دورا حاسما في استفحال أزمة المديونية، إذ تجاوزت في العديد من البلدان الفوائد الزائدة المدفوعة قيمة التمويل الإضافي الصافي، و تكبدت البلدان المدينة مبالغ متزايدة عبر السنين، و أصبح بند خدمة الدين يمثل نصيبا هاما من صافي الديون، و يستحوذ على مبالغ كبيرة من النقد الاجنبي.

3. مقترحات حل أزمة المديونية الخارجية: طرحت أطراف عدة جملة من المقترحات لحل أزمة المديونية الخارجية للدول النامية تمثلت في:

➤ **تحويل الديون الخارجية إلى استثمارات:** من ضمن الحلول المقترحة للتخفيف من عبء الديون الخارجية تحويل الدين إلى استثمارات، و هو اقتراح كان أول من تقدم به الاقتصادي ألان ملترز (Meltzer Allan) ، و الذي يرى أن معظم الدول النامية تمتلك في الحكومات من خلال قطاعها العام كثيرا من المشروعات و الطاقات الإنتاجية الهامة، و نظرا لان معظم ديون هذه البلدان مضمونة من طرف الحكومات، فإنها تستطيع أن تخفف من عبء دينها الخارجي بالسماح للدائنين في مشاركة الدولة بملكية هذه المشروعات، و إدارتها على أسس تجارية سليمة، تدر عوائد اقتصادية معقولة، و بهذا الشكل يعتقد أنصار هذا الاقتراح أنه سيعمل على تقليل العجز الداخلي لهذه البلدان و تخفيف عبء ديونها، و تقليل حاجتها للاستدانة الخارجية، و تصبح هناك مشاركة بين الدائنين و المدينين في تحمل المخاطر.

كما و تقتضي عملية تحويل الديون طرفا ثالثا هو المستثمر الذي غالبا ما يكون شركة متعددة الجنسيات، حيث تقوم الشركة بشراء الدين من البنك (ممثل عن البلد الدائن) بالعملة الصعبة بخضم معين، ثم يتحصل المدين على مقابل المبلغ بالعملة المحلية، و لكن بخضم اقل، و بفضل هذا المبلغ يشتري المستثمر (الشركة متعددة الجنسية)، أجزاء من شركات محلية كنوع من أنواع عمليات الخصخصة، أو يشتري أسهم محلية أو مشروع حكومي.

و يمكن تعريفها أيضا بأنها عبارة عن عملية يتم من خلالها تنازل الدائنين، و هم البنوك عموما عن الديون و الالتزامات التي يمتلكونها لفائدة هيكل من القطاع العام، أو مؤسسة خاصة لكن ليس بقيمتها الأصلية و لكن بخضم.

و بالتالي تتمثل عملية تحويل الدين في استبدال الدين بدين آخر، أو بأداة مالية محددة، و تضم هذه العملية تغيير الدين بالعملة الأجنبية إلى التزامات مالية محددة بالعملة المحلية و بسعر خصم، و بذلك يعتبر الدين مسددا و تتحول الذمم المالية إلى شكل آخر، ففي حالة مقايضة الدين بأسهم مثلا، فان الدائن و المدين يتفقان على تحويل الدين إلى حقوق ملكية (أسهم)، أي تحويل الدين إلى استثمار أجنبي، و يمكن أن تشمل العملية طرفا ثالثا يقوم بشراء حقوق الدائن مقابل أسهم، أو مبالغ بالعملة

المحلية يتم استثمارها في الاقتصاد المحلي على شكل أسهم، و توجد أشكال أخرى لمقايضة الدين مثل مقايضة الدين بالصادرات....الخ¹.

و تعزز الاتفاقيات داخل نادي باريس هذا النوع من تسويات الديون، و تعرف هذه العملية عليها أنها عمليات يمكن أن تترجم بتحويلات ديون أو إلى عمليات أخرى بالعملة المحلية، هذه العمليات ينتج عنها في اغلب الأحوال التنازل عن الدين من طرف البلد الدائن إلى مستثمر، و الذي يبيع الديون إلى البلد المدين مقابل حصص في مؤسسات و شركات قطاع عام محلية، أو تبديلها بالعملة المحلية، و التي تستعمل في تمويل مشروع محلي في البلد المعني، و يتم تحديد النسبة التي يسمح بتحويلها لكل الدائنين، و يجرر المدين و الدائنين تقرير لأمانة نادي باريس يحمل عمليات التبادل و شروطها.

➤ **التسديد المسبق للديون الخارجية:** تعتبر سياسة الدفع المسبق للديون الخارجية كآلية من آليات إدارة فوائض احتياطات

الصرف الاجنبي، وهي آلية أكثر فعالية من سياسة إعادة الجدولة للديون الخارجية و ذلك للأسباب التالية:

- ✓ التقليل من التأثير السلبي للديون على الأداء الاقتصادي.
- ✓ تحسين مستوى الأمن المالي و الاقتصادي الوطني، أي إعادة استقلالية القرار الوطني الذي تأثر سلبا نتيجة الأزمة و اللجوء الاضطراري إلى طلب مساعدة المؤسسات النقدية و المالية الدولية، و التي أصبحت تشارك في إدارة الاقتصاد الوطني، و هو عادة ما ترفضه الدول.
- ✓ توفير هامش أكبر من المناورة للقيام بالإصلاحات المالية و الاقتصادية الضرورية، و ذلك بعيدا عن أي ضغوطات خارجية.

كما و تتألف عمليات السداد المبكر للدين من إعادة شراء الدين أو السداد المبكر له بشروط متفق عليها بين المدين و الدائن، أي إطفاء الدين مقابل سداد مبلغ نقدي متفق عليه بين المدين و الدائن، و عندما تنطوي هذه العملية على خصم كنسبة من القيمة الاسمية للدين، يشار إلى عمليات السداد المبكر باعتبارها " إعادة شراء الدين " ن و يمكن أن يكون السداد المبكر للدين مدفوعا بحاجة المدين إلى خفض تكاليف حافطة ديونه من خلال الاستفادة من الأداء الاقتصادي، أو أوضاع السوق المواتية في إعادة سراء الدين، أو لأغراض ميزان المدفوعات².

4. **طرق الدفع المسبق للدين الخارجي:** يمكن أن يتم الدفع المسبق للدين الخارجي من خلال مايلي³:

- **القيمة الاسمية:** القيمة الاسمية للدين هي المبلغ المقترض منقوص منه التسديدات من الفاصل التي تمت بالفعل، و بعبارة أخرى رأس المال المتبقي المستحق (K)، هذا المبلغ يعتمد على أقساط سداد أصل الدين، و لكن لا يعتمد لا على سعر الفائدة للعقد، و لا على معدل الفائدة الحالي.
- **القيمة الحالية:** حيث يتم احتساب صافي القيمة الحالية عن طريق خصم التدفقات النقدية المستقبلية من خلال تطبيق معدل خصم يساوي مجموع معدل الخصم الحالي من الخطر و علاوة الخطر السيادي، و القيمة السوقية قد تكون أعلى أو اقل من القيمة الحالية (دولار اليوم ليس كدولار الغد)، بالنسبة للديون المسددة بصورة لا رجعة فيها (in fine)، فان سعر الأصل حاليا (T) يعرف بالقيمة الحالية التالية:

¹ بلقاسم العباس، إدارة الديون الخارجية، معهد التخطيط العربي، سلسلة جسر التنمية، مصر، العدد الثلاثون، جوان 2014، ص18

² صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي، مرجع سابق، ص250.

³ Laurent Daniel et Arnaud Manas, **Modélisation et analyse des mécanismes du Club de paris de rachat de créances par prépaiement**, Bulletin de la Banque de France, N° 152 ? Août 2006, p 46.

$$S_T = \sum_{j=1}^d \frac{qK}{(1+r)^j} + \frac{K}{(1+r)^d}$$

↑
↑
 Paiement des intérêts Remboursement du capital

$$S_T = K + K (q - r) d$$

حيث :

q : معدل فائدة العقد.

r : معدل الفائدة السوقي.

d : المدة المتبقية.

k : رأس المال المتبقي المستحق.

و عليه فان مبلغ نقدي K مستحق بمعدل فائدة 10% عندما يكون المعدل الحالي في السوق 5% ، تكون قيمته الحالية أكبر من قيمته الاسمية، و على العكس من ذلك، ففي حالة كون المبلغ مستحقا بمعدل 3%، فان قيمته الحالية تكون اقل من قيمته الاسمية.

المطلب الثاني: صناديق الثروة كآلية لإدارة احتياطيات الصرف الاجنبي

من بين آليات إدارة فوائض احتياطيات الصرف الاجنبي، يتم إنشاء صناديق ثروة سيادية، من الفوائض المتأتمية من عادات صادرات السلع ، أو الفوائض الجبائية، أو عمليات الخصخصة، حيث تستخدم إما بغرض تحقيق التنمية الاقتصادية، أو استقرار الموازنة العامة، إضافة إلى تحقيق العدالة بين الأجيال.

أولاً- ماهية صناديق الثروة السيادية: تعددت و اختلفت مفاهيم صناديق الثروة السيادية و التي منها:

1. تعريف صناديق الثروة السيادية: يمكن إبراز أهم التعارف التي تناولت صناديق الثروة السيادية كمايلي:

- تعريف صندوق النقد الدولي: و يعرفها بأنها " صناديق ترتيبات للاستثمار ذات غرض خاص، تملكها الحكومة العامة ، و تنشئ الحكومة العامة صناديق الثروة السيادية لأغراض اقتصادية كلية، و هي صناديق تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية، مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية، و تنشأ صناديق الثروة السيادية في العادة معتمدة على فوائض ميزان المدفوعات، أو عمليات النقد الاجنبي الرسمية، أو عائد الخصخصة، أو فوائض المالية العامة، أو الإيرادات المتحققة من الصادرات السلعية، أو كل هذه الموارد"¹. و يضم صندوق النقد الدولي في تعريفه هذا صناديق استقرار العائدات، و صناديق الادخار، و صناديق تمويل التنمية، و صناديق القاعد الحكومية التي ليس لديها التزامات.

¹ International Monetary Fund , **Sovereign Wealth Funds- A Work Agenda**, Prepared bay the Monetay and Capital Markets and Policy Developement and Review Departments, February 29, 2008, (<http://www.imf.org/external/np/eng/2008/022908.pdf>)

و بذلك فإن الأصول المستبعدة من صناديق الثروة السيادية، تتضمن احتياطيات النقد الاجنبي التي تحتفظ بها السلطات النقدية للأغراض التقليدية المتعلقة بميزان المدفوعات و السياسة النقدية، أو أصول المؤسسات المملوكة للدولة بمفهومها التقليدي، أو صناديق تقاعد موظفي الحكومة، أو الأصول التي تدار لصالح الأفراد.

- **تعريف البنك الألماني:** عبارة عن وسائل مالية مملوكة للدولة، التي تحتفظ و تدير موارد المالية العامة و تستثمرها في أصول متنوعة و تلك الموارد ناتجة عن سيولة إضافية في القطاع العام، بسبب فوائض الميزانية أو الاحتياطيات الرسمية بالبنوك المركزية¹.

- **تعريف منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية (OCDE):** و تعرفها بأنها " عبارة عن مجموعة من الأصول المالية المملوكة و المدارة بطريقة مباشرة، أو غير مباشرة من طرف الحكومة لتحقيق أهداف وطنية، و الممولة إما باحتياطيات الصرف الاجنبي، أو صادرات الموارد الطبيعية، أو الإيرادات العامة للدولة أو أية مداخيل أخرى"².

2. **دوافع إنشاء صناديق الثروة السيادية:** تختلف دوافع إنشاء صناديق الثروة السيادية، على حسب الغرض من إنشائها و مصادر تمويلها، و النظام الاقتصادي المتبع، و بصفة عامة تظهر الدوافع في الآتي³:

✓ التحسب للنضوب الطبيعي للموارد و الحاجة لبناء أصول أخرى، تدر دخلا يعوض نضوب الأصل الحالي، و استغلال إيراداته من قبل الجيل الحالي، و هو ما أصطلح عليه بتحقيق العدالة بين الأجيال، و بمقتضى ذلك الاعتبار فإن البلدان التي يكون فيها العمر الزمني لاحتياطي الأصل الناضب قصيرا، يكون الحافز لديها أكثر لادخار من تلك البلدان التي يكون العمر الزمني لاحتياطياتها أطول كبلدان الخليج مثلا، حيث يتراوح فيها ذلك العمر بمستويات الإنتاج الحالية بين 20 و أكثر من 100 عام بمتوسط 75 عاما لبلدان الخليج مجتمعة، أما إذا القينا نظرة شاملة على النضوب، أي تقلص الطلب على النفط بسبب البدائل، بغض النظر عن النضوب و أضفنا إلى ذلك أن العمر الزمني للاحتياطي غير ثابت، إذ يمكن أن ينخفض بالاستغلال المفرط و يمكن أن يرتفع بالتطور التقني، و زيادة الاستثمار لتطوير الاحتياطي، فعندها يصبح العمر الزمني الاحتياطي حينئذ غير ذي أهمية بالنسبة لقرار إنشاء الصندوق الادخاري من عدمه.

✓ أما المبرر الثاني لإنشاء صناديق الثروة السيادية، فيتعلق بالطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني و إمكانيات تنويع قاعدته، و هذه تعتمد حجم الاقتصاد على حجم الاحتياطي و الإنتاج، و بالتالي حجم العائدات بالنسبة للفرد، و كذلك حجم الاقتصاد مقارنة بتلك العائدات، و عوامل أخرى مرتبطة بالإمكانيات الحالية و الممكنة لذلك الاقتصاد، و هذا يعني أن اقتصاديات البلدان صغيرة الحجم قليلة السكان، و ذات إمكانيات التنويع المحدودة، يكون لديها حافز أكبر لإنشاء صناديق لادخار أو استثمار العوائد النفطية، و لكن حتى تلك الاعتبارات قد تتغير عبر الزمن، و نتيجة للسياسات الاقتصادية فالطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني تتزايد و تتغير محدداتها، و إمكانيات التنويع لها ديناميكية، و تعتمد أيضا على السياسات الاقتصادية، و هناك أمثلة كثيرة من منطقة الخليج و غيرها، ساهمت فيه الإيرادات الآتية و لسياسات إما في بناء هياكل و علاقات زادت من درجة التنويع الاقتصادية أو تثبطه.

¹ ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية و دورها في ادارة الفوائض النفطية، مجلة النفط و التعاون العربي، منظمة الدولة العربية المصدر للبترو، المجلد الخامس و الثلاثون، الكويت، العدد 129 ، 2009، ص 214

² A. Blundell Wignall, Yu-Wei Hu Juan Yermo, Sovereign Wealth and Pension Fund Issues. OECD, Working Papers on Insurance and Private Pensions Wo : 14, 2008, p 04.

³ ماجد عبد الله المنيف، مرجع سابق، ص 210-211.

3. **مميزات صناديق الثروة السيادية:** تتميز صناديق الثروة السيادية عن غيرها من الهيئات المالية الأخرى فيما يلي¹:
- تتميز عن البنوك المركزية من حيث أهدافها، فهي تسعى إلى الاستثمار، و ليس إلى إدارة السياسة النقدية و سياسة الصرف، و يغلب على محفظة أصولها الاستثمار في الأسهم، في حين البنوك المركزية و لكونها ملزمة بالاحتفاظ بمستوى معين من السيولة لمواجهة التغيرات في أسعار الصرف، تستثمر أساسا في السندات، و هذا بالرغم من أن بعض الدول مثل الصين و النرويج، توكل مهمة إدارة صناديقها السيادية إلى أقسام في البنوك المركزية لصالح وزارة المالية.
 - تتميز عن صناديق المعاشات العمومية لكون موارد هذه الأخيرة تأتي أساسا من الاشتراكات من جهة، و هي تهدف إلى تمويل معاشات الأجيال القادمة من جهة ثانية.
 - تتميز عن المؤسسات العمومية، حيث تأخذ المؤسسات العمومية شكل شركات تجارية، و تخضع بموجب ذلك للقانون التجاري، و الأمر ليس كذلك بالنسبة للصناديق السيادية، التي هي عبارة عن صناديق استثمار، ووظيفة الشركات الأساسية هي إنتاج السلع و الخدمات، في حين أن الوظيفة الأساسية للصناديق السيادية هي استثمار الأصول المالية.
4. **تصنيف صناديق الثروة السيادية:** يتم تصنيف صناديق الثروة السيادية تبعا إلى مصادر دخلها على النحو التالي²:
- **الصناديق الممولة عن طريق عوائد المواد الأولية:** و هي صناديق تكونها الدول المصدرة للمواد الأولية و أساسا النفطية، ذلك أنه تطرح أمام هذه الدول إشكالية وتيرة استغلال هذه المواد التي يتسم معظمها بقابلية النضوب، و ما إذا كان من الواجب إبقاء جزء في مكانها كحق للأجيال اللاحقة، و لقد وجدت هذه الدول في فكرة الصناديق حلا للمحافظة على نصيب الأجيال في هذه الثروات، بحيث يتم إحلال الموارد الطبيعية بشكل آخر من الأصول.
 - **الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات الجارية:** ذلك أن الحجم الإجمالي العالمي من احتياطات العملات الأجنبية للبنوك المركزية، ما فتى تفي التعاضم بحيث تجاوز 07 تريليون دولار في 2008، و لقد تزايد حجمها في سنة 2007 لوحدها بـ 01 تريليون دولار، و تملك الدول النامية 5/4 هذا المبلغ، و لقد استطاعت الكثير من الدول غير النفطية تحقيق فوائض مالية هامة، خاصة في أمريكا اللاتينية، بفضل تنافسيتها التصديرية على مستوى الأسواق العالمية، مما يفيض عن احتياجات الاستثمار المحلي، مما دفعها إلى تحويل جزء من هذه الفوائض إلى صناديق سيادية، بعد أن وازنت بين الاحتفاظ كاحتياطات نقدية أو استثمارها بما يحقق لها عوائد.
 - **الصناديق الممولة بعوائد الخوصصة:** دخلت الكثير من الدول في برامج واسعة لخصوصة القطاع العمومي، أدت إلى حصولها على عوائد مالية ضخمة، ففي فرنسا بلغت عوائد برنامج الخوصصة 24 مليار دولار، و في الجزائر بلغت عوائد الخوصصة خلال أربع سنوات إلى غاية 2008 حجم 16 مليار دولار، و تتباين استعمالات الدول لهذه العوائد، فمنها من يوجهها مباشرة لتمويل الميزانية العمومية، و في بعض الأحيان لتمويل برامج إعادة هيكلة الاقتصاد و سداد الديون، و نظرا لضخامة هذه العوائد و تخوفا من أن تقود إلى توسع كبير في الإنفاق العمومي، يكون أكبر من الطاقة الاستيعابية للاقتصاد، و الذي يمكن أن يؤدي إلى حالة التضخم غير المقدر على التحكم فيه، انطلاقا من كون المؤسسات المخوصصة هي ملك عام لجميع الأجيال يتم تحويل كل أو جزء من عوائد الخوصصة إلى صناديق سيادية.

¹ عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية و الأزمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، مخبر العولمة و اقتصاديات شمال إفريقيا، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، العدد السادس، 2010، ص 02.

² عبد المجيد قدي، نفس المرجع، ص 03.

■ الصناديق الممولة بفائض الميزانية: تلجأ بعض الحكومات مباشرة لما تحقق فائضا في الميزانية العامة للدولة إلى تحويل هذا الفائض لاستثماره في الأصول المالية، قصد تحقيق عوائد من جهة، و لتوجيه المعطيات الاقتصادية من جهة ثانية، و لما يلاحظ توالي تحقيق هذه الفوائض و ارتفاع مستواها، يتم اللجوء إلى تكوين صناديق سيادية قصد استثمارها و تنميتها بشكل أفضل.

ثانيا- أهمية و وزن الصناديق السيادية في النظام المالي العالمي: تتوفر الصناديق السيادية على أكثر من 03 تريليون دولار في منتصف 2008 مقابل 500 مليار دولار في بداية سنوات التسعينيات من القرن العشرين، و يقدر لها حسب بعض السيناريوهات، النمو بمعدلات سنوية تتراوح بين ما بين 10 % و 20 %، و هذا ما يسمح بأن تتراوح أصولها في آفاق 2012 ما بين 5 - 10 تريليون دولار، و رغم هذا الحجم المالي الكبير للصناديق السيادية ، فإنها تبقى متواضعة بالمقارنة مع بعض الهيئات المالية العاملة على مستوى الأسواق المالية العالمية¹:

- تمثل 6/1 الأصول المدارة من قبل شركات التأمين التي تصل إلى أكثر من 16 تريليون دولار.
- تمثل 7/1 الأصول المدارة من قبل صناديق المعاشات و التي تصل إلى أكثر من 15 تريليون دولار.
- تمثل أقل من 1/2 احتياطيات الصرف العالمية التي تصل إلى 07 تريليون دولار.

و هذا ما يجعل الصناديق السيادية في المرتبة الرابعة من حيث الأهمية ، رغم كونها تحوز على ضعف الأصول المدارة من قبل صناديق المضاربة (1.5 - 2 تريليون دولار)، و أكثر من 10 أضعاف الأموال القابلة للإقراض من قبل صندوق النقد الدولي و التي تصل إلى 250 مليار دولار.

أما حاليا فقد أظهرت البيانات المحدثه لمؤسسة (SWF Institute) المتخصصة في دراسة استثمارات الحكومات والصناديق السيادية، في آخر تقرير لها، أن أكبر 20 صندوق ثروة سيادي في العالم حتى نهاية شهر أوت 2018، هو أن صندوق الأصول الأجنبية لمؤسسة النقد العربي السعودي حافظ على المركز الخامس عالميا ضمن أكبر الصناديق السيادية، حيث استقرت قيمة أصوله عند 494 مليار دولار مقارنة بأبريل الماضي. وحافظ صندوق الاستثمارات العامة على المركز الـ 12 ضمن أكبر الصناديق السيادية في العالم بقيمة أصول بلغت 250 مليار دولار. ويستهدف صندوق الاستثمارات العامة رفع أصوله إلى 400 مليار دولار (1.5 تريليون ريال) بنهاية عام 2020. ووفقا للبيانات جاء صندوق التقاعد الحكومي النرويجي في المرتبة الأولى كأكبر صندوق سيادي في العالم، بأصول قيمتها 1035.2 مليار دولار، تلتها شركة الصين للاستثمار في المركز الثاني، مرتفعة قيمة أصولها بـ 41.4 مليار دولار لتصل إلى 941.4 مليار دولار.

كما حافظ جهاز أبو ظبي للاستثمار على مركزه الثالث بعد تراجع قيمة أصوله بـ 145 مليار دولار لتبلغ 683 مليار دولار، والهيئة العامة للاستثمار الكويتية على مركزها الرابع بأصول قيمتها 592 مليار دولار، مرتفعة بـ 68 مليار دولار عن أبريل الماضي. وبحسب التقرير بلغ إجمالي موجودات الصناديق السيادية بنهاية يونيو 2018 حوالي 7.88 تريليون دولار، واستحوذت السعودية على 9.4 % من إجمالي الثروات السيادية في العالم وهو ما يعادل 744 مليار دولار، فيما استحوذت الإمارات على 15.2 % من الثروات السيادية في العالم وبما يعادل 1194.8 مليار دولار.

¹ عبد المجيد قدي، مرجع سابق ص 06.

الجدول رقم (3-3) : تصنيف أكبر 20 صندوقا سياديا في العالم أوت 2018

المرتبة	الصندوق السيادي	الدولة	حجم الأصول (مليار دولار)
01	صندوق التقاعد الحكومي (Government Pension Fund- global)	النرويج	1035.2
02	شركة الصين للاستثمار (Corporation China Investment)	الصين	941.4
03	جهاز أبوظبي للاستثمار (Abu Dhabi Investment Authority)	الإمارات	683.0
04	الهيئة العامة للاستثمار (Kuwait Investment authority)	الكويت	592.0
05	الأصول الأجنبية لمؤسسة النقد العربي السعودي (SAMA Foreign Holdings)	السعودية	494.0
06	محفظة الاستثمار التابعة لمؤسسة النقد بمونغ كونغ (Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio)	الصين	456.6
07	شركة سيف للاستثمار (Company SAFE Investment)	الصين	441.0
08	مؤسسة حكومة سنغافورة للاستثمار (Government of Singapore Investment Corporation)	سنغافورة	390.0
09	تيماسيك القابضة (Temasek Holdings)	سنغافورة	375.0
10	هيئة قطر للاستثمار (Qatar Investment Authority)	قطر	320.0
11	الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي (National Social Security Fund)	الصين	295.0
12	صندوق الاستثمارات العامة (Public Investment Fund)	السعودية	250.0
13	مؤسسة دبي للاستثمار (Investment corporation of dubai)	الإمارات	229.8
14	شركة كوريا للاستثمار	كوريا	134.1

	الجنوبية	(korea investment corporation)	
125.0	الامارات	مبادلة للاستثمار Mubadala Investment Company)	15
123.0	الإمارات	مجلس أبوظبي للاستثمار (abu Dhabi investment council)	16
105.4	أستراليا	صندوق المستقبل الأسترالي (Australian Future Fund)	17
91.0	إيران	صندوق التنمية الوطنية الايراني (National Development Fund of Iran)	18
66.3	روسيا	صندوق الرفاه الوطني (National Welfare Fund)	19
66.0	ليبيا	هيئة الاستثمار الليبية (libyan investment authority)	20

المصدر: <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/561408>

- و يمكن لهذه الصناديق و هي بهذا الحجم المساهمة في النظام العالمي من حيث:
- ✓ قدرتها على أداء دور الاحتياط بالنسبة للدول المالكة لها، بتحويل جزء من عوائدها لصالح الأجيال اللاحقة بعد نضوب المواد الأولية.
 - ✓ سماحها بتنويع مصادر الناتج المحلي الخام بتطوير أنشطة جديدة، كما هو حال صناديق أبوظبي، دبي بتطويرها للسياحة و صناعات التسلية و الأنشطة الأخرى المرتبطة بالمواد الأولية.
 - ✓ توفيرها لموارد دائمة و منتظمة للدول المالكة لها، تكون غير مرتبطة بالمواد الأولية التي مهما كان حجمها فهي قابلة للنضوب.
 - ✓ بقيامها بدور استقراري بامتصاص الصدمات الناجمة عن الانخفاض المؤقت في أسعار المواد الأولية، فيسمح تكوين صندوق سيادي بتوفير مداخيل سنوية غير مرتبطة بأسعار المواد الأولية، و تعمل على تغطية الصدمات الاقتصادية ، فلقد استطاع صندوق الأجيال القادمة في الكويت مثلا تمويل إعادة أعمار الكويت بعد الغزو العراقي.
 - ✓ المساهمة في تنمية الدول المستقبلية لاستثمارات الصناديق، بتمويل الهياكل القاعدية، و هذا ما دفع رئيس البنك العالمي إلى اقتراح على هذه الصناديق استثمار 01 % من أصولها في المؤسسات الإفريقية بالتعاون مع البنك.
 - ✓ المحافظة على الوظائف التي توفرها الشركات، بدعمها لرؤوس أموال الشركات المتعثرة.
 - ✓ المساهمة في زيادة تكامل الاقتصاد العالمي، و زيادة المشاركة في ربط المصالح.
 - ✓ المساهمة في تحقيق مزيد من الاستقرار الاقتصادي، في الدول المنتمية إليها بتنويع الاقتصاد، بالتوسع في الأنشطة غير النفطية، خاصة بما يعمل على تقليص الاعتماد على واردات السلع الاستهلاكية، و من ثم تأثيرات التضخم المستورد.

المطلب الثالث: تجارب دولية في إدارة احتياطيات الصرف الاجنبي:

يهدف البحث عن عوائد مضمونة لاستثمار احتياطياتها، فان البنوك المركزية تعتمد إلى تحويل جزء من هذه الفوائض إلى صناديق استثمار سيادية، و استثمارها في أصول مالية منخفضة العائد و لكم مضمونة أي عديمة المخاطر و ذات سيولة سريعة و وفير مثل سندات الخزانة الأمريكية.

أولاً- تجربة كندا في إدارة الاحتياطيات الأجنبية: تتم عملية إدارة الاحتياطيات الأجنبية على النحو التالي¹:

1. **طريقة الإدارة:** يتم التعامل مع الاحتياطيات الأجنبية في كندا باعتبارها تمثل احد الأصول المملوكة للحكومة، و لذلك يعهد إلى كل من وزارة المالية و البنك المركزي بإدارتها، و تعتمد إستراتيجية إدارة الاحتياطيات الأجنبية على الاحتفاظ بالجزء الأكبر منها (نحو 80 %)، في شكل أصول سائلة في حساب خاص باسم وزارة المالية، لدى بنك كندا المركزي، يسمى حساب صندوق الصرف (Exchange Fund Account) (EFA) ، و يتم تمويل هذا الحساب من خلال حصيلة التزامات مقومة بالعملات الأجنبية (سندات - أذون)، تصدرها الحكومة الكندية، و يتولى البنك المركزي بالتنسيق مع وزارة المالية، إدارة كل من الاحتياطيات السائلة و الذهب، بالإضافة إلى المكونات الأخرى للاحتياطي مثل وحدات حقوق السحب الخاصة، و الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي.

و يأتي هدف توفير السيولة من النقد الاجنبي للحكومة، لتمكينها من تحقيق أهداف السياسة النقدية، و الحفاظ على استقرار الدولار الكندي في سوق الصرف الاجنبي، في مقدمة الأهداف المرسومة لعملية إدارة الاحتياطيات، و من الجدير بالذكر أن عملية إدارة الاحتياطيات الأجنبية في كندا تتميز بالمرونة و القابلية للتعديل، حسب مقتضيات التطورات الاقتصادية الداخلية و الخارجية، بحكم ارتباطها بالسياسة النقدية المتبعة، و التي عادة ما تتسم بعدم الثبات، و هو ما تطلب تركيز المسؤولين عن إدارة هذا الاحتياطي على إدارة المخاطر و العمل على خفض الأعباء الناتجة عن الاحتفاظ بهذا الاحتياطي، مع المحافظة على مستوى مرتفع من السيولة و الأمان، و تحقيقاً لهذه الأهداف يتم استثمار جزء كبير من الاحتياطيات في صورة أصول عالية السيولة مقومة بالدولار الأمريكي، بغرض توفير السيولة الفورية من النقد الاجنبي لتمويل تدخل البنك المركزي في سوق الصرف، و يتم الاحتفاظ بباقي الأصول في شكل محفظة متنوعة من الأصول عالية الجودة و مقومة بسلة من العملات الرئيسية كالدولار الأمريكي، و اليورو، و الين الياباني ، و يسمح للقائمين على إدارة الاحتياطيات بالتعامل في حدود معينة باستخدام المشتقات المالية.

2. **الإطار القانوني و المؤسسي لإدارة الاحتياطيات الأجنبية:** يعتد بالاحتياطيات الأجنبية في كندا بكونها أصولاً مقومة بالعملة الأجنبية و مملوكة للحكومة، و لذلك يناط بوزير المالية تصميم سياسات إدارتها، في حين يتولى البنك المركزي الكندي (بنك الحكومة) تنفيذ هذه السياسات، و إجراء العمليات نيابة عن وزارة المالية بشكل يومي و من الناحية القانونية يتم التعامل مع الاحتياطيات الأجنبية، وفق ميثاق العملة (Currency Act) ، و الذي يمثل الإطار القانوني لعمليات استثمار و إدارة الأصول الحكومية، و ذلك ضمن حساب صندوق الصرف الاجنبي (EFA)، الذي يقوم وزير المالية بإقرار السياسات المتبعة في التعامل عليه، في حين تقع مسؤولية إدارته علة عاتق كل من وزارة المالية و البنك المركزي الكندي.

و تتضمن سياسة إدارة الاحتياطي في كندا، الالتزام بإعداد و إصدار التقارير بشكل منتظم، حيث يرفع وزير المالية تقريراً سنوياً إلى البرلمان حول عمليات إدارة صندوق ال (EFA)، و يكون هذا التقرير متاحاً للجمهور، و يتضمن هذا التقرير نتائج المراجعة

¹ احمد شفيق الشاذلي، طرق تكوين و إدارة الاحتياطيات الأجنبية ، صندوق النقد العربي، ص 37-38.

السببية لحساب الصندوق المذكور، و التي يقوم بإعدادها المراجع العام لكندا (General Auditor of Canada)، كما يقوم بالمراجعة بشكل دوري أطراف خارجيون (باعتبارهم طرف ثالث)، و تعرض نتائج هذه المراجعة على الحكومة.

و تتولى وحدة إدارة المخاطر، التي تم إنشاؤها بالبنك المركزي الكندي عام 1997، مهام الرقابة على المخاطر المختلفة، التي يمكن أن يتعرض لها صندوق ال (EFA)، و المتمثلة في مخاطر الائتمان، و مخاطر السوق، و مخاطر السيولة، و مخاطر التشغيل، و المخاطر القانونية، بحيث يتم تحديد هذه المخاطر و قياسها، و إدارتها، و تقديم المشورة بصورة دورية و منتظمة حول كيفية الحد من المخاطر، و كذلك التأكد من الالتزام بالخطوط الإرشادية لعملية الإدارة، و تقديم مقترحات بشأن أي آليات جديدة للحد من الخطر.

و يشرف على عمل هذه الوحدة لجنة إدارة المخاطر تتكون من مديرين من وزارة المالية و بنك كندا المركزي، و عضوين من غير القائمين بإجراء العمليات الخاصة بالحساب، حيث تجتمع هذه اللجنة كل ثلاثة أشهر لتقديم مشورتها في شأن إدارة المخاطر المرتبطة ببرنامح الدين الحكومي قصير الأجل، و مدى كفاية الاحتياطيات من النقد الاجنبي لتأمين الالتزام بالوفاء به بالآجال و العملات المخططة، و تلتزم وحدة إدارة المخاطر بتقديم تقارير شهرية و ربع سنوية إلى كل من الإدارة العليا ببنك كندا المركزي، و لجنة إدارة المخاطر، و تعد كندا واحدة من أوائل الدول التي استوفت متطلبات كل من صندوق النقد الدولي حول نشر بيانات الاحتياطيات الدولية.

ثانيا- تجربة البرازيل في إدارة الاحتياطيات الأجنبية: و تتم عملية إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي كالاتي¹:

1. طريقة الإدارة: يرتبط الهدف الرئيسي لإدارة الاحتياطيات في البرازيل بأهداف السياسة النقدية، و سياسة سعر الصرف التي يتبعها البنك المركزي البرازيلي، علما بأن عملتها معومة، و يكون تدخل البنك المركزي فقط في حالات التقلبات الشديدة في سعر الصرف الناتجة عن المضاربة على العملة، و يأتي ضمن أهداف حيابة الاحتياطي من الصرف الاجنبي بالبرازيل، ضمان عدم التأخر عن سداد الديون قصيرة الأجل بالعملة الأجنبية، و مساندة السياسة النقدية، و بناء على ذلك فان ترتيب أهداف تكوين و إدارة الاحتياطيات الأجنبية حسب الأولوية، يكون بتحقيق السيولة، ثم الأمان و الربحية.

و تعتمد إستراتيجية إدارة الاحتياطيات الأجنبية في البرازيل على التنسيق بين إدارة الأصول و الخصوم، بهدف تفادي حدوث خسائر في الاحتياطيات على المدى القصير، نتيجة لعدم التوافق بين عملات الاحتياطي، و عملات الالتزامات قصيرة الأجل، و هو ما يعرف ب (Currency Mismatch)، و في ضوء هذه الإستراتيجية ينتهج بنك البرازيل المركزي سياسة لاستثمار الاحتياطي، تتركز على ثلاثة محاور أساسية، و هي : تكوين محفظة معيارية تعكس تصور مجلس إدارة البنك المركزي للعائد و المخاطر المرتبطة باستثمارات الاحتياطيات الأجنبية، و الخطوط الإرشادية للاستثمار التي تتضمن أدوات الاستثمار المتاحة و حدود المخاطر لكل منها، و تتمثل الركيزة الثالثة في قياس الأداء و الذي يتم بشكل ربع سنوي، و يتم عرضه في تقرير يرفع إلى مجلس الإدارة.

بالنسبة للمحفظة المعيارية، فتتقسم إلى ثلاثة محافظ فرعية: ذهب، أسواق ناشئة، و احتياطيات أساسية، و هي تمثل الجزء الأكبر من الاحتياطيات، في حين يمثل القسم الآخر أقل من 3 %، و يتم استثمار الاحتياطيات الأساسية بثلاث عملات رئيسية

¹ أحمد شفيق الشاذلي، مرجع سابق، ص 39.

هي الدولار الأمريكي، اليورو، و الين الياباني، و يستثمر نحو 40 % في السوق النقدي، و 60 % منها في محافظ ذات دخل ثابت.

و فيما يتعلق بمحفظة الاستثمار في السوق النقدي، فتنقسم إلى أربعة شرائح احدهما تستثمر بالكامل بالدولار الأمريكي، في شكل ودائع لمدة ليلة واحدة، و تستهدف السيطرة على التقلبات الشديدة في سوق الصرف الاجنبي و توفير السيولة اللازمة لذلك، أما الأقسام الثلاثة الأخرى فتتضمن العملات الرئيسية الثلاثة (الدولار الأمريكي، الين الياباني و اليورو)، و قد يمتد أجل الودائع إلى ستة أشهر، و بالنسبة للمحافظ ذات الدخل الثابت فتنقسم إلى استثمارات بالدولار الأمريكي و أخرى باليورو، أما بالنسبة لمحفظة الذهب فتنقسم إلى محفظتين فرعيتين، إحدهما في البرازيل و الثانية تستثمر في شكل ودائع ذهبية قصيرة الأجل في الأسواق الدولية.

2. الإطار القانوني و المؤسسي لإدارة الاحتياطيات الأجنبية: يعد البنك المركزي البرازيلي المؤسسة الوحيدة المسؤولة عن إدارة

الاحتياطيات الأجنبية، و بالنسبة لتوزيع المهام الخاصة بإدارة الاحتياطيات، يتولى البنك المركزي مهمة وضع الإستراتيجية الخاصة بتخصيص الاحتياطيات و تحديد سياسة استثمارها، بناء على عدد من المعايير الاسترشادية، و يتولى نائب المحافظ المسئول عن السياسة النقدية مسئولية الإشراف على إدارة الاحتياطيات الأجنبية، في حين تتولى تنفيذ المعاملات إدارة تسمى " إدارة عمليات الاحتياطي " بالبنك المركزي، و ذلك وفقا للسياسات و الإجراءات المقررة، و التي يتم وضعها في ضوء الإستراتيجية المسطرة، و قد تقترح هذه الإدارة بعض التعديلات في المعايير الاسترشادية وفقا للتغيرات التي تحدث في ظروف السوق، أو لأية أسباب أخرى، كما ترفع تقاريرها عن تطورات الأسواق و مقترحاتها للتعامل مع هذه التطورات، إلى نائب المحافظ للسياسة النقدية، و هناك أيضا لجنة سياسات الاستثمار التي تجتمع مرة كل شهر لتحليل الأوضاع بالسوق، وفقا لعدد من السيناريوهات و لهذه اللجنة حق اقتراح استراتيجيات فعالة لإدارة الاحتياطي من الصرف الاجنبي.

و تنقسم إدارة عمليات الاحتياطي الاجنبي ببنك البرازيل المركزي إلى ثلاثة أقسام هي : المكتب الأمامي المسئول عن إتمام المعاملات، و المكتب الواسطي المسئول عن مراقبة الالتزام بالمعايير التي حددها المجلس على أساس يومي و إدارة المخاطر و تقييم الأداء و التسعير، بالإضافة إلى مكتب خلفي مسئول عن المحاسبة و التسوية، و يتم اختيار العاملين في هذه الإدارة من بين العاملين بالبنك وفقا لخبرتهم بالأسواق، و خلفيتهم الخاصة بالاستثمار في الأصول السيادية، و تتم مراجعة العمليات التي تتم بهذه الإدارة من خلال أربعة أنواع منفصلة من الرقابة، تقوم بها كل من إدارة المراجعة الداخلية للبنك المركزي، و شركة خارجية للمراجعة، ووزارة المالية، و جمعية المحاسبين البرازيليين، و تتم جميع هذه المراجعات بشكل دوريين و تستهدف التأكد من الالتزام بالإجراءات و نظام المحاسبة، و مخاطر التشغيل المرتبطة بتكنولوجيا المعلومات، و تطبيقا لمبدأ الشفافية و المساءلة تم اتخاذ عدد من الإجراءات تتمثل فيمايلي:

- تحديد المعايير و الخطوط الإرشادية للمسئوليات في إطار التدرج الوظيفي للبنك المركزي.
- الإعلان عن أبعاد و إجراءات إدارة الاحتياطي من الصرف الاجنبي.
- رفع تقارير ربع سنوية عن الأداء إلى مجلس إدارة البنك المركزي.
- الاستعانة بخدمات شركة محاسبة خارجية مستقلة.
- تبني معايير صندوق النقد الدولي المتعلقة بمعيار الشفافية و نشر البيانات.

و لعله من أهم ما يميز التجربة البرازيلية في إدارة احتياطيات الصرف الاجنبي، وجود معايير واضحة لتقييم الأداء، و تحديد دور واضح لكل مشارك في عملية اتخاذ القرار، و هو ما ينعكس بالإيجاب على عملية إدارة الاحتياطيات، هذا بالإضافة إلى قيام البنك المركزي بتوفير شبكة متكاملة للحاسب الآلي و نظم التشغيل، و تكوين قاعدة بيانات تحين أنيا، و تتضمن البيانات المستخدمة في تسعير الأصول، و قياس الأداء.

ثالثاً- تجربة الهند في إدارة احتياطيات الصرف الاجنبي: تتم عملية إدارة الاحتياطيات الأجنبية وفق مايلي¹:

1. طريقة الإدارة: يعتمد أسلوب الهند في إدارة الاحتياطيات من العملة الصعبة، على الاحتفاظ بالقدر الأكبر من الاحتياطيات في صورة أصول سائلة بالعملة الأجنبية (حوالي 92 %)، و تستهدف سياسة إدارة الاحتياطيات تحقيق هدفين رئيسيين هما، تعزيز الثقة في السياسة النقدية، و سياسة سعر الصرف، و ذلك إلى جانب هدف عام لهذه السياسة يتمثل في تعزيز الثقة في قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها الخارجية، و بالتالي خفض التكلفة التي يتحملها الاقتصاد عند التعامل في أسواق المال العالمية، من خلال إصدار سندات حكومية، أو الاقتراض المباشر، كما يسهم هيكل الاحتياطيات الأجنبية في الهند في تشجيع الاستثمارات الأجنبية من خلال محدودية احتمالات حدوث تقلبات حادة في سعر الصرف للعملة المحلية، و يتضمن الاحتياطي الاجنبي بالهند إلى جانب العملات الأجنبية، نسبة ضئيلة من الذهب تشكل 6 % من إجمالي الاحتياطيات، و تشكل النسبة المتبقية من وحدات حقوق السحب الخاصة.

2. الإطار المؤسسي و القانوني لإدارة الاحتياطيات الأجنبية: يتولى البنك المركزي الهندي وفقاً للميثاق المؤسس له سنة 1934، إدارة احتياطيات النقد الاجنبي و ذلك وفق الأهداف المحددة بالميثاق، و التي يتمثل أهمها في دعم و تعزيز الثقة في السياسات الاقتصادية المتبعة، و قدرة الدولة على مواجهة تداعيات الصدمات الخارجية، و تشرف على عملية إدارة الاحتياطيات الأجنبية لجنة الاستراتيجية بالبنك الاحتياطي الهندي التي يرأسها محافظ البنك المركزي، و تضم في عضويتها نائب المحافظ المسئول عن إدارة الاحتياطي الاجنبي، و ممثل عن وزارة المالية، و رئيس لجنة أسواق المال التي تتكون من رؤساء الإدارات المسفولة عن إدارة الدين المحلي، و إدارة الاحتياطي، و السياسة النقدية، و تتمثل مهمتها في تنسيق الإدارة المشتركة لهذه السياسات.

و تتولى لجنة الاستراتيجية إقرار مكون عملات الاحتياطي و سياسات تخصيص الأصول، و تتم عمليات إدارة الاحتياطيات الأجنبية بواسطة إدارة الاستثمار الخارجي و العمليات بالبنك المركزي، في حدود التفويض الممنوح لها من لجنة الاستراتيجية، و من بين الأهداف التي تسعى إدارة الاحتياطيات لتحقيقها الحفاظ على مستوى ملائم (كفاية الاحتياطيات) من العملات الأجنبية لتغطية الواردات، و استهداف مجموعة من المؤشرات و التي من بينها تحقيق نسبة محددة لصافي الأصول بالعملة الأجنبية إلى كمية النقود المتداولة، و نسبة لصافي الأصول الأجنبية إلى النقود بمفهومها الواسع M3 ، و نسبة للدين قصير الأجل إلى إجمالي الاحتياطيات، إلا أن لا يتم الإعلان عن النسب المستهدفة و ما إذا كان هناك انحراف بين النسب المحققة مقارنة بالنسب المستهدفة.

و في هذا الإطار ، يقسم البنك المركزي الهندي محفظة الاحتياطي إلى محفظتين فرعيتين، أحدهما محفظة السوق النقدي، و تشتمل على أدوات ذات آجال أقل من عام ، و الأخرى محفظة السندات و تتضمن أدوات استثمارية تمتد إلى 10 سنوات كحد أقصى،

¹ احمد شفيق الشاذلي، نفس المرجع، ص 35-36.

جدير بالذكر أن البنك المركزي الهندي يعهد إلى مديرين خارجيين للأصول يتم اختيارهم من بين أفضل الشركات العالمية المعروفة في مجال إدارة الأصول، بإدارة جزء صغير من الاحتياطي بهدف الاستفادة من البحوث التي يقومون بها و من التكنولوجيا المتاحة لديهم، و كذلك تدريب العاملين في هذا المجال بالبنك المركزي الهندي.

و يصدر البنك تقريرا كل ستة أشهر عن مكونات عملات الاحتياطي، و توزيع استثمارات الاحتياطي من الصرف الاجنبي، و التعاملات الآجلة، و فيما يتعلق بالمراجعة و الرقابة على عملية إدارة الاحتياطات الأجنبية، يطبق بنك الهند المركزي نظام متزامن للمراجعة مراقبة مدى الالتزام بالخطوط الإرشادية الموضوعية، فبالإضافة إلى التفتيش السنوي الذي يتم من طرف إدارة التفتيش بالبنك المركزي، و المراجعة القانونية من خلال مراجعين خارجيين، و هناك نظام يسمح بتعيين مراجع خارجي خصيصا لمراجعة عمليات إدارة الاحتياطي، بغرض التأكد من الالتزام بنظم إدارة المخاطر و قواعد الرقابة الداخلية، كما يطبق في إدارة الاستثمارات و العمليات الخارجية نظام جيد لإدارة المعلومات، حيث يتم رفع تقرير إلى الإدارة العليا عن جميع أنشطة الإدارة.

رابعا- تجربة الصين في إدارة الاحتياطات من الصرف الاجنبي: كذلك من جهتها تسعى السلطات النقدية ممثلة في بنك الأردن المركزي إلى إدارة الاحتياطات من الصرف الاجنبي كمايلي¹:

1. **طريقة الإدارة:** يعتبر البنك المركزي الصيني من أكثر البنوك المركزية حيازة لاحتياطات الصرف الاجنبي على المستوى العالمي إذ قدرت الإحصائيات بتاريخ 31 ديسمبر 2017 بـ 3.187 تريليون دولار، و توظف نسبة كبيرة من هذه الاحتياطات في شكل سندات حكومية، و غيرها من الأصول المالية ذات الدخل الثابت، و هو ما يعكس الإدارة التقليدية للاحتياطات (SAFE) State Administration of Foreign Exchange، و مع التراكم السريع لفائض احتياطات العملات الأجنبية، قررت الصين إنشاء صندوق ثروة سيادي، للقيام باستثمارات في الأصول ذات المخاطر العالية و عوائد عالية بالقابل، من أجل تغطية تكلفة حيازة هذا القدر الضخم من الاحتياطات من الصرف الاجنبي.

و بغرض إدارة هذه الاحتياطات تم بتاريخ 29 سبتمبر 2007 إنشاء شركة الاستثمار الصينية (CIC) China Investment Corporation، كشركة مملوكة بالكامل لمجلس الدولة، و برأسمال قدره 200 مليار دولار أي ما يعادل 15 من احتياطات الصرف الاجنبي، ثم تم إضافة 30 مليار دولار في ديسمبر 2011، و تأسست الشركة باعتبارها أداة لتنويع إدارة احتياطات الصين من الصرف الاجنبي، و سعيا منها لتعظيم العوائد.

و تشمل هذه الشركة على مؤسستين استثماريتين هما:

- **شركة الاستثمار الصينية الدولية:** و هي شركة تابعة و مملوكة بالكامل لشركة الاستثمار الصينية (CIC)، و التي تأسست في سبتمبر 2011، بتفويض للاستثمار و إدارة الأصول في الخارج.
- **شركة هوي جين المركزية المحدودة للاستثمار:** و هي شركة تابعة و مملوكة بالكامل لشركة (CIC)، تعمل على الاستثمار في أسهم المؤسسات المالية الكبرى المملوكة للصين، و هي شركة استثمارية مملوكة للدولة، أدرجت وفقا لقانون الشركات الصينية، تأسست سنة 2003، و كلفت بممارسة الحقوق و الالتزامات كمستثمر في الشركات المالية الكبرى

¹ بوكريديد عبد القادر، مرجع سابق، ص 149-150.

- المملوكة للدولة نيابة عن الدولة، و لتحقيق هدف الحفاظ و تعزيز قيمة الأصول المالية المملوكة للصين، و في سبتمبر 2007 أصبحت هذه الشركة تابعة و مملوكة بالكامل لمؤسسة الصين للاستثمار (CIC).
2. الإطار المؤسسي و القانوني لإدارة الاحتياطات الأجنبية: لدعم عملياتها و تحقيق أهدافها أنشأت شركة الصين للاستثمار (CIC)، ثلاثة مجالس: مجلس الإدارة، و مجلس الرقابة، و اللجنة التنفيذية، و يمارس مجلس الدولة حقوق المساهمين نيابة عن دولة الصين.
- **مجلس الإدارة:** مخول للإشراف على عمليات الشركة و تقييم أدائها العام و اتخاذ القرارات في المسائل الهامة بما يتفق مع ميثاق تأسيس الشركة، و بناء على أهداف الاستثمار و استراتيجيات التنمية التي وضعها المساهمون، و يستعرض المجلس و يوافق على الاستراتيجيات الاستثمارية للشركة و المبادئ التوجيهية للاستغلال (التشغيلية)، و يقرر أيضا طرق تنفيذ هذه الإستراتيجيات، و يقدم تقرير إلى المساهمين، و يعين و ينهي مهام كبار المديرين التنفيذيين و المندوبين و يؤسس هيئات الإدارة عند الضرورة، و يدعم مجلس الإدارة من قبل اللجنة التنفيذية و لجنة المكافآت، كما و يصوغ المكافآت و يراجع سياسات التعويضات لكبار التنفيذيين و يشرف على تنفيذها، و يعهد للجنة التنفيذية الإشراف على العمليات اليومية للشركة.
- **مجلس المشرفين (الرقابة):** و هو المسئول عن مراقبة السلوك الأخلاقي لأعضاء مجلس الإدارة و المديرين التنفيذيين ، و كذلك فعالية الإجراءات الرقابية داخل الشركة، و يقدم تقارير مباشرة إلى المساهمين، أيضا مسئول عن قسم التدقيق الداخلي، كما يختار مدققي الحسابات الخارجيين و يراقب المحاسبة و الوظائف المالية لـ CIC، كما أن رئيس مجلس الرقابة هو عضو في اللجنة التنفيذية، و يشارك بصفة مراقب في اجتماعات مجلس الإدارة، و يدعم مجلس الرقابة من قبل لجنة الإشراف و التدقيق.
- **اللجنة التنفيذية:** بتكليف من مجلس الإدارة تترجم اللجنة التنفيذية توجيهات مجلس الإدارة إلى استراتيجيات مفصلة، و تشرف على العمليات يوميا، و لديها سلطة اتخاذ قرارات التشغيل المطلوبة، بما فيها تلك المتعلقة بالقواعد الأساسية، و التكيف المؤسسي، و آليات التشغيل، و تقييم الأداء.
- **المجلس الاستشاري الدولي:** يضم 15 خبيرا دوليا بارزا، يقدمون توجيهات معمقة من منظور دولي لقضايا الاقتصاد و الاستثمار العالمي، و القضايا التنظيمية و توقعات السوق الاقتصادي و المالي العالمي، و استراتيجيات الاستثمار لإدارة التحديات المستمرة و تقلبات السوق، و كذلك توزيع الأصول، و إدارة المخاطر، و تقديم مقترحات قيمة لتنمية الشركة على المدى الطويل.
- **لجنة الاستثمار:** تعمل على تحديد السياسات الاستثمارية تماشيا مع المبادئ التوجيهية للاستثمار التي يحددها مجلس الإدارة و اللجنة التنفيذية للشركة، حيث تقدم دوائر الاستثمار مقترحات استثمارية، و التي يتم مراجعتها في لجنة ما قبل الاستثمار برئاسة الرئيس التنفيذي للاستثمار، و بعد ذلك يتم تقييم المقترحات من طرف لجنة الاستثمار و الموافقة عليها، و فرق الاستثمار هي المسئولة عن تنفيذ قرارات لجنة الاستثمار، و يتم تنظيم دوائر الاستثمار على النحو التالي:
- **قسم توزيع الأصول و البحوث الإستراتيجية:** و هو المسئول عن وضع سياسات الاستثمار، و اقتراح خطط توزيع الأصول ، و إدارة المحفظة الإجمالية و تطوير المحفظة الاستثمارية البديلة و استراتيجيات الاستثمار ، و هي بمثابة أمانة للجنة ما قبل الاستثمار، و تقدم الدعم لعملية صنع القرار، و تضمن الامتثال الداخلي و الإشراف و الرصد.

- **قسم الأسهم العامة:** مكلف بالإدارة النشطة للاستثمارات في الأسهم العامة، على الصعيد العالمي، و تتم إدارة الأصول من خلال عدة استراتيجيات، و التي تنقسم إلى مزيد من الاستراتيجيات الفرعية، سعياً للحصول على التغطية الكاملة للأسواق العالمية، مع التركيز على بعض المناطق الرئيسية.
- **قسم الدخل الثابت و العوائد المضمونة:** مسؤل عن الأساليب النشطة لمنتجات الدخل الثابت، و الاستثمارات الخارجية و الداخلية من استثمارات العوائد المضمونة، من خلال الاستثمار في سندات الخزينة في الاقتصاديات المتقدمة (سندات الخزينة الأمريكية)، صناديق التحوط، الأصول المتنوعة.
- **قسم الاستثمار الخاص:** و هو لمسئول عن الملكية الخاصة و الاستثمارات العقارية، من خلال صناديق الأسهم الخاصة و الاستثمارات المباشرة، و الاستثمارات المشتركة.
- **لجنة إدارة المخاطر:** تشرف لجنة إدارة المخاطر على استراتيجيات إدارة المخاطر و مناهجها، و تشمل المسؤوليات الرئيسية على: مراجعة إستراتيجية إدارة المخاطر، و السياسات و الإجراءات، و تحديد ميزانية المخاطر و خطة التخصيص، و مراجعة إدارة المخاطر، و تقارير التقييم، و تتكون اللجنة من رئيس مجلس الإدارة و الرئيس التنفيذي، و نوابه، و المدير التنفيذي للاستراتيجيات، و رئيس إدارة المخاطر، و رؤساء أقسام إدارة المخاطر.

خلاصة الفصل :

حتى تستطيع البنوك المركزية بلوغ الأهداف المسطرة من طرف الدولة فيما يتعلق بعملية حيازة الاحتياطات من الصرف الاجنبي و المتمثلة في خدمة متطلبات الاقتصاد الوطني و مواجهة الالتزامات المالية الدولية خاصة قصيرة الأجل كسداد الديون الخارجية، فقد عمدت هذه البنوك إلى البحث عن كيفية تحديد المستوى الأمثل للاحتياطات و إدارته، ثم كيفية توظيف هذه الاحتياطات قصد تحقيق العوائد المضمونة للتقليل من تكلفة حيازة احتياطات الصرف الاجنبي دون إهمال المخاطر التي تترتب عن عملية التوظيف و أخذًا بعين الاعتبار مبدئي الأمان و السيولة العالية للأصول المستثمر فيها، و في الأخير الاستفادة من نماذج الإدارة الدولية للاحتياطات بهدف اكتساب الخبرة اللازمة لعملية الإدارة و الآليات المستخدمة و التي من أهمها إنشاء صناديق الثروة السيادية ، و ما لهذه الأداة من اثر ايجابي على الاقتصاد آنيا و الأجيال اللاحقة مستقبلا.

الفصل الرابع:

إدارة بنك الجزائر لاحتياطات الصرف

الأجنبي، دراسة قياسية للفترة

2017/1990

تمهيد:

شهدت الاحتياطيات الأجنبية في الجزائر مستويات قياسية من جراء التراكم المستمر نتيجة الفوائض التي سجلها ميزان المدفوعات خلال السنوات 2000-2014 نتيجة الارتفاع غير المسبوق في أسعار النفط و التي بلغت ذروتها سنة 2011 أين وصلت 112.94 دولار للبرميل مما ساهم أكثر في تراكم الاحتياطيات الأجنبية مسجلة أعلى قيمة لها سنة 2013 بمستوى احتياطي بلغ 194.01 مليار دولار.

هذا الارتفاع غير المسبوق في مستويات الاحتياطيات الأجنبية، جعل السلطات النقدية تفكر في كيفية الحفاظ عليه ، من خلال جملة من الإجراءات، مستفيدة في ذلك من التجارب الدولية في هذا المجال سواء في عمليات التوظيف في الأصول السيادية الدولية، أو تجارب تسديد الدول لمديونيتها مستغلة في ذلك هذا المستوى القياسي من التراكمات للاحتياطيات الدولية؟ استنادا لم سبق سنحاول من خلال هذا الفصل التطرق إلى كيفية إدارة بنك الجزائر للاحتياطيات الأجنبية و مصادر تراكمها، و آليات توظيف ، و مجالات استخدامها بعد تحديد المستوى الأمثل لحيازتها، كل هذا سيتم التطرق له من المباحث التالية:

- المبحث الأول: كفاءة إدارة الاحتياطيات الدولية ببنك الجزائر و مصادر تراكمها
- المبحث الثاني: تكاليف حيازة احتياطيات الصرف الاجنبي في الجزائر
- المبحث الثالث: استخدام و توظيف فوائض الاحتياطيات الدولية في الجزائر
- المبحث الرابع: درجة الاستجابة بين الاحتياطيات الدولية و بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية في الجزائر دراسة قياسية.

المبحث الأول: كفاءة إدارة الاحتياطيات الدولية ببنك الجزائر و مصادر تراكمها

شهدت الجزائر ارتفاعا ملحوظا في احتياطياتها من العملة الصعبة نتيجة الارتفاع القياسي لأسعار البترول ، نتيجة الظروف الاقتصادية الملائمة متمثلة في ارتفاع أسعار المحروقات مما كان له الأثر الإيجابي في تحسن وضعية ميزان المدفوعات ليصل حجم الاحتياطيات أعلى قيمة له سنة 2013 بـ 194.1 مليار دولار ، إلا أن هذا الاحتياطي عرف تراجع ملحوظ نتيجة عوامل عدة و من أهمها الانخفاض الحاد في أسعار البترول و بالتالي اختلال ميزان المدفوعات و بداية تآكل الاحتياطيات إلى 97.01 مليار دولار بنهاية ديسمبر 2017 ، مما يثبت التبعية الكاملة للسلعة واحدة و وحيدة هي المحروقات.

المطلب الأول: بنك الجزائر و الهيئات المكلفة بإدارة الاحتياطيات :

حسب المادة 55 من قانون النقد و القرض رقم 90-10 الصادر بتاريخ 14/04/1990 ، فان مهمة البنك المركزي الجزائري هي توفير أفضل الشروط لنمو منتظم للاقتصاد و الحفاظ عليها بإنماء جميع الطاقات الإنتاجية الوطنية، مع السهر على الاستقرار الداخلي و الخارجي للنقد، و لهذا الغرض يكلف بتنظيم الحركة النقدية، و يوجه و يراقب بجميع الوسائل الملائمة توزيع القروض و يسهر على حسن إدارة التعهدات المالية تجاه الخارج و استقرار سوق الصرف¹.

أولاً- التعريف ببنك الجزائر: تم إنشاء البنك المركزي الجزائري بموجب القانون رقم 62-144 المعتمد من طرف الجمعية التأسيسية بتاريخ 13 ديسمبر 1963، و بموجب قانون النقد و القرض رقم 90-10 الصادر بتاريخ 14-04-1990 أصبح يسمى بنك الجزائر ، و هو عبارة عن مؤسسة وطنية تتمتع بالشخصية الوطنية و الاستقلال المالي، تعود ملكية رأسماله بالكامل للدولة، و يسير بنك الجزائر من طرف مجلس النقد و القرض المكون من محافظ البنك، و نوابه، و الأعضاء المعيّنين من طرف رئيس الحكومة.

و إلى جانب الوظائف التقليدية التي يؤديها بنك الجزائر من خلال احتكاره حق الإصدار النقدي، و كبنك للبنوك، و كبنك الحكومة بموجب علاقته مع الخزينة، أصبح يؤدي دورا أساسيا في الدفاع عن القدرة الشرائية للعملة داخليا و خارجيا، و ذلك بالعمل على استقرار الأسعار الداخلية، و استقرار سعر الصرف خارجيا².

و بصفتها سلطة نقدية، فهو مخول قانونا بإصدار قوانين متعلقة ، بإصدار النقود و الخصم، و قبول السندات تحت نظام الأمانة، و رهن السندات العامة و الخاصة، و العمليات لقاء معادن ثمينة و عملات أجنبية، و فتح و إغلاق المقاصة بين البنوك... الخ³.

ثانيا- الهيئات المكلفة بإدارة الاحتياطيات الأجنبية: أوكلت مهمة إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي إلى إحدى المديرات العامة التابعة لبنك الجزائر وهي، المديرية العامة للعلاقات المالية الخارجية (DGRFE) La Direction Générale des Relations Financières Extérieures ، و هي المسئولة عن إعداد و تطوير و تنفيذ سياسة بنك الجزائر و الإطار التشغيلي لإدارة الاحتياطيات من النقد الأجنبي ، و التي ترفعها إلى سلطات البنك من أجل المصادقة عليها و من ثم اعتمادها، و تتشكل هذه المديرية العامة من أربعة مديريات هي:

- مديرية إدارة الأصول الخارجية (DGAE) La Direction de la Gestion des Avoirs Extérieures

¹ المادة 55 من قانون النقد و القرض 90-10 المؤرخ في 14 ابريل 1990، الصادر بالجريدة الرسمية بتاريخ 18 ابريل 1990، العدد 16، ص 527.

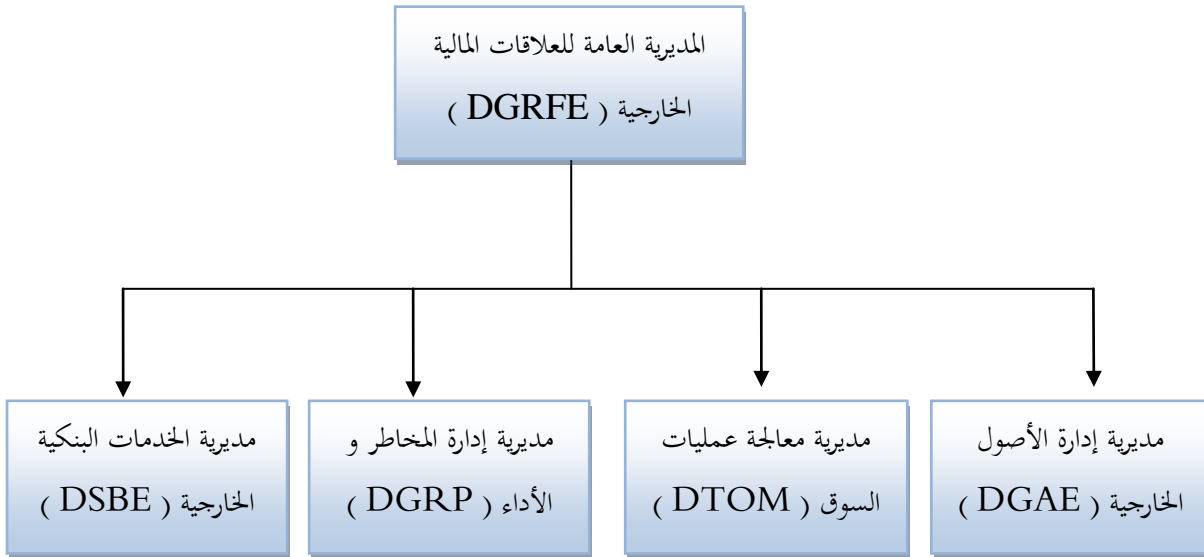
² الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، مرجع سابق، ص 211.

³ Hocine Benissad, La réforme économique en Algérie, OPU , Alger, 1991, p 132.

- مديرية معالجة عمليات السوق (DTOM)
La Direction de Traitement des Opérations (DTOM)
de Marché
- مديرية إدارة الخاطر و الأداء (DGRP)
La Direction de la Gestion des Risques et
Performance
- مديرية الخدمات البنكية الخارجية (DSBE)
La Direction des Services Bancaires
Etrangers

و الشكل رقم (1-4) يوضح يلخص الهيكل التنظيمي للمديرية العامة للعلاقات المالية الخارجية ببنك الجزائر كما هو موضح أسفله.

الشكل (1-4): الهيكل التنظيمي للمديرية العامة للعلاقات المالية الخارجية ببنك الجزائر



المصدر : التنظيم الداخلي لبنك الجزائر

ثالثاً- مديرية إدارة الأصول الخارجية: تتكون هذه المديرية من مديرتين فرعيتين هما ، المديرية الفرعية للتدخلات في الأسواق (SDIM) La Sous-Direction des Interventions sur les Marchés ، و المديرية الفرعية للاستراتيجيات و إدارة المحافظ (SDSGP) La Sous-Direction des Stratégies et Gestion des Portefeuilles ، و تسمى المكتب الأمامي (Front office)، و تعمل على:

- ✓ إعداد السياسة المتعلقة بسعر الصرف.
- ✓ تنفيذ سياسات الاستثمار.
- ✓ تنفيذ كافة التوجيهات العملية فيما يتعلق بإدارة احتياطيات الصرف الاجنبي بما فيها الذهب.
- ✓ إدارة احتياطيات الصرف الاجنبي، بالسهر على احترام الأهداف و القيود.
- ✓ اقتراح استراتيجيات الاستثمار، و اختيار الأدوات الجديدة و مقابلاتها، طبقا للإطار المحدد من قبل لجنة الاستثمار.
- ✓ ضمان السيولة في سوق الصرف ما بين البنوك.

✓ معالجة كل المنتجات المالية المرخصة.

✓ إعداد تقارير دورية حول تنفيذ إدارة الاحتياطيات من الصرف الاجنبي.

و للقيام بهذه المهام على أكمل وجه فإنها تقوم بتوزيع المهام الموكلة إليها، من خلال المديرية الفرعية التابعة لها والتي تظهر كمايلي:

1. **المديرية الفرعية للتدخل في الأسواق:** و لها دور أساسي في إدارة الاحتياطيات من الصرف الاجنبي ، كما و تتكفل بالمهام التالية:

- القيام بعمليات الصرف في السوق المحلي، و الأسواق الدولية.
- القيام بعمليات الإيداع في السوق النقدي.
- شراء و بيع الأصول المالية في الأسواق الدولية.
- إنجاز عمليات المبادلة (مبادلة الذهب أو العملات).

و تنقسم هذه المديرية الفرعية إلى ثلاثة مصالح لكل منها مهام محددة يتوجب القيام بها و هي:

➤ **مصلحة أدوات الصرف:** حيث نجد فيها كل من السوق النقدي: و عبارة عن سوق بالتراضي مكلف بضمان عمليات الشراء أو البيع للعملات الأجنبية مقابل العملة الوطنية فيما بين البنوك التجارية العاملة في الجزائر. و صرف العملات: و مهمته تتمثل في تغطية الاحتياجات من العملات الأجنبية المطلوبة من البنوك التجارية، و ذلك من خلال التدخل في الأسواق العالمية للصرف بفضل الدولار الذي في حوزة بنك الجزائر.

➤ **مصلحة أدوات السوق النقدي و المعادن الثمينة:** هذه المصلحة مكلفة بالقيام بعمليات الإيداع العادي و قصير الأجل، أو التوظيف المزدوج للعملة، و الذي يسمى بالودائع المركبة من اجل تغطية مخاطر الصرف.

➤ **مصلحة أدوات ذات الدخل الثابت:** هذه المصلحة تقوم بمعالجة عمليات الاستثمارات في المبالغ الكبيرة من خلال الاعتماد برنامج حاسوبي، و الذي يبين البيانات التفصيلية للتدفقات المالية المستثمرة في الخارج (مبالغ، مقابلات، و نوع الأصول، تواريخ الاستحقاق، المدة.... الخ).

2. **المديرية الفرعية للاستراتيجيات و إدارة المحافظ:** تتكفل هذه المديرية الفرعية بمايلي:

- التسعيرات التجارية اليومية و التي قد تصل إلى 6 تسعيرات في اليوم و هذا تبعا لتقلبات العملات الأجنبية.
- تسعير الأوراق النقدية أو الشيكات البنكية بشكل أسبوعي.
- تحديد الوضعية اليومية و الأسبوعية للخزينة.

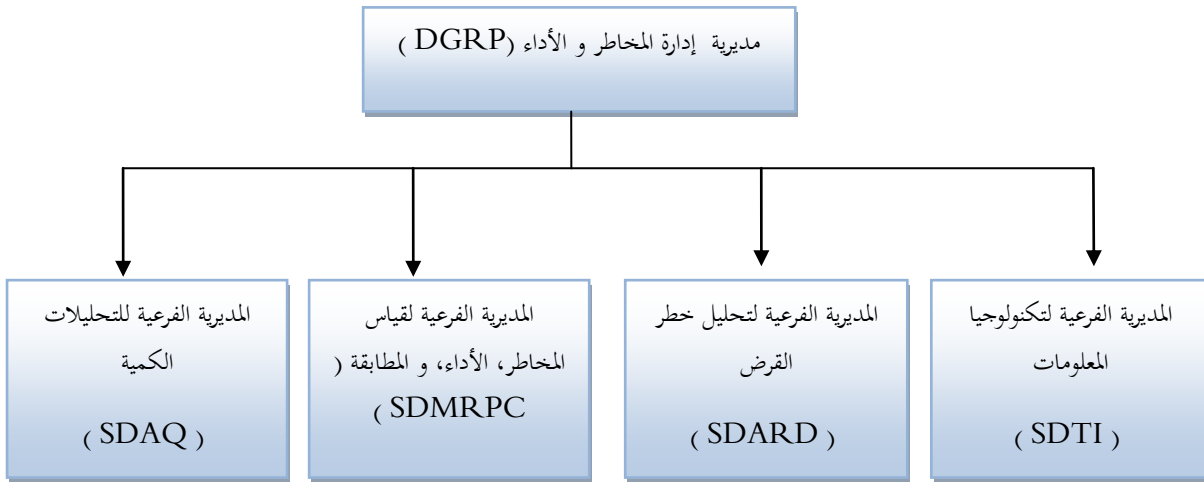
المطلب الثاني: آليات إدارة بنك الجزائر لمخاطر الاحتياطيات الأجنبية

كما سبق و اشرنا في المطلب الأول فان المديرية العامة للعلاقات المالية الخارجية (DGRFE)، أوكلت لمديرية إدارة المخاطر و الأداء التكفل الفعلي بالإدارة العملية للمخاطر المترتبة عن حيازة الاحتياطيات الأجنبية و ذلك خلال مصالحها المتعددة في إطار المهام الموكلة لها.

أولاً- التعريف بالمديرية الفرعية: تتكفل المديرية الفرعية لإدارة المخاطر و الأداء (DGRP) La Direction de la Gestion des Risques et Performance، بالقيام بالمهام التالية¹ :

- ✓ التحليل الكمية المرتبطة بتنفيذ معايير الاستثمار و التوجيهات العملية (التشغيلية).
 - ✓ تقديم مقترحات لإعداد السياسة الاستثمارية و التوجيهات التشغيلية.
 - ✓ تقييم مختلف المخاطر التي تم اتخاذها من طرف مديرية إدارة الأصول الخارجية (DGAE)، و مطابقتها مع السياسة الاستثمارية، و المعايير ، و القواعد و الإجراءات المتعلقة بالمهام الموكلة إليها.
- و الشكل الموالي يوضح الهيكل التنظيمي لمديرية إدارة المخاطر و الأداء كما هو مبين أسفله

الشكل (4-2): الهيكل التنظيمي لمديرية إدارة المخاطر و الأداء ببنك الجزائر



المصدر: التنظيم الداخلي لبنك الجزائر

كما و تتفرع مديرية إدارة المخاطر و الأداء إلى المديريات الفرعية إلى المصالح التالية:

1. المديرية الفرعية للتحليلات الكمية (SDAQ) La Sous-Direction des Analyses Quantitatives :

تهدف هذه المديرية إلى الإعداد اليومي لنشرية للأسواق بهدف رفع أهم المعلومات في الأسواق من خلال رويتز، حتى تتمكن من المساعدة القصوى لغرفة الأسواق.

2. المديرية الفرعية لقياس المخاطر ، الأداء، و المطابقة (SDMRPC) La Sous-Direction de Mesure des Risques, Performance et Conformité :

وهي مكلفة بتحليل خطر السوق (معدل الفائدة ، و سعر الصرف)، و استنباط أثر التقلبات في تلك المعدلات على قيم الأصول، و إيجاد أفضل المحافظ التي يكون فيها الخطر و العائد متضمنين في مؤشر ما.

¹ DJANE-AHMED Narimane, **Gestion des réserves de change**, DESB, Ecole Supérieur de Banque, Algérie, décembre 2014, p 61

3. المديرية الفرعية لتحليل خطر القرض (SDARD) La Sous-Direction de l'Analyse du
.Risque de Crédit

4. المديرية الفرعية لتكنولوجيا المعلومات (SDTI) La Sous-Direction des Technologies de
.l'Information

ثانيا- آلية الإدارة ببنك الجزائر: تتولى مديرية إدارة المخاطر و الأداء مهمة إدارة المخاطر التي ترتبط بإدارة الاحتياطات الأجنبية، و ذلك من خلال إطار تنظيمي معد من طرف بنك الجزائر يضمن الامتثال و مطابقة التوظيفات لأهم أهداف إدارة الاحتياطات من الصرف الاجنبي و المتمثلة في الأمان (السلامة)، و لذلك يقوم مجلس النقد و القرض بإصدار التوجيهات الخاصة باستثمار و تسيير و تخصيص الأصول قبل تقديمها إلى مجلس إدارة بنك الجزائر، و تسهر الخطر و الأداء على احترام هذه التوجيهات، كما تدرس تطور المخاطر و الأداء، فبنك الجزائر من خلال تسيير احتياطات الصرف الاجنبي، فهو يسعى إلى الحفاظ على قيمة رأس المال المستثمر، سواء كان في شكل ودائع أو أوراق مالية، و كذلك الحصول على معدل عائد أمثل.

و هناك بعض القضايا المرتبطة بمخاطر احتياطات الصرف الاجنبي و تسييرها وردت في كل المادة 40 و المادة 62 من الأمر رقم 03-11 المتعلق بالنقد و القرض كمايلي¹:

- المادة 40: أن اكتتاب بنك الجزائر في السندات المالية المحرة بالعملة الأجنبية يكون في الأدوات المالية المسعرة بانتظام في الأسواق المالية و الدولية من الفئة الأولى (AAA).
- المادة 62: يخول مجلس النقد و القرض تحديد مقاييس و شروط العمليات الخاصة بالعملة الأجنبية لغرض تسيير احتياطات بنك الجزائر.

كما و هناك جملة من الإجراءات التي تتعلق بالمحفظة المرجعية كآلية لإدارة الخطر، فمدلس النقد و القرض يؤكد على²:

- ✓ الاستثمار فقط في قائمة الأطراف المقابلة أو الأوراق المصدرة التي وافقت عليها هيئة الاستثمار.
- ✓ الاستثمار فقط في ودائع البنوك الدولية الرائدة و التي لها تصنيف (A) على الأقل.
- ✓ احترام حدود المبلغ المسموح به، الذي من المرجح أن يعقد لكل طرف أو إصدار،
- ✓ احترام تكوين العملة، أي وزن كل عملة في المحفظة.
- ✓ لضمان السيولة و تقليل مخاطر التركيز، يجب أن لا يتجاوز المبلغ المستثمر سقف 30 % من المبلغ الإجمالي للإصدار.
- ✓ من أجل تقليل أي مخاطر للصرف يجب الالتزام بقاعدة " صفر في نهاية اليوم"، بحيث جميع المراكز يجب أن تكون مغلقة في فترة ما بعد الظهر.

ثالثا- إدارة بنك الجزائر للاحتياطات خلال الأزمة العالمية: لقد ساهمت الأزمة العالمية، و أزمة الديون السيادية في تنامي وعى بنك الجزائر بإدارة الاحتياطات الأجنبية ، و لقد ساهم التنوع الذي ادخل في 2004، سواء في اختيار العملات التي تدخل في تكوين الاحتياطات، و توزيعها على مستوى المحافظ أو الأوراق المالية حسب صنف المخاطر، و في 2006 اعتمد

¹ الأمر رقم 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003، المتعلق بالنقد و القرض، متاح للاطلاع بموقع بنك الجزائر: www.bank-of-algeria.dz

² DJANE-AHMED Narimane, op-cit, p 71.

بنك الجزائر بنية تحتية و تنظيم يلي المعايير الدولي فيما يتعلق بالإطار التشغيلي لإدارة الاحتياطيات، كما اكتسب خبرة في التعامل في الأسواق المالية الدولية.

اتخذ بنك الجزائر سياسة حذرة خلال الأزمة المالية العالمية التي بدأت في 2007، من أجل الحفاظ على رأسمال الاستثمارات من الخسارة، فالمخاطر فرضت على بنك الجزائر مايلي¹:

- تقليص نسبة الأموال المودعة في المصارف التجارية الدولية (كانت لا تتجاوز ثلاثة أشهر)، إلى 1.75 % بعدما كانت في حدود 20 % ، من إجمالي احتياطيات بنك الجزائر بسبب الوضعية التي تعيشها بعض البنوك التجارية الدولية.
- لإدارة أفضل لمخاطر الصرف الاجنبي قام بنك الجزائر بتنويع عملات الاحتياطي.
- زاد من الأصول الخالية من المخاطر، حتى و لو كان العائد الدوري منخفض.
- في سنة 2010 كانت الإيداعات تتم خصوصا في البنوك المركزية، و المؤسسات المالية الدولية.
- مع استمرار مخاطر الدين السيادي الأوروبي، و المخاطر المصرفية المرتبطة بها، اتخذ بنك الجزائر في سنة 2012 تدبير احترازية ملائمة لحماية رأسمال الاستثمارات من الخسائر المحتملة، و هكذا كانت حصة بنك الجزائر من الاستثمارات في السندات السيادية الأوروبية فقط في السندات الأقل خطورة، في حين و قصد التقليل من خطر الجهة المقابلة، يتم توجيه الودائع أكثر فأكثر نحو البنوك المركزية.
- تنويع هيكل العملات المكونة للاحتياطيات المستثمرة في البنوك المركزية، إلى العملات الاحتياطية غير التقليدية خاصة كل الدولار الكندي و الدولار الاسترالي.

المطلب الثالث: مصادر تراكم الاحتياطيات الدولية بينك الجزائر

إن تراكم الاحتياطيات من الصرف الاجنبي ما هو إلا نتيجة للفوائض المسجلة في ميزان المدفوعات، من جراء التحسن المتزايد لأسعار المحروقات، مما كان له الأثر الإيجابي في تشكيل هذه الاحتياطيات.

أولاً- مكونات احتياطيات الصرف الاجنبي: يتكون هيكل الاحتياطيات من الصرف الاجنبي في الجزائر، من العملات الصعبة المتراكمة من جراء الفوائض المسجلة في ميزان المدفوعات و التي يغلب عليها عملة الدولار الأمريكي باعتباره العملة الدولية لتسعير المحروقات، إضافة إلى بقية العناصر الأخرى ممثلة في حيازة الذهب و حقوق السحب الخاصة ، و وضعية الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي ، و اتفاقيات الدفع الدولية، و الجدول رقم (4-1) يبرز مكونات الاحتياطيات الدولية للجزائر خلال الفترة 2000-2017 .

جدول رقم (4-1): تطور مكونات الاحتياطيات الدولية في الجزائر خلال الفترة (2000-2017)

الوحدة (مليار دينار)

السنوات	وضعية الاحتياطي لدى FMI	الذهب	اتفاقيات الدفع الدولية	حقوق السحب الخاصة	الأصول في الخارج
2000	8.3	1.1	0.7	0.2	908.8

¹ بوكريديد عبد القادر، ص 204 ،

1434.8	0.9	0.7	1.1	8.3	2001
1856.3	1.1	0.8	1.1	9.2	2002
2404.4	4.1	0.8	1.1	9.2	2003
3161.0	0.4	1.4	1.1	9.6	2004
4159.8	0.3	1.7	1.1	8.9	2005
5559.5	0.3	1.7	1.1	9.1	2006
7410.3	0.2	0.3	1.1	9.0	2007
10242.0	0.7	0.3	1.1	9.3	2008
10762.3	122.6	0.3	1.1	9.7	2009
11891.3	122.2	00	1.1	29.1	2010
13759.9	125.4	0.3	1.1	45.6	2011
14805.5	129.0	0.3	1.1	49.7	2012
15083.3	129.4	0.3	1.1	54.7	2013
15628.2	136.9	0.3	1.1	59.7	2014
15305.4	159.6	0.3	1.1	58.3	2015
12533.4	133.5	0.4	1.1	27.9	2016
11142.0	147.0	0.4	1.1	32.4	2017

المصدر: النشرات الإحصائية الثلاثية لبنك الجزائر (2000-2017)

من الجدول أعلاه يمكن ملاحظة ما يلي :

✓ ثبات وضعية الاحتياطيات لدى صندوق النقد الدولي من سنة 2000 إلى غاية سنة 2009 حيث تراوحت ما بين 8 و 9 مليار دينار إلى أن قفزت إلى 29.1 مليار دينار سنة 2010، ثم أخذت تتزايد خلال السنوات اللاحقة إلى أن بلغت ذروتها سنة 2014 بما مقداره 59.7 مليار دينار أي بنسبة زيادة تقدر ب 619.27 % مقارنة بسنة 2000 و هذا راجع إلى الارتفاع الكبير في الأصول الخارجية و التي انتقلت من 908.9 مليار دينار سنة 2000 إلى 15305.4 مليار سنة 2015.

✓ ثبات قيمة الاحتياطي من الذهب عند 1.1 مليار دينار خلال كامل الفترة ، و هذا بالرغم من ارتفاع أسعاره و بلوغه مستويات قياسية، حيث لم تستفيد الجزائر من هذه الطفرة رغم ارتفاع احتياطياتها من الذهب و التي بلغت 173.6 طن حسب تقديرات مجلس الذهب العالمي لسنة 2015 و احتلالها المرتبة 25 عالميا و الثانية عربيا بعد لبنان.

✓ تمثل الأصول في الخارج ما مقداره 98 % من إجمالي مكونات الاحتياطيات الأجنبية و هو ما يشكل عبئا إضافيا في إدارته، تنجر عنه تكلفة زائدة ، إضافة إلى تقلبات أسعار الصرف و التي تؤثر على القيمة الحقيقية لهذه الاحتياطيات.

ثانيا- ميزان المدفوعات كمصدر لتراكم الاحتياطيات: عرفت الاحتياطيات من الصرف الأجنبي ببنك الجزائر تحسنا ابتداء من 2000 إلى غاية 2015 أين عرفت أسعار البترول تراجعاً كبيراً، فقد تراكمت الاحتياطيات خلال هذه الفترة حيث انتقلت الاحتياطيات من 11.9 مليار دولار سنة 2000 إلى 144.13 مليار دولار ، و هذا نتيجة تحسن أسعار البترول و التي انتقلت بدورها من 28.5 دولار للبرميل سنة 2000 إلى 112.94 دولار سنة 2011 مسجلة بذلك أعلى ارتفاع، ثم أخذ هذا السعر في التراجع حتى سنة 2014 أين بلغ سعر البرميل 100.23 دولار سنة 2014، ثم عرف سقوطاً حراً سنة 2015

مسجلا سعر يقدر بـ 53.06 دولارا للبرميل أي بنسبة انخفاض تقدر بـ 88.89 % مقارنة بسنة 2014، حيث أن هذا التراجع أثر سلبا على وتيرة تراكم الاحتياطيات فبعدما كانت تتزايد سنويا بسبب الفوائض المحققة في ميزان المدفوعات خلال الفترة 2000-2014، ثم بدأت الاحتياطيات في التآكل إلى أن بلغت 97.33 مليار دولار سنة 2017 أي بتراجع في حجم الاحتياطيات يقدر بـ 96.68 مليار دولار مقارنة بسنة 2013 أين كان مستوى الاحتياطيات يقدر بـ 194.01 مليار دولار و هو ما يمثل ما نسبته 99.33 % بسبب الانخفاض الحاد في سعر البترول ابتداء من سنة 2015 كما سبق الإشارة إلى ذلك، وهذا ما يثبت و يؤكد مدى تبعية الجزائر لأسعار البترول و مدى هشاشة ميزان المدفوعات الجزائري و حساسيته المفرطة للتقلبات أسعار البترول سواء إيجابا أو سلبا. و الجدول رقم (4-2) يبين تطور تراكم الاحتياطيات من الصرف الاجنبي و سعر البترول خلال الفترة 2000-2017.

الجدول رقم (4-2): تطور تراكم الاحتياطيات الأجنبية و سعر البترول خلال الفترة (2000-2017)

(الوحدة : مليار دولار)

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
الاحتياطيات الأجنبية	11.90	17.96	23.11	32.92	43.11	56.18	77.78	110.18	143.10
سعر البرميل	28.5	24.85	25.24	28.96	38.66	54.64	65.85	74.95	99.97
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الاحتياطيات الأجنبية	148.91	162.22	182.22	190.66	194.01	178.94	144.13	114.14	97.33
سعر البرميل	62.25	80.15	112.94	111.04	108.97	100.23	53.06	45.01	51.85

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2000-2017)

1. حساب الميزان التجاري: و يظهر من خلال تطور أرصدة الميزان التجاري خلال الفترة 2000-2017 كما هو موضح في الجدول رقم (4-2) حيث نلاحظ أن رصيد الميزان التجاري فائضا معتبرا، فقد سجل أعلى قيمة له سنة 2008 بفائض يقدر 40.596 مليار دولار، ثم انخفض سنة 2009 مسجلا قيمة قدرها 7.784 مليار دولار، أي بانخفاض قدره 32.812 مليار دولار، و يمثل هذا التراجع ما نسبته 421.53 %، و يعزى هذا الانخفاض في رصيد الميزان التجاري إلى تراجع أسعار النفط من 99.97 دولار سنة 2008 إلى 62.25 دولار سنة 2009، بفارق في السعر يقدر بـ 37.72 دولار أي بنسبة تراجع قدرت بـ 60.59 %، ثم أخذ هذا الرصيد في التذبذب بين الارتفاع و الانخفاض من 2010 إلى غاية 2014 أين سجل رصيد الميزان التجاري ما قيمته 0.459 مليار دولار، أي أقل من 500 مليون دولار منذ بداية اختلال الميزان التجاري لأول مرة الارتفاع منذ سنة 2000، ليسجل سنة 2015 رقيدا سالبا لأول مرة قدر بـ (-18.083) مليار دولار، و استمر هذا التراجع سنة 2016 و 2017 مسجلا على التوالي (-20.129) و (-14.096) مليار دولار، و يرجع هذا الانخفاض في رصيد الميزان التجاري إلى انخفاض أسعار البترول كما اشرنا سابقا، و إلى ارتفاع الواردات مقارنة بالصادرات إلى أن تجاوزت الواردات الصادرات فعلا سنة 2015 كما ستظهره البيانات لاحقا، و هذا ما ينذر ببداية تآكل الاحتياطيات المتراكمة خلال الفترة السابقة.

الجدول رقم (4-3): تطور رصيد الميزان التجاري الجزائري خلال الفترة (2000-2017)

الوحدة (مليار دولار)

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	السنوات
40.596	34.24	34.06	26.47	14.27	11.14	6.70	9.61	12.30	فائض الميزان التجاري
99.97	74.95	65.85	54.64	38.66	28.96	25.24	24.85	28.5	سعر البرميل
2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	السنوات
-14.41	-20.31	-18.08	0.459	9.88	20.167	25.961	18.205	7.784	فائض الميزان التجاري
51.85	45.01	53.06	100.23	108.97	111.04	112.94	80.15	62.25	سعر البرميل

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2000-2017)

➤ تحليل الصادرات من المحروقات: في ظل استمرار تبعية الاقتصاد الجزائري للمحروقات، حيث تشكل الصادرات من المحروقات نحو الخارج أكثر من 97% ، وهذا يجعل الاقتصاد عرضة للصدمات و الأزمات الاقتصادية و المالية و الاختلال المتكرر لميزان المدفوعات باعتبار معظم النقد الاجنبي مصدر سلعة واحدة و حيد هي المحروقات، و الجدول رقم (4-4) يبين تطور صادرات المحروقات خلال الفترة 2000-2017 .

الجدول رقم (4-4): تطور صادرات الجزائر من المحروقات خلال الفترة (2000-2017)

الوحدة (مليار دولار)

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	السنوات
77.19	59.61	53.61	45.59	31.55	23.99	18.11	18.53	21.06	صادرات المحروقات
2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	السنوات
34.57	27.92	33.08	58.46	63.81	70.58	71.66	56.12	44.41	صادرات المحروقات

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2000-2017)

حيث نلاحظ من خلال الجدول أعلاه التزايد المستمر لصادرات المحروقات و هو ما تعكسه المداخيل المتأتية منه و المسجلة من سنة 2000 إلى غاية 2017 ، حيث بلغت المداخيل ذروتها سنة مسجلة 77.19 مليار دولار، ثم أخذت هذه المداخيل في التذبذب بين الانخفاض تارة و الارتفاع تارة أخرى، إلا أنها بقيت دون القيمة المسجلة سنة 2008 ، و استمر هذا التراجع في مداخيل الصادرات من المحروقات إلى أن بلغت 34.57 مليار دولار، و يعزى هذا دائما إلى ارتباط معظم صادرات الجزائر بالبتروال مما يجعلها مرتبطة كليا و مرهنة لتقلبات أسعاره النفط، و هذا ما يستدعي السلطات القائمة التفكير في تنويع الصادرات

و الرفع من نسبتها خارج قطاع المحروقات حتى يتسنى لها تجنب الصدمات المترتبة عن التقلبات الشديدة لأسعار البترول نتيجة عدة عوامل اقتصادية و حتى السياسية، و هو ما حدث فعلا نتيجة رفع السعودية لإنتاجها من البترول مما اثر سلبا على أسعاره و بالتالي تأثر المداخيل مباشرة بهذا الارتفاع في المعروض الدولي من النفط.

➤ **تحليل الصادرات خارج المحروقات:** تبقى الصادرات خارج المحروقات دون المستوى المرغوب و الجهود المبذولة من طرف السلطات الجزائرية قصد الرفع من نسبتها التي لم تتجاوز 2.8% كأقصى تقدير، و ذلك ما يظهره الجدول رقم (4-5) الذي يبين تطور مداخل الصادرات خارج المحروقات خلال الفترة 2000-2017.

الجدول رقم (4-5): تطور صادرات الجزائر خارج المحروقات خلال الفترة (2000-2017)

الوحدة (مليار دولار)

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
الصادرات خارج المحروقات	0.59	0.56	0.60	0.47	0.67	0.74	1.13	0.98	1.395
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الصادرات خارج المحروقات	0.771	0.969	1.227	1.153	1.051	1.667	1.485	1.391	1.367

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2000-2017)

حيث نلاحظ من خلال الجدول رقم (4-5) أن المداخيل المتأتية من الصادرات خارج المحروقات لم تتجاوز 1.667 مليار دولار كأعلى قيمة سجلت سنة 2014، في حين أدنى قيمة مسجلة سنة 2003 بمداخيل لم تتجاوز 0.47 مليار دولار، أي أقل من 500 مليون دولار، و هذا يبرز الأهمية من الاستفادة من الفوائض المسجلة من المداخيل البترولية في دعم المشاريع الاستثمارية خارج قطاع المحروقات المنتجة و المدرة للثروة، و هذا ما لم يحدث في حالة الجزائر حيث ظلت هذه المداخيل دون المطلوب.

➤ **تحليل الواردات:** يعكس الارتفاع في واردات الجزائر إلى مدى التبعية للخارج، حيث هذا الارتفاع ما فتى يتزايد من سنة إلى أخرى، و هو ما تظهره بيانات الجدول (4-6) الذي يبين تطور الواردات الجزائرية خلال الفترة 2000-2017، حيث نلاحظ التزايد المستمر للواردات، حيث انتقلت الواردات من 9.35 مليار دولار سنة 2000 إلى 59.67 مليار سنة 2014 مسجلة بذلك أعلى قيمة للواردات خلال هذه السنة.

الجدول رقم (4-6): تطور الواردات الجزائرية خلال الفترة (2000-2017)

الوحدة (مليار دولار)

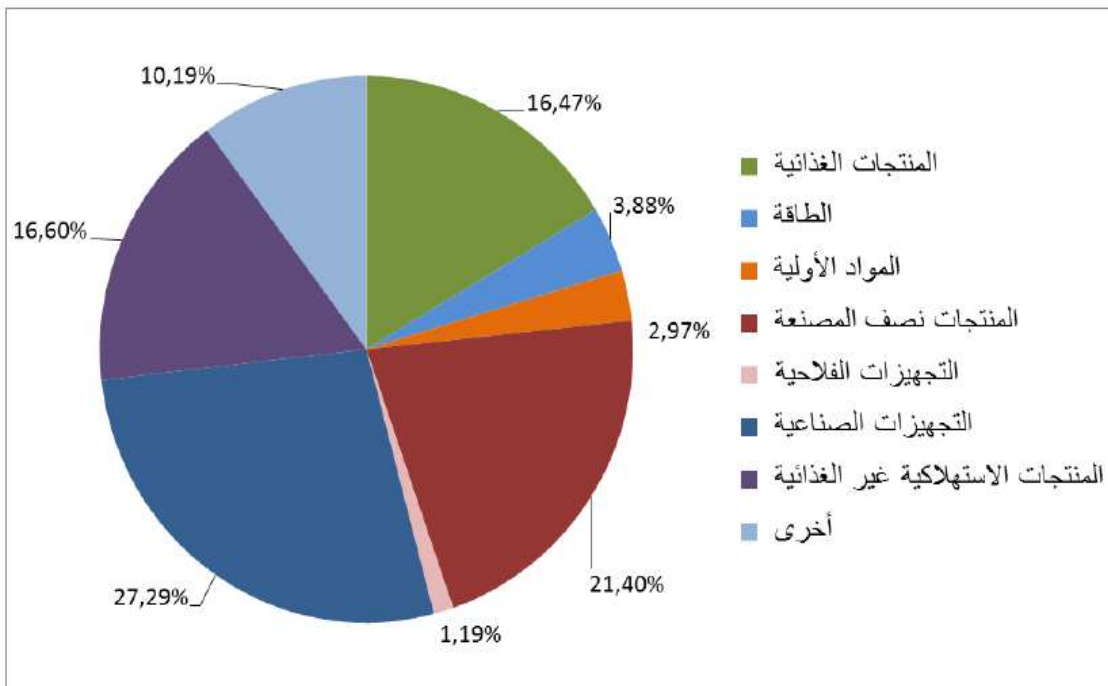
السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
الواردات	9.35	9.48	12/01	13.32	17.95	19.86	20.68	26.35	37.993

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الواردات	37.402	38.885	46.927	51.569	54.987	59.67	52.649	49.437	48.981

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2000-2017)

أما فيما يتعلق بالواردات من السلع (Fob) فقد انخفضت في سنة 2017 ، للسنة الثالثة على التوالي ، و ذلك بعد أكثر من 18 سنة من اتجاه تصاعدي دون انقطاع، بالفعل تراجعت هذه الواردات من 59.67 مليار دولار سنة 2014، إلى ما يقارب 52.65 مليار دولار في 2015 ، ثم تقريبا 49.44 مليار دولار في 2016، لتصل 48.98 مليار دولار في 2017. و الشكل رقم (3-4)، يبين هيكل الواردات من السلع حسب المنتجات خلال سنة 2017.

الشكل رقم (3-4) : هيكل الواردات الجزائرية من السلع حسب المنتجات خلال 2017



المصدر : تقرير بنك الجزائر لسنة 2017، ص 42.

و يظهر الشكل أعلاه توزيع الواردات من السلع حسب المنتجات، حيث سيطرت الواردات من التجهيزات الصناعية بما نسبته 27.29 % من إجمالي الصادرات السلعية، ثم المنتجات نصف المصنعة بنسبة 21.40 % ، و أكثر من 16 % لكل من المنتجات الاستهلاكية غير الغذائية و المنتجات الغذائية، في حين لم تتجاوز المنتجات الأخرى مجتمعة نسبة 17.04 % ، و هذا ما يبرز التبعية الشديدة للخارج فيما يتعلق بمتطلبات تنمية الوطنية سواء كانت تجهيزات بمختلف أنواعها أو منتجات استهلاكية غذائية و غير غذائية.

1. حساب رأس المال: كان لآلية التسديد المسبق للجزء الأكبر من المديونية الخارجية في الفترة الممتدة بين 2004-2006، الأثر الإيجابي على رصيد حساب رأس المال بحيث سجل لأول مرة رقيدا موجبا قدره 2.54 مليار دولار، بعد أن كان سالبا منذ خلال الفترة 2000-2007 ، ثم واصل رصيد حساب رأس المال تقلبه بين الزيادة و النقصان إلى سجل مرة أخرى رقيدا سالبا في كل سنة 2013 و 2015، بسبب تقلص تدفق الاستثمارات المباشرة من 3.478 مليار دولار كأعلى قيمة سجلت سنة 2010 إلى أن سجلت سنة 2015 أدنى قيمة لها بل هي سالبة بما مقداره (-0.688) مليار دولار.

الجدول رقم (4-7): تطور حساب رأس المال للجزائر خلال الفترة (2000-2017)

الوحدة (مليار دولار)

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
رصيد حساب رأس المال	-1.63	-0.87	-0.71	-1.37	-1.87	-4.24	-11.22	-1.05	2.54
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
رصيد حساب رأس المال	3.457	3.177	0.375	-0.245	-1.02	3.396	-0.248	0.187	0.334

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2000-2017)

2. حساب الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات: عرف الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات تحسنا ملحوظا نتيجة التراكم المستمر لاحتياطيات الصربي الاجنبي من جراء الفوائض المسجلة في ميزان المدفوعات، مما كان له الأثر الإيجابي على تزايد رصيد الحساب الجاري، حيث من 3.65 مليار دولار سجلت سنة 2003 إلى 36.99 مليار دولار سنة 2008، ثم ظل هذا الرصيد موجبا و لكن بوتيرة متذبذبة بين التناقص و الزيادة إلى غاية سنة 2014 أين سجل الرصيد الإجمالي نتيجة

سالبة قدرت ب 5.881- مليار دولار، نتيجة عدة عوامل منها ، أن الواردات التي سجلت ما مقداره 59.462 مليار دولار ساوت لأول مرة بالتقريب القيمة المسجلة من الصادرات وهي 60.129 مليار دولار ، مما أثر على فائض الميزان التجاري الذي سجل بدوره ادني قيمة له ب 0.459 مليار دولار، أي أقل من 500 مليون دولار، و كذلك ارتفاع صافي الخدمات خارج العوامل، الى (-8.141)، و بالتالي تسجيل رصيد الحساب الجاري لأول مرة قيمة سالبة قدرت ب (- 9.277) مليار دولار.

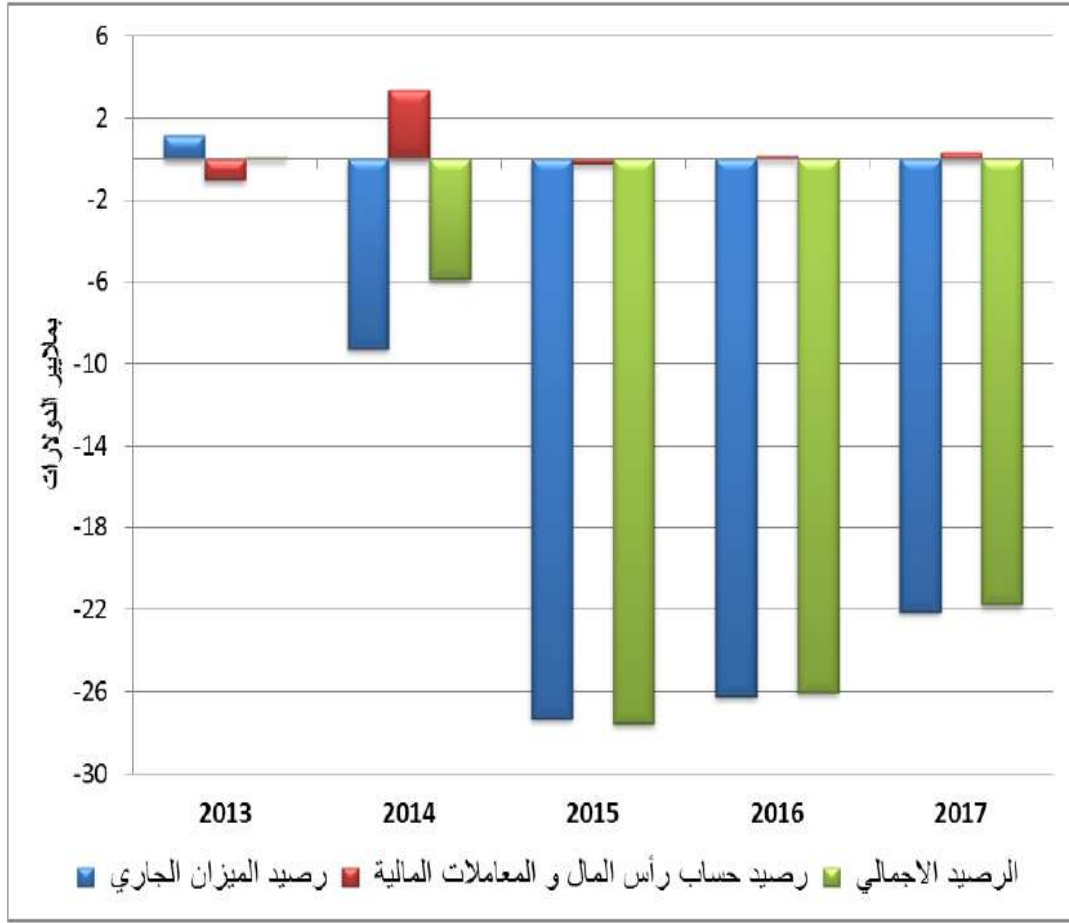
الجدول رقم (4-8): تطور الرصيد الإجمالي لميزان مدفوعات الجزائر خلال الفترة (2017-2000)

الوحدة (مليار دولار)

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
الرصيد الإجمالي	7.57	6.19	3.65	7.47	9.25	16.94	17.73	29.55	36.99
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الرصيد الإجمالي	3.859	15.326	20.141	12.057	0.133	-5.881	-27.54	-26.03	-21.76

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2017-2000)

كما و الشكل رقم (4-4) بين تطور أهم أرصدة ميزان المدفوعات خلال الفترة (2013- 2017) كما هو مبين أسفله.
الشكل رقم (4-4): تطور أهم أرصدة ميزان مدفوعات الجزائر خلال الفترة (2013-2017)



المصدر : تقرير بنك الجزائر لسنة 2017، ص، 46

المبحث الثاني: تكاليف حيازة احتياطيات الصرف الاجنبي في الجزائر

يترب على حيازة الاحتياطيات الأجنبية تكاليف من جراء هذه الحيازة، و ذلك يستدعي التفكير في كيفية تحديد المستويات المثلى لها حسب الظروف الاقتصادية التي تمر بها الجزائر، سبل الحفاظ عليها من التآكل من جراء الاستخدام المفرط.

المطلب الأول: تحديد المستوى الأمثل للاحتياطيات الأجنبية

مستويات الاحتياطيات من الصرف الاجنبي تتحكم به عدة اعتبارات أو معايير تختلف من دولة لأخرى، و ذلك لا يوجد حجم أو مستوى أمثل عام أو مقياس كمي مطلق يمكن تعميمه على كافة الدول، و بالتالي فان المستوى المناسب و الأمن لحيازة الاحتياطيات الأجنبية يستدعي البحث عنه و تحديده بالأساليب الكمية، تبعا للواقع الاقتصادي للدولة و ما يحيط بها من معضلات و ظروف، و أزمات.

أولاً- مؤشر تغطية الاحتياطيات للواردات: يعتبر هذا المؤشر من أهم و أفضل المؤشرات للحكم على مدى كفاية الاحتياطيات من الصرف الاجنبي بالنسبة للاقتصاد الجزائري، أي المستوى الأمثل لحيازة الاحتياطيات الأجنبية، و هذا المؤشر يقيس عدد أشهر

الواردات التي تغطيها الاحتياطيات الأجنبية، و بما الاقتصاد الجزائري مثله مثل حل الاقتصاديات النفطية فهو يمتاز بارتفاع درجة التركيز السلعي للصادرات (أكثر من 97 % صادرات نفطية) و بدرجة عالية من التنوع في الواردات بسبب تخلف البنية الصناعية و الزراعية و التكنولوجيا بشكل عام، فانه من الأفضل و الملائم استخدام هذا المؤشر و الذي يعتبر أن عدد شهور الواردات التي تغطيها الاحتياطيات ، و التي تعتبر ملائمة في الاقتصاد الجزائري هي 06 أشهر من الواردات.

كما أن اختلالات موازين مدفوعات الدول أدى إلى الاهتمام بدراسة محددات اتجاه الطلب الواردات، على أساس أن الطلب على الواردات مرتبط بالضغط على الموارد المحلية ، و استخدام الاحتياطيات الدولية المتاحة ، فالدول النامية و منها الجزائر تستجيب الواردات بشكل خاص للمتاح من احتياطيات الصرف الاجنبي لدى البنوك المركزية ، و بدرجة أكبر من استجابتها لمستوى الدخل، حيث أن المصدر الرئيسي لتمويل الواردات في تلك الدول هو ما يوجد من احتياطيات الصرف الاجنبي¹. و الجدول الموالي رقم (3-8) يظهر معدل تغطية احتياطيات الصرف الاجنبي للواردات الجزائرية بعدد الأشهر خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى غاية 2017.

الجدول رقم (4-9): معدل تغطية احتياطيات الصرف الاجنبي للواردات الجزائرية خلال الفترة (2000-2017)

الوحدة (بالأشهر)

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
الاحتياطيات من دون الذهب	11.90	17.96	23.11	32.92	43.11	56.18	77.78	110.18	143.10
الواردات	9.35	9.48	12.01	13.32	17.95	19.86	20.86	26.35	37.99
معدل التغطية	12.19	18.08	19.14	24.32	23.72	27.36	36.66	39.73	34.99
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الاحتياطيات من دون الذهب	148.91	162.22	182.22	190.66	194.01	178.94	144.13	114.14	97.33
الواردات	37.40	38.89	46.93	51.57	54.99	59.67	52.65	49.48	48.98
معدل التغطية	36.41	38.33	36.77	36.67	34.40	30.08	27.17	22.75	19.41

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2000-2017)

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ معدل التغطية بالشهور للواردات من الاحتياطيات الأجنبية يعتبر كاف بدرجة مريحة جدا ، حيث تجاوز منذ تحسن وضعية ميزان المدفوعات ابتداء من سنة 2000 فبعدما كان لا يتجاوز 4.58 شهر سنة 1990 ، فإنه تجاوز الحدود المثلى للاحتياطيات من عدد أشهر الواردات و التي تصل في حالة الجزائر 06 أشهر ، فلقد تراوح عدد الأشهر المغطاة بالاحتياطيات من لصرف الاجنبي من 12.19 كقيمة دنيا سجلت سنة 2000 إلى أن قاربت الأربعين شهرا من الواردات، أي 39.73 شهرا كأعلى قيمة سجلت سنة 2007 ، ثم تراوحت بين التناقص و الزيادة دون إلى أن وصلت سنة 2017 إلى

¹ عبد القادر بلقبوس، احتياطيات الصرف الأجنبي و تمويل التنمية في الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة مستغانم، الجزائر، 2008، ص 170.

19.41 شهرا و السبب يرجع إلى تراجع المداخيل بشكل كبير بل و تسجيلا عجزا بداية من سنة 2015 ، و ارتفاع الواردات إلى أن تجاوزت الصادرات بأكثر من 141.69 %، و كذلك يرجع سبب تراجع أشهر الواردات إلى استنزاف للاحتياطيات الأجنبية.

ثانيا- مؤشر تغطية الاحتياطيات للدين الخارجي قصير الأجل: هذا المؤشر يستعمل لقياس قدرة الدولة على خدمة ديونها قصيرة الأجل بمعنى الوفاء بالتزاماتها تجاه دائئها، و هو من أهم المؤشرات المستخدمة لتقييم كفاية الاحتياطيات الأجنبية في الدول النامية ، التي عادة ما تعاني من ديون كبيرة و مرهقة اقتصاديا و ماليا كما كان الحال عليه في الجزائر أين وصلت خدمة الدين تقريبا المداخيل البتولية مما اضطر الجزائر إلى إعادة جدولة ديونها و ما ترتب عن ذلك من اصطلاحات قاسية جدا سواء في الجانب الاقتصادي أو المالي أو الاجتماعي، و بالتالي فأن وجود احتياطيات من الصرف الاجني كافية لتغطية خدمة المديونية أو سدادها إن اقتضى الأمر يعتبر أمر جيدا و الجدول التالي يوضح تطور نسبة تغطية الاحتياطيات الأجنبية ليس فقط للديون قصيرة الأجل بل تجاوزته إلى تغطية الديون طويلة الأجل بمراحل كبيرة.

الجدول رقم (4-10): تطور نسبة الاحتياطيات الأجنبية إلى قائم الديون الخارجية خلال الفترة (2000-2017)

الوحدة (مليار دولار / %)

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
الاحتياطيات الأجنبية (1)	11.90	17.96	23.11	32.92	43.11	56.18	77.78	110.18	143.10
إجمالي الدين الخارجي (2)	25.26	22.57	22.46	23.35	21.82	17.19	5.61	5.60	5.58
النسبة % (2/1)	47.11	79.57	102.89	140.89	197.57	326.8	1386.4	1967.5	2564.5
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الاحتياطيات الأجنبية (1)	148.91	162.22	182.22	190.66	194.01	187.94	144.13	114.14	97.33
إجمالي الدين الخارجي (2)	5.68	5.53	4.41	3.69	3.39	3.73	3.02	3.88	3.96
النسبة % (2/1)	2621.6	2933.4	4131.9	5166.9	5723	5038.6	4772.5	2941.7	2457.8

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2000-2017)

حيث نلاحظ في الجدول أعلاه، أنه بعدما كانت الاحتياطيات الأجنبية لا تغطي إجمالي الديون الخارجية إلا بمقدار 47.11 % سنة 2000 ، أي أقل من نصف الديون الخارجية ، فان نسبة التغطية للديون بمحملها قصيرة و طويلة الأجل تجاوزت 5166.9 % سنة 2012، و بمعنى لآخر فان الاحتياطيات المتراكمة تغطي هذه الديون بأكثر 51 مرة، و السبب يرجع في ذلك إلى قيام السلطات في الجزائر على التسديد المسبق ما بين سنتي 2004-2006 لجل ديونها خاصة طويلة الأجل ، مما سمح لها بتخفيض قائم الديون من 25.26 مليار دولار سنة 2000 إلى 3.96 مليار دولار منها 2.096 مليار دولار عبارة عن ديون قصيرة الأجل.

ثالثاً- مؤشر تغطية الاحتياطيات للعرض النقدي: يقيس هذا المؤشر كمية رؤوس الأموال التي يمكن تحويلها إلى الخارج بشتى الأوجه، كما و يستخدم كأداة للإنذار المبكر لاستشراف حدوث الأزمات المالية، وكذلك يقيس درجة الثقة في العملة المحلية ، و مدى كفاءة المنظومة المالية و النقدية للبلد.

و في حالة الجزائر فان الاحتياطيات من الصرف الاجنبي المشكلة من تراكم فوائض ميزان المدفوعات، تعتبر المصدر الرئيسي للإصدار النقدي، أي تنقيد الاحتياطيات الأجنبية ، و كذلك توسع السيولة ، فإذا كان مستوى الأرصدة النقدية (الكتلة النقدية المتداولة)، الغير معقمة، فوق المستوى المرغوب، فانه سيكون هناك توجه نحو الزيادة في الطلب على العملة الصعبة و بالتالي استنزاف الاحتياطيات، أما في حالة امتصاص (استرجاع) السيولة بأدوات السياسة النقدية كما اشرفنا إلى ذلك في المبحث الأول من هذا الفصل، فان الطلب على الاحتياطيات سيكون بالطبع قليل، و لهذا فان هنا من يعتمد على مؤشر تغطية الاحتياطيات الأجنبية للمعروض النقدي ، كمؤشر على كفاية هذه الاحتياطيات. و الجدول المالي يوضح نسبة تغطية الاحتياطيات للمعروض النقدي خلال الفترة 2000-2017.

الجدول رقم (4-11): تطور نسبة تغطية صافي الأصول الخارجية للمعروض النقدي خلال الفترة (2000-2017)

الوحدة (مليار دينار / %)

السنوات	صافي الأصول الخارجية (1)	الكتلة النقدية (2)	نسبة التغطية (2 / 1)
2000	775.9	2022.5	38.36
2001	1310.7	2473.5	52.99
2002	1755.7	2901.5	60.51
2003	2342.7	3354.4	69.84
2004	3119.2	3644.4	85.59
2005	4179.7	4070.4	102.68
2006	5515	4827.6	114.24
2007	7415.6	5994.6	123.70
2008	10247	6956	147.31
2009	10886	7178.7	151.64
2010	11997	8162.8	146.97
2011	13922.4	9929.2	140.22
2012	14940	11015.1	135.63
2013	15225.2	11941.5	127.50
2014	15734.5	13686.8	114.96
2015	15375.4	13704.5	112.19
2016	12596	13816.3	91.16
2017	11227.4	14974.6	74.98

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2000-2017)

نلاحظ من خلال الجدول رقم (4-11)، أن نسبة تغطية صافي الأصول الخارجية للمعرض النقدي في تطور متزايد و مستمر فقد انتقلت من 38.36 % سنة 2000 إلى أن بلغت ذروتها مسجلة أعلى نسبة للتغطية سنة 2009 بما مقداره 151.64 %، و هذا بسبب تراكم الاحتياطيات الأجنبية نتيجة الفوائض المسجلة خلال تلك الفترة، و الذي نجم عنه زيادة معتبر في المعرض النقدي من خلال تنقيد الاحتياطيات الأجنبية، و بالتالي ارتفاع السيولة إلى مستويات قياسية، و استمرت هذه نسبة من التغطية مسجلة نسب متجاوزة المائة بالمائة، إلى أن سجلت تراجعاً خلال سنتي 2016-2017 بنسبة 91.16 % و 74.98 % على التوالي. و تعتبر هذه النسب المسجلة خلال فترة 2000-2017 مرتفعة مقارنة بالنسبة العادية و التي هي في حدود 10 % ، مما يدل على أن بنك الجزائر له قدرة كبيرة على الوفاء بالتزاماته، و الدفاع عن سعر صرف العملة المحلية و إدارتها في حدود ضيقة زيادة و نقصاناً، باعتبار أنه في حال الأزمات المالية، فإن الثقة تنعدم في النظام المالي للدولة ، و بالتالي توجه الأعيان الاقتصاديين و أفراد الجمهور إلى تحويل العملة المحلية إلى عملات أجنبية كملاذ آمن، و حركة عكسية في اتجاه الخارج لرؤوس الأموال، و بالتالي تراجع هذه النسبة.

المطلب الثاني : تكاليف تعقيم الاحتياطيات الأجنبية :

ساهمت فوائض ميزان المدفوعات في تراكم الاحتياطيات من الصرف الاجنبي لدى بنك الجزائر، مما أدى إلى زيادة العروض النقدي الذي كان سبباً في عدم استقرار الأسعار، فتدخل بنك الجزائر في السوق النقدي لتعقيم هذه الاحتياطيات بالأدوات النقدية التقليدية، كإعادة الخصم، الاحتياطي الإلزامي ، و عمليات السوق المفتوحة. و التي كانت أقل فعالية، مما حدا بينك الجزائر إلى اللجوء لاستخدام أدوات جديدة للتعقيم، مثل استرجاع السيولة و التسهيلات الدائمة، و تحويل ودائع الخزينة من البنوك التجارية إلى بنك الجزائر منذ ظهور فائض السيولة في السوق النقدي سنة 2002.

أولاً- تعريف سياسة التعقيم النقدي: تعرف على أنها " عملية نقدية التي من خلالها يعدل الارتفاع في صافي الأصول الأجنبية ، عن طريق التخفيض في صافي الأصول المحلية، و بذلك تبقى القاعدة النقدية (الأساس النقدي) ثابتة، و يتحقق ذلك عبر تدخل البنك المركزي و العمل على تحييد اثر الزيادة في صافي الأصول الأجنبية بعدة وسائل منها عمليات السوق المفتوحة، و الزيادة في الاحتياطي الإلزامي، و تشييط المضاعف النقدي"¹.

و يمكن تعريفه أيضا " التعقيم النقدي هو سياسة صممت لعزل الوضع النقدي الخلي عن آثار التقلبات الحاصلة في ميزان المدفوعات"²، أي تحديد فائض أو عجز ميزان المدفوعات الناتج عن دخول أو خروج رؤوس الأموال المتسبب في توسع أو انكماش الأساس النقدي، إما بواسطة أدوات استرجاع أو ضخ السيولة، أو عن طريق بيع أو شراء العملات الأجنبية. أما عن الخيارات التطبيقية المتاحة للسياسة التعقيمية، فتتمثل في ثلاث خيارات هي³:

¹ Roberto Cardarelli, Selim Elekdag, and M. Ayhan Kose , **Capital Inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses**, IMF Working Paper, WP/09/40, March 2009, p 17/

² Marston Richard C., **Cross Country Effects of Sterilization, Reserve Currencies and Foreign Exchange Intervention** , NBER Working Paper No 391, 1979, p 05.

³ محمود جمام، عيسى جديت، سياسة تعقيم أثر تنقيد ربع النفط على الأساس النقدي في الجزائر خلال الفترة (1999-2012)، مجلة البحوث الاقتصادية و المالية، جامعة ام البواقي، الجزائر العدد الثاني، ديسمبر 2014، ص 167.

- الخيار الأول يكون في السوق النقدي، و ذلك عن طريق بعض الأدوات مثل عمليات السوق المفتوحة، الاحتياطي القانوني و سندات التعقيم، و ذلك حسب الحاجة، في حالة تدفق داخلي أو خارجي لرؤوس الأموال يحدث توسع أو انكماش في المعروض النقدي، فتقوم هذه الأدوات بامتصاص أو ضخ السيولة للحفاظ على التوازنات النقدية.
- أما الخيار الثاني فيكون في سوق الصرف، من خلال بيع أو شراء العملات الأجنبية في حالة دخول أو خروج رؤوس الأموال، و يمكن تطبيق ذلك عن طريق مبادلة العملات الأجنبية (Currency Swaps).
- أما الخيار الثالث فيتمثل في دمج كل من الخيار الأول و الخيار الثاني معا، أي في آن واحد.

و من المهم الإشارة إلى أن معظم الدول التي مارست السياسة التعقيمية تحبذ الخيار الأول، لأنه لا يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة، مما يؤدي إلى تدهور تنافسية الاقتصاد، كما هو الحال في حالة تطبيق الخيارين الثاني و الثالث.

ثانيا- أدوات سياسة التعقيم النقدي: بغية تحكّم بنك الجزائر في عرض النقود نتيجة للتراكم المتزايد لاحتياطيات الصرف الأجنبي، فقد قام بعملية تعقيم الأثر البارز لصافي الأصول الأجنبية على الأساس النقدي، مستعينا بمجموعة من الأدوات النقدية، و صندوق ضبط الإيرادات على حد سواء، و ذلك تجنباً لمخاطر تراكم الاحتياطيات الأجنبية على الوضعية النقدية.

1. الأدوات النقدية المستحدثة: تعد وسيلتي استرجاع السيولة ل (07 أيام ، و 03 أشهر)، التسهيل الخاصة بالوديعة المغلة للفائدة ، و الاحتياطي الإلزامي، أدوات تعقيم بحتة تم استحداثها من طرف بنك الجزائر لامتناس فوائض السيولة، الناجمة عن عمليات تنقيد العملة الصعبة.

➤ **تسهيل الوديعة المغلة للفائدة:** استحدثت بتاريخ 14 جوان 2005 ، و هي تسهيلة دائمة يتم القيام بها على بياض (En blanc) خصصها بنك الجزائر حصريا للبنوك ، إذ يمكن لها اللجوء لهذه التسهيل من أجل تشكيل ودائع لمدة 24 ساعة لدى بنك الجزائر، و هذه الودائع تكافئ بنسبة فائدة ثابتة يعلنها بنك الجزائر، و هو معدل فائدة بسيطة ، يحسب على أساس عدد الفعلي للأيام مقسما على 360 يوما. و يمكن لبنك الجزائر تغييرها حسب تقلبات السوق و تطور هيكل المعدلات¹.

و الجدول الموالي قم (4-12) يبين حجم المبالغ التي تم استرجاعها و نسبة الاسترجاع و معدل الفائدة المطبق من طرف بنك الجزائر على هذا النوع من التسهيلات.

الجدول رقم (4-12): تطور تسهيلة الودائع المغلة للفائدة خلال الفترة (2005-2014)

الوحدة (مليار دينار / %)

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
مبلغ التسهيل	49.7	456.7	483.11	1400.4	1022.12	1016.68	1258.04	838.08	479.9	468.6

¹Instruction Banque d'Algérie, n° 04-05 du 14 juin 2005, relative à la facilité de dépôt rémunéré, disponible sur sit web : www.bank-of-algeria.dz/

25.77	26.23	53.3	44.2	39.9	41.8	49.21	26.04	40.94	7.41	نسبة الامتصاص
0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.75	0.75	0.30	0.30	معدل الفائدة

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2005-2014)

حيث نلاحظ أنه منذ تطبيق هذه الأداة النقدية المتمثلة في تسهيلة الودائع المغلة للفائدة سنة 2005، أن حجم المبالغ التي تم استرجاعها من طرف بنك الجزائر، و بنسب متفاوتة فانتقلت من 49.7 مليار دينار سنة 2005 بنسبة امتصاص (استرجاع) للسيولة قدرت ب 7.41 %، إلى أن سجلت أعلى قيمة لها سنة 2011 بمقدار 1258.04 مليار دينار بنسبة استرجاع بلغت 44.2 % من حجم السيولة المسترجعة ، ثم بدأت في التراجع إلى أن وصلت قيمتها 468.6 مليار دينار سنة 2014.

➤ **تسهيل استرجاع السيولة :** وضعت قيد الاستعمال وفقا لتعليمية بنك الجزائر رقم 02 / 2002 بتاريخ 11 أبريل 2002، ثم تم تعديلها بالتعليمية رقم 01-2013 بتاريخ 15 جانفي 2013، و حسب هذه التسهيلية تعتمد آلية استرجاع السيولة في السوق النقدي ، من خلال تنفيذ نداءات العرض في غضون ساعتين من إعلان المناقصة، حيث يدعو بنك الجزائر البنوك إلى عرض السيولة في شكل وديعة لمدة 24 ساعة و بمعدل فائدة ثابت، و تشمل استرجاع السيولة لمدة 07 أيام ، 03 أشهر، و استرجاع السيولة لمدة 06 أشهر، و التي تضمنت في التعليمية المعدلة رقم 01-2013 ، باعتبارها أداة جديدة لامتناس فائض السيولة لدى البنوك¹، و التي سمح بامتصاص الأموال القابلة للاقتراض في السوق النقدي ما بين البنوك، بمعدل فائدة 1.5 % و عتبة أو مستوى استرجاع يقدر 175 مليار دينار².

و الجدول الموالي رقم (4-13) يبين تطور المعدلات على استرجاع السيولة، حسب المعدل المطبق سواء لمدة 07 أيام ، أو 03 أشهر، أو 06 أشهر و الفوائد المطبقة على هذه التسهيلية.

الجدول رقم (4-13): تطور معدلات أدوات استرجاع السيولة خلال الفترة (2005-2014)

الوحدة (%)

2009	2008	2007	2006	2005	السنوات
0.75	1.75	1.75	1.25	1.25	المعدل استرجاع السيولة لمدة 07 أيام
1.25	1.25	2.5	2	1.9	معدل استرجاع السيولة لمدة 03 أشهر
-	-	-	-	-	معدل استرجاع السيولة لمدة 06 أشهر
2014	2013	2012	2011	2010	السنوات
0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	معدل استرجاع السيولة لمدة 07 أيام
1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	معدل استرجاع السيولة لمدة 03 أشهر

¹ Instruction Banque d'Algérie, n° 01-2013 du 15 janvier 2013, relative aux reprises de liquidité, disponible sur sit web : www.bank-of-algeria.dz/

1.5	1.5	-	-	-	معدل استرجاع السيولة لمدة 06 أشهر
-----	-----	---	---	---	-----------------------------------

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2005-20014)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن أداة استرجاع السيولة لمدة 07 أيام التي دخلت حيز التنفيذ سنة 2002، بمعدل 2.75 % ، قد تم تخفيضه سنة 2004 ليصل إلى 0.75 % ، قد عاود الارتفاع ليتراوح بين 1.25 % و 1.75 % خلال الفترة من 2005 إلى 2008، ثم يستقر عند 0.75 % خلال الفترة 2009-2014 ، أما استرجاع السيولة لـ 03 أشهر و التي استخدمت سنة 2005 بمعدل 1.9 % ، فقد شهدت ارتفاعا طفيفا سنتي 2006-2007 لتتراوح بين 2 % و 2.5 % على التوالي، ثم لتستقر في حدود 1.25 % خلال الفترة 2008-2014، أما فيما يتعلق بأداة استرجاع السيولة لمدة 06 أشهر فقد تم استخدامها من طرف بنك الجزائر فقط سنة 2013 بموجب التعليم رقم 01-2013 الصادرة بتاريخ 15 جانفي 2013، فان معدل الاسترجاع قد حدد بـ 1.5 % و بعبئة استرجاع (امتصاص) قدرت بـ 175 مليار دينار.

➤ **الاحتياطيات الإلزامية (الإلزامية):** و هي عبارة عن نسبة قانونية على الودائع تحت الطلب و الودائع لأجل و التي يفرضها بنك الجزائر على البنوك التجارية عند استلامها لهذه الودائع، و التي يتم الاحتفاظ بها في حساب مفتوح باسم البنك التجاري المعنى لدى بنك الجزائر. كما تعتبر الاحتياطيات الإلزامية الدنيا أداة مؤسسية خاصة للسياسة النقدية التي لا تترحم بتدخلات بنك الجزائر، و لكن عن طريق وجوب تشكيل ودائع من طرف المصارف لدى بنك الجزائر، قصد تغطية مستوى الاحتياطيات الإلزامية التنظيمية على أساس شهري (الفترة الممتدة من 15 من الشهر الجاري إلى 14 من الشهر الموالي)¹.

و الجدول رقم (4-14) يوضح حجم الاحتياطيات المسترجعة نتيجة استخدام أداة الاحتياطي الإلزامي و معدلات الاسترجاع (الامتصاص) ، و كذلك معدل الفائدة المطبقة من طرف بنك الجزائر على هذا النوع من أدوات السياسة النقدية.

الجدول رقم (4-14): تطور الاحتياطيات الإلزامية خلال الفترة (2004-2014)

الوحدة (مليار دينار / %)

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009
الاحتياطيات	157.3	171.5	186.1	272.13	394.7	394.75
نسبة الاسترجاع	6.5	6.5	6.5	6.5	8	8
معدل الفائدة	1.75	1	1	1	0.75	0.5
السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	
الاحتياطيات	494.13	569.8	754.1	891.39	1023.96	
نسبة الاسترجاع	9	9	11	12	12	
معدل الفائدة	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2004-20014)

¹ حسين بن العارية، عبد السلام بلالي، تحليل فعالية أدوات السياسة النقدية في ظل فائض السيولة المصرفية، مجلة اقتصاد المال و الأعمال، المركز الجامعي ميله، الجزائر ، العدد 04 ، ديسمبر 2017، ص 203.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن مبالغ الاحتياطيات الإلزامية قد ارتفعت بوتيرة متزايدة خلال الفترة 2004-2014، فانتقلت من 157.3 مليار دينار سنة 2004 إلى 1023.96 مليار دينار سنة 2014، وهذا يرجع إلى رفع معدل الاسترجاع (معدلات الاحتياطيات الإلزامية) ابتداء من سنة 2008 حيث إلى 8% مقارنة بالسنوات السابقة أين كان مستقرا في حدود 6.5%، ثم أخذ في التزايد إلى أن وصل 12% سنتي 2013-2014.

و كخلاصة لما سبق يمكن القول أن استخدام أدوات التعقيم النقدي المستحدثة، يتوقف على ما يحدث من تغيرات في صافي الأصول الأجنبية، وكذلك درجة استجابة بنك الجزائر لتلك التغيرات، لأنه يعتبر المحدد الأول لمستويات السيولة المسترجعة بواسطة أدوات السوق (07 أيام، 03 أشهر، و 06 أشهر)، كما وأنه المسئول عن تعديل معدلات الاحتياطي الإلزامي، أما تسهيلة الودائع المغلة للفائدة فتترك لإرادة البنوك التجارية ومدى رغبتها في توظيف فوائدها المالية بمعدلات محددة مسبقا من طرف بنك الجزائر.

2. التعقيم من خلال صندوق ضبط الإيرادات: استحدث هذا الصندوق (FRR) Le Fond de Régulation

des Recettes، بموجب قانون المالية التكميلي لسنة 2000، ويمثل صندوق ضبط الإيرادات الشكل الأهم لودائع الخزينة لدى بنك الجزائر، ويهدف إلى تعويض النقص في مداخيل الصادرات، الناتجة عن تقلبات تراجع أسعار النفط، كما تعدت مهمته إلى المساهمة في تخفيض الدين العمومي، والتسديد المسبق للمديونية الخارجية، ويتم تمويل هذا الصندوق عن طريق المداخيل البترولية الناجمة عن الفرق بين السعر المرجعي و السعر الفعلي لبرميل البترول.

كما أشارت المادة 49 من الأمر رقم 10-04 المؤرخ في 26 أوت 2010 أن صندوق ضبط الإيرادات هو أداة لنقل ودائع الحكومة من البنوك التجارية إلى حساب الخزينة لدى بنك الجزائر لغرض السيطرة عليها، حيث إذا لم تنفق إيراداتها من الجباية البترولية، فإن الفائض يحمل إلى حسابها المفتوح في بنك الجزائر، باعتباره المؤسسة المالية للدولة، بالنسبة لجميع عمليات الصندوق و عملياتها المصرفية و القرضية، و يتولى مسك حسابها الجاري بدون مصاريف، و يقوم مجانا بجميع العمليات المدينة و الدائنة التي تجري على هذا الحساب، كما ينتج الرصيد الدائن للحساب الجاري فوائد بنسبة تقل ب 1% عن نسبة الرصيد المدين، و تحدد هذه النسبة من طرف مجلس النقد و القرض¹.

و من ثم يمكن القول بأن هذا الفائض الناتج عن الفرق بين السعر الفعلي و المرجعي لبرميل النفط كما سبق الإشارة إلى ذلك و المرحل مباشرة إلى حساب الدولة لدى بنك الجزائر متمثلا في صندوق ضبط الإيرادات قد تم تعقيمه فعلا، لأنه لا يظهر ضمن الكتلة النقدية عندما يتم إيداع أرصده لدى بنك الجزائر، و لقد ساهم تراكم موارد ضبط الإيرادات لدى بنك الجزائر في التخفيف من آثار توسع القاعدة النقدية من خلال توسع السيولة في الاقتصاد الوطني، كارتفاع المستوى العام للأسعار و بالتالي التضخم.

و الجدول رقم (4-15) يبين حجم ودائع الخزينة لدى بنك الجزائر من خلال صندوق ضبط الإيرادات بين الفترة الممتدة من 2000 إلى غاية 2017.

الجدول رقم (4-15): تطور ودائع الخزينة لدى بنك الجزائر خلال الفترة (2000-2017)

الوحدة (مليار دينار)

¹ المادة 49، الأمر 10-04 المؤرخ في 26 أوت 2010، المعدل و المتمم للأمر 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003، المتعلق بالنقد و القرض.

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ودائع الخزينة	317.38	414.08	430.61	591.51	1029.28	2028.24	3222.6	3295.24	4359.78
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ودائع الخزينة	3496.18	4922.5	5461.4	5713.5	5643.2	4488.2	2151.6	864.2	512.8

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2000-2017)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أنه ما إن استحداث صندوق ضبط الإيرادات كان له الأثر الإيجابي في تراكم فوائضه لدى بنك الجزائر من خلال هذا الحساب المفتوح لديه لصالح الخزينة العمومية ، فقد تزايدت أرصده من سنة إلى أخرى بوتيرة كبيرة حيث انتقل من 317.38 مليار دينار سنة 2000 إلى 4359.78 مليار دينار سنة 2008، ثم تراجع لأول مرة سنة 2009 بسبب انعكاسات ، و الارتدادات المالية السلبية الناجمة الأزمة المالية لسنة 2008 ، و كذلك تراجع أسعار النفط من 99.97 دولار للبرميل سنة 2008 إلى 62.25 دولار للبرميل النفطي سنة 2009، و بالتالي انعكس مباشرة على المداخيل من صادرات المحروقات، ثم عاود هذا الرصيد تزايد ابتداء من سنة 2010 إلى غاية 2014 بسبب ارتفاع أسعار البترول، و في سنة 2015 عرف انخفاضا كبيرا وصل إلى 108.6 % مقارنة برصيد 2014 بما مقداره 2336.6 مليار دينار ، حيث تم تخصيص هذا المبلغ لتغطية النفقات العمومية و موازنة العجز المسجل سنة 2015 بسبب التراجع الحاد في أسعار البترول أواخر 2014، أين وصلت سعر البرميل سنة 2015 إلى 53.06 دولار للبرميل بدلا من 100.23 دولار للبرميل سنة 2014، أما في سنتي 2016-2017 فقد تآكل هذا الرصيد إلى أن وصل نهاية 2017 إلى 512.8 مليار دينار بسبب الاستنزاف الذي شهده صندوق ضبط الموارد من جراء استمرار تراجع أسعار البترول، و تغطية عجز الموازنة العمومية للحكومة، و العجز المسجل في كل من الميزان التجاري و الحساب الجاري لهذا الميزان.

المطلب الثالث: أثر تغيرات أسعار الصرف على القيمة الحقيقية للاحتياطيات الأجنبية:

كغيرها من الدول النامية المعتمدة على الجباية النفطية بأكثر من 96% ، فإن الجزائر تتأثر بتقلبات أسعار الصرف خصوصا أن معظم صادراتها مقومة بالدولار الأمريكي في حين أن نسبة كبيرة من الواردات مقومة بعملة اليورو، إضافة إلى تراجع سعر صرف الدولار أمام العملات الرئيسية خاصة عملة اليورو، مما يؤدي إلى تراجع (تآكل) القيمة الحقيقية لاحتياطياتها من العملة الأجنبية.

أولا- انخفاض عملة الدولار الأمريكي: سجل الدولار الأمريكي انخفاضا أمام العملات الرئيسية خاصة اليورو بداية من سنة 2003 كما يوضحه الجدول رقم (4-16) و الذي يبين تغيرات أسعار صرف الدولار مقابل العملات الرئيسية خلال الفترة 2015/2000، حيث نلاحظ تراجع سعر صرف الدولار مقابل اليورو سنة 2003 إلى (1 دولار = 0.886 يورو)، وواصل هذا التراجع بوتيرة متزايدة خلال السنوات اللاحقة ، الا انه عرف بعض التحسن خلال الفترة 2015-2017 و تنطبق نفس الملاحظة على عمليتي الين الياباني و الجنيه الإسترليني.

الجدول رقم (4-16) تغيرات سعر صرف الدولار مقابل العملات الرئيسية خلال الفترة (2000-2015)

الوحدة (مقابل 1 دولار)

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
اليورو	1.085	1.118	1.063	0.886	0.805	0.804	0.797	0.731	0.683
الين الياباني	107.765	121.529	125.388	115.933	108.193	110.299	116.299	117.754	103.359
الجنيه الإسترليني	0.661	0.695	0.667	0.612	0.546	0.550	0.543	0.500	0.544
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
اليورو	0.720	0.755	0.719	0.778	0.753	0.754	0.902	0.904	0.887
الين الياباني	93.570	87.780	79.807	79.790	97.596	105.945	121.044	108.793	112.166
الجنيه الإسترليني	0.642	0.647	0.624	0.633	0.640	0.608	0.655	0.741	0.777

المصدر: <https://data.oecd.org/fr/conversion/taux-de-change.htm>

ثانيا- تراجع القيمة الحقيقية لصادرات المحروقات: باعتبار أن صادرات المحروقات لسنة 2017 و المقدرة بـ 34.57 مليار دولار تشكل ما نسبته 96.05% من إجمالي الصادرات، و هذا ما يعني أن الصادرات خارج المحروقات لم تتجاوز نسبة 3.95% أي بمقدار 1.367 مليار دولار سنة 2017، غير أن هذه الصادرات تسعر بعملة الدولار، مما يعني أن القيمة الحقيقية للمحروقات تتراجع بنسبة انخفاض الدولار. الجدول رقم (10) يوضح تطور صادرات المحروقات بالقيمة الجارية و القيمة الثابتة للدولار مقابل اليورو خلال الفترة 2017-2000.

الجدول رقم (4-17): تطور صادرات المحروقات في الجزائر بالقيمة الجارية والثابتة للدولار خلال الفترة (2017-2000)

(الوحدة : مليار دولار)

السنوات	صادرات المحروقات بالدولار الجاري (1)	سعر صرف الدولار مقابل اليورو	التغير في قيمة الدولار باعتبار 2002 كسنة أساس	صادرات المحروقات بالدولار الثابت (2)	الفرق بين (1) و (2)
2000	21.06	1.085	2.06	20.62	0.44
2001	18.53	1.118	5.17	17.57	0.96
2002	18.11	1.063	/	18.11	00
2003	23.99	0.886	-16.65	27.98	-3.99
2004	31.55	0.805	-24.27	39.20	-7.65
2005	45.59	0.804	-24.36	56.69	-11.10
2006	53.61	0.797	-33.37	71.49	-17.88
2007	59.61	0.731	-31.23	78.22	-18.61
2008	77.19	0.683	-35.74	104.77	-27.58
2009	44.41	0.720	-32.26	58.73	-14.32
2010	56.12	0.755	-28.97	72.37	-16.25

2011	71.66	0.719	-32.36	94.84	-23.18
2012	70.58	0.778	-26.81	89.50	-18.92
2013	63.81	0.753	-29.16	82.41	-18.60
2014	58.46	0.754	-29.06	75.44	-16.98
2015	33.08	0.902	-15.14	38.08	-5.00
2016	27.92	0.904	-14.95	32.09	-4.17
2017	33.20	0.887	-16.55	38.69	-5.49

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2000-2017)

<https://data.oecd.org/fr/conversion/taux-de-change.htm>

حيث نلاحظ أخذنا بعين الاعتبار سنة 2002 كسنة أساس، أنه تم تسجيل فارق سالب (خسارة) متزايد بين قيمة صادرات المحروقات بالدولار الجاري و الدولار الثابت حيث انتقل هذا الفارق من (-3.99) مليار دولار سنة 2003 إلى أن بلغ ذروته سنة 2011 ليصل إلى (-27.58) مليار دولار ، و هذا راجع إلى عدم تثبيت سعر صرف الدولار مع المؤسسات المالية الدولية و البنوك المركزية للدول المستوردة خاصة في المعاملات المستقبلية لعقود بيع البترول و هذا تجنبا لتقلبات أسعار صرف الدولار.

ثالثا- تراجع (تآكل) القيمة الحقيقية لاحتياطيات الصرف: إن لانخفاض أسعار صرف الدولار الأثر البالغ في تراجع القيمة الحقيقية لاحتياطيات باعتبار هيمنة الدولار على هيكل العملات المكونة لهذه الاحتياطيات. كما هو موضح في الجدول أسفله.

الجدول رقم (4-18): تطور صادرات المحروقات في الجزائر بالقيمة الجارية والثابتة للدولار خلال الفترة (2000-2017)

(الوحدة : مليار دولار)

السنوات	الاحتياطيات بالدولار الجاري (1)	سعر صرف الدولار مقابل اليورو	التغير في قيمة الدولار باعتبار 2002 كسنة أساس	الاحتياطيات بالدولار الثابت (2)	الفرق بين (1) و (2)
2000	11.90	1.085	2.06	11.65	0.25
2001	17.96	1.118	5.17	17.86	0.10
2002	23.11	1.063	/	32.11	00
2003	32.92	0.886	-16.65	38.40	-5.48
2004	43.11	0.805	-24.27	53.57	-10.46
2005	56.18	0.804	-24.36	69.86	-13.68
2006	77.78	0.797	-33.37	103.73	-25.95
2007	110.18	0.731	-31.23	144.58	-34.4
2008	143.10	0.683	-35.74	194.24	-51.14
2009	148.91	0.720	-32.26	196.94	-48.03
2010	162.22	0.755	-28.97	209.21	-46.99
2011	182.22	0.719	-32.36	241.18	-59.55
2012	190.66	0.778	-26.81	241.77	-51.11
2013	194.01	0.753	-29.16	250.58	-56.57

-51.99	230.92	-29.06	0.754	178.93	2014
-21.82	165.95	-15.14	0.902	144.13	2015
-17.06	131.20	-14.95	0.904	114.14	2016
-16.1	113.43	-16.55	0.887	97.33	2017

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2000-2017)

<https://data.oecd.org/fr/conversion/taux-de-change.htm>

حيث نلاحظ تطور احتياطيات الصرف الاجنبي في الجزائر بالقيمة الجارية و الثابتة للدولار مقابل اليورو خلال الفترة 2000-2017 ، أنه بتثبيت سعر صرف الدولار مقابل اليورو و ذلك باعتبار سنة 2002 كسنة أساس فإن قائم الاحتياطيات يكون أكبر مما هو عليه بالدولار الجاري ، و لتجنبنا هذه الخسارة المعتبرة و لساهمت في زيادة حجم احتياطياتها من العملة الصعبة ، حيث نجد ، الفارق ما بين الاحتياطيات بالدولار الجاري و الاحتياطيات بالدولار الثابت بلغ سنة 2003 ما مقداره (- 5.48) مليار دولار ، و استمر هذا الفارق بوتيرة متزايدة خلال السنوات اللاحقة إلى أن بلغ ذروته سنة 2011 بفارق يقدر ب (-59.55) مليار دولار ، ثم تراجع هذا الفارق إلى أن وصل سنة 2017 إلى (-16.1) مليار ، دولار بسبب ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل اليورو. هذه الوضعية كان يمكن لبنك الجزائر تجنبها لو استخدم أدوات التحوط في مثل هذه العمليات و التي تتمثل في آلية مبادلة العملات ما بين البنوك المركزية المعمول بها في أغلب البنوك المركزية للدول المتقدمة، و كذلك مبادلة أسعار الصرف و أسعار الفائدة.

المبحث الثالث: استخدام و توظيف فوائض الاحتياطيات الدولية في الجزائر

في إطار الاستفادة القصوى من تراكم الاحتياطيات من الصرف الأجنبي بما يعزز الاقتصاد الوطني سواء في الوفاء بالالتزامات المالية الدولية ، أو التنمية المحلية، فقد أصدر مجلس النقد و القرض من خلال المادة 40 من الأمر رقم 03-11، المتعلق بالنقد و القرض، و التي بموجبها رخص لبنك الجزائر بإدارة و تسيير الاحتياطيات من الصرف الأجنبي، بالكيفية التي يراها مناسبة لتحقيق مصلحة الاقتصاد الوطني، و بالتالي تعددت مجالات استخدام هذه الفوائض من الاحتياطيات ، في إنشاء صندوق ضبط الموارد، و تسديد القسط الأكبر من المديونية الخارجية، و التوظيف في الأصول المالية الدولية المضمونة كالسندات الدولية الأمريكية منها و الأوروبية.

المطلب الأول: استحداث صندوق لضبط الموارد

بسبب التقلبات في أسعار البترول و تجنبنا للصدمات المالية التي قد تنجم عن هذه التقلبات باعتبار تبعية الاقتصاد الوطني للمحروقات تبعية مطلقة، و حتى تتمكن السلطات الحكومية من تغطية العجز غي الموازنات العمومية ، و متطلبات التنمية الوطنية فقد تم استحداث آلية تسمى صندوق ضبط الإيرادات.

أولاً- ماهية صندوق ضبط الموارد : و يظهر مفهوم ضبط الموارد من خلال مايلي¹:

¹ المادة 10 من قانون المالية التكميلي لسنة 2000، العدد 37، الجريدة الرسمية، الجزائر، 28 جوان 2000، ص 8.

1. **التعريف بالصندوق:** لقد تم إنشاء صندوق ضبط الإيرادات بموجب قانون المالية التكميلي لسنة 2000 و الصادر بالجريدة الرسمية بتاريخ 28 جوان 2000، و الذي تضمنت المادة رقم 10 من هذا القانون التكميلي أنه يفتح في كتابات الخزينة حساب تخصيص خاص رقم 103-302 بعنوان صندوق ضبط الموارد، و يقيد في هذا الحساب:
- **باب الإيرادات:** يقيد في باب الإيرادات كل من القيم الجبائية الناتجة عن مستوى أعلى لأسعار الحر وقات على تلك المتوقعة ضمن قانون المالية، و كل الإيرادات الأخرى المتعلقة بيسر الصندوق.
 - **باب النفقات:** حيث يتم وفق هذا الباب، ضبط نفقات و توازن الميزانية المحددة عن طريق قانون المالية السنوي، و تخفيض الدين العمومي.

كما أن هذا الحساب لا يخضع للرقابة البرلمانية، و هو مستقل عن الموازنة العامة للدولة، بمعنى أنه لا يخضع لقواعد و مبادئ إعداد و تنفيذ الموازنة العامة.

2. **أهداف صندوق ضبط الإيرادات:** أصبح الهدف الرئيسي لصندوق ضبط الموارد بعد تعديله بموجب قانون المالية التكميلي لسنة 2006، هو " تمويل عجز الخزينة دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دينار جزائري "، حيث هذا التعديل يبين بأن عجز الموازنة العامة قد وسع ليشمل عجز الخزينة العمومية، كما أن سبب العجز لم يحدد باعتبار أن السبب السابق يتمثل في انخفاض الجباية البترولية إلى مستوى اقل من تقديرات قانون المالية، و هو ما يعني أن هدف الصندوق يتمثل في تمويل أي عجز يشمل الخزينة العمومية، و بالتالي الموازنة العامة للدولة مهما كان سبب هذا العجز، بالإضافة إلى أن رصيد الصندوق يجب أن لا يقل عن 740 مليار دينار.

إن مبررات هذا التعديل تكمن في تنفيذ الحكومة لسياسة الإنعاش الاقتصادي، و هي سياسة تهدف إلى تحفيز النمو الاقتصادي عن طريق رفع الإنفاق الحكومي الاستثماري، الأمر الذي أدى إلى تسجيل عجز في رصيد الموازنة العامة منذ سنة 2001، بسبب ارتفاع حجم الإنفاق الحكومي من جهة، و اعتماد قوانين المالية على سعر مرجعي قدره 37 دولار أمريكي للبرميل من جهة أخرى، مما أدى إلى استعمال موارد الصندوق لتمويل العجز، و بالتالي ضرورة تعديل القواعد المحددة لأهداف الصندوق لتتماشى مع السياسة الاقتصادية المتبعة من الحكومة.

ثانيا- مبررات إنشاء صندوق ضبط الموارد: هناك مبررات داخلية و أخرى خارجية¹:

1. **المبررات الداخلية:** حيث يعاني الاقتصاد الجزائري من اختلالات هيكلية نتيجة ارتباطه الشديد بالقطاع النفطي، و الذي يؤثر على الاقتصاد وفقا لثلاثة مستويات.
- ✓ **التأثير على معدل النمو الاقتصادي:** حيث يشكل قطاع الحر وقات نسبة كبيرة من الناتج المحلي الإجمالي، مما يعني أن معدل الاقتصادي في الجزائر يتحدد من خلال معد النم الذي يسجله قطاع المحروقات.
 - ✓ **التأثير على ميزان المدفوعات:** حيث تشكل صادرات القطاع النفطي الجزائري المورد الأساسي للعملة الأجنبية، و باعتبار أن الميزان التجاري هو أحد المكونات الرئيسية لميزان المدفوعات، فان توازن الميزان التجاري، مرتبط أساسا بمستويات أسعار الحر وقات في الأسواق الدولية.

¹ بوفليخ نبيل، دور الصناديق السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية- الواقع و الأفق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر-3، 2011، ص 200.

✓ **التأثير على الموازنة العامة:** بما أن الجباية البترولية هي المورد الرئيسي للإيرادات العامة للدولة، فإن ذلك يؤدي إلى تأثير الموازنة العامة بشكل مباشر بتغيرات أسعار النفط المسجلة على المستوى العالمي، و بالتالي يعد قطاع المحروقات المحدد الرئيسي لاستقرار و استمرار تنفيذ كافة السياسات الاقتصادية في الجزائر.

إن تبعية الاقتصاد الجزائري لقطاع المحروقات، يؤدي إلى تعرضه لأزمات مالية و صدمات خارجية، على غرار الأزمة المالية سنة 2008 ، و صدمة تراجع أسعار البترول أواخر 2014، و تداعياتها على أسعار البترول سنوات 2015-2017 ، حيث تراجعت بشدة من 23.100 دولار للبرميل إلى 51.08 دولار سنة 2017 ، و من هذا المنطلق فان مبررات إنشاء صندوق ضبط الموارد تكمن في السلطات الحكومية في استحداث آلية تمكنها من ضبط الإيرادات العامة للدولة، و بالتالي الحفاظ على استقرار الموازنة، مما ينعكس إيجابا على تنفيذ السياسات الاقتصادية، و من ثم المساهمة في التخفيف من حدة هذه الأزمات.

2. المبررات الخارجية: أما فيما يتعلق بالمبررات الخارجية فتتمثل في :

- **تقلبات أسعار النفط في الأسواق الدولية:** تتميز أسعار النفط بعد الاستقرار، نتيجة تأثرها بعوامل عدة، منها الاقتصادية و السياسية، و هو ما يؤدي إلى تعرض اقتصاديات الدول النفطية و منها الجزائر إلى صدمات ايجابية كارتفاع أسعار البترول بسبب عوامل سياسية لهاته البلدان تؤثر على عملية الإنتاج البترولي و بالتالي تراجع الكميات المصدرة، مما يؤثر إيجابا في أسعار النفط، و كذلك صدمات سلبية تؤدي الزيادة في المعروض النفطي إلى حد تشبع الأسواق النفطية العالمية، كما حدث مؤخرا عندما ضغطت أمريكا على السعودية لرفع إنتاجها النفطي للتأثير على أسعار النفط مما تسبب في تراجعها الكبير.

- **رواج فكرة إنشاء صناديق الثروة السيادية بين الدول النفطية:** حيث تعد تجربة الجزائر في هذا المجال حديثة مقارنة بتجارب بعض الدول النفطية كالكويت، و المارات العربية المتحدة، إيران، و بالتالي يمكن القول أن تأسيس صندوق ضبط الموارد غي الجزائر ، هو نتيجة حتمية لانتشار و رواج فكرة إنشاء مثل هذه الصناديق في الدول النفطية.

و الجدول رقم (4-19) يبين وضعية صندوق ضبط الموارد خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى غاية 2015، كما ورد في ملاحق مذكرة عرض مشروع قانون المالية 2017 الصادرة عن مديرية التوقعات و السياسات بوزارة المالية الجزائرية.

الجدول رقم (4-19): تطور متاحات صندوق ضبط الموارد خلال الفترة (2000-2015)

الوحدة (مليار دينار)

السنوات	رصيد السنة السابقة	فائض الجباية البترولية	المتاحات قبل الاقتطاع	سداد الدين العمومي	سداد تسبيقات بنك الجزائر	تمويل عجز الخزينة العمومية	رصيد الصندوق في نهاية السنة
2000	00	453.2	453.2	221.1	00	00	232.1
2001	231.1	123.9	356.0	184.5	00	00	171.5
2002	171.5	26.5	198.0	170.1	00	00	28.0
2003	28.0	448.9	476.9	156.0	00	00	320.9

721.7	00	00	222.7	944.4	623.5	320.9	2004
1842.7	00	00	247.8	2090.5	1368.8	721.7	2005
2931.0	91.5	00	618.1	3640.7	1798.0	1842.7	2006
3215.5	531.9	608.0	314.5	4669.9	1733.8	2931.0	2007
4280.1	758.2	00	465.4	5503.7	2288.2	3215.5	2008
4316.5	364.3	00	00	4680.7	400.7	4280.1	2009
4842.8	791.9	00	00	5634.8	1318.3	4316.5	2010
5381.7	1761.5	00	00	7143.2	2300.3	4842.8	2011
5633.8	2283.3	00	00	7917.0	2535.3	5381.7	2012
5563.5	2135.5	00	00	7696.0	2062.2	5633.8	2013
4408.1	2965.7	00	00	7373.8	1810.3	5563.5	2014
2072.2	2886.5	00	00	4958.7	550.6	4408.1	2015

المصدر : مذكرة عرض مشروع قانون المالية 2017 الصادرة عن مديرية التوقعات و السياسات بوزارة المالية الجزائرية

نلاحظ من خلال الجدول رقم (3-19) ارتفاع رصيد الصندوق من 232.1 مليار دينار سنة 2000 إلى أن بلغ ذروته سنة 2012 ليصل إلى 5563.5 مليار دينار و هذا بالرغم من استخدامه في تمويل عجز الخزينة و سداد الديون العمومية ، و هذا راجع لارتفاع فائض الجباية البترولية و الذي انتقل من 453.2 مليار دينار سنة 2000 إلى 2535.3 مليار دينار سنة 2012، ثم ما لبث هذا الرصيد أن انخفض بشكل كبير، ليصل سنة 2015 إلى 2072.2 مليار دينار بنسبة تراجع تقدر ب 168.48% مقارنة بسنة 2012 ، و هذا جراء تراجع فائض الجباية البترولية ، حيث بلغ 550.6 مليار دينار مقارنة ب 2535.3 مليار سنة 2012.

ثالثا- واقع الصندوق حاليا: أما فيما يتعلق بتطورات صندوق ضبط الإيرادات لسنتي 2016-2017 و التوقعات حتى سنة 2020 فقد أدرجت في مذكرة عرض مشروع قانون المالية 2018 الصادرة عن مديرية التوقعات و السياسات بوزارة المالية الجزائرية كمايلي:

الجدول رقم (4-20): تطور متاحات صندوق ضبط الموارد خلال الفترة (2016-2020)

(الوحدة) مليار دينار)

تقديرات 2020	تقديرات 2019	م ق م 2018	2017 اقفال	2016	مليار دينار جزائري
0,0	0,0	0,0	784,5	2 073,8	الرصيد ن-1
3 013,5	2 957,1	2 776,2	2 200,1	1 682,6	الجباية البترولية المدرجة في الميزانية
3 289,9	3 229,6	2 776,2	2 331,1	1 781,1	الجباية البترولية المحصلة
276,4	272,5	0,0	131,0	98,6	فائض القيمة على الجباية البترولية
276,4	272,5	0,0	915,4	2 172,4	متاحات الصندوق (ص ض ا) قبل الاقتطاعات
0,0	272,5	0,0	915,4	1 387,9	تمويل عجز الخزينة عن طريق اقتطاعات الصندوق (ص ض ا)
276,4	0,0	0,0	0,0	784,5	رصيد الصندوق بعد الاقتطاعات (ص ض ا)
0,0	-578,9	- 1 815,5	-570,1	0,0	القدرة (+) أو الحاجة (-) التمويلية

المصدر : مذكرة عرض مشروع قانون المالية 2018 الصادرة عن مديرية التوقعات و السياسات بوزارة المالية الجزائرية، ص 28

حيث نلاحظ أن موارد صندوق ضبط الموارد في نهاية سنة 2016 سجلت رسيدا قدره 784.5 مليار دينار فقط و الذي استنفذ بنهاية 2017 حيث بلغ رصيد الصفر (00)، و عجز في التمويل قدره (-570.1) مليار دينار ، أما في سنة 2018 فسوف يسجل رصيد صندوق ضبط الإيرادات كذلك رسيدا معدوما بسبب عدم وجود فائض القيمة على الجباية البترولية، و تسجيل كذلك عجزا في التمويل مقداره (-1815.5) مليار دينار ، و سيستمر هذا العجز حسب توقعات سنة 2019 ليسجل هذا العجز تراجعا مقارنة بسنة 2018 ليصل إلى (-578.9) مليار دينار نتيجة توقع تسجيل فائض قيمة على الجباية البترولية قدره 272.5 مليار دينار، ليسجل مرة أخرى صندوق ضبط الإيرادات رسيدا موجبا قدره 276.4 مليار دينار حسب توقعات سنة 2020 نتيجة الفائض الذي سيسجل من الفرق بين الجباية البترولية المدرجة في الميزانية و الجباية البترولية المحصلة.

المطلب الثاني: المساهمة في تمويل برامج الإنعاش الاقتصادي

نتيجة تراكم الاحتياطيات من الصرف الأجنبي، فقد خصص جزء منها لدعم برامج التنمية الاقتصادية الوطنية بهدف تنشيط الطلب الكلي، و دعم النشاطات المنتجة للقيمة المضافة و مناصب الشغل عن طريق رفع مستوى الاستغلال الفلاحي، و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، و كذلك تهيئة و انجاز هياكل قاعدية تسمح بإعادة بعث النشاطات الاقتصادية و تغطية الاحتياجات الضرورية للسكان فيما يتعلق تنمية الموارد البشرية، و ذلك من خلال عدة برامج كبرنامج دعم الإنعاش الاقتصادي

2004-2001، و البرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي 2005-2009، و برنامج توطيد النمو الاقتصادي 2010-2014، و البرنامج الخماسي 2015-2019.

أولاً- برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي (2001-2004): تم وضع هذا البرنامج من طرف السلطات الحكومية، وقد خصص لهذا البرنامج غلاف مالي قدره 525 مليار دينار، و هذا بغرض إنعاش و بعث النمو من خلال استهداف تحقيق ناتج داخلي خام لا يقل عن 5 % سنويا، و توفير ما يقارب 850000 منصب شغل خلال الفترة المحددة لهذا البرنامج، و قد ارتكز هذا البرنامج على المحاور التالية:

- سياسة للنقبات العمومية تتيح تحسين القدرة الشرائية،
- إعادة تنشيط الجهاز الإنتاجي الذي يعد أساس إنشاء الثروة.
- تطهير محيط المؤسسة و إعادة تنشيطها.

و قد سطر لهذا البرنامج عدة أهداف من بينها ، تعزيز الطلب الكلي، تدعيم النشاطات المنتجة التي توفر (قيمة مضافة و مناصب عمل)، و تطوير القطاع الفلاحي ، و تحفيز المؤسسات الإنتاجية خاصة المحلية، و إعادة بناء المنشآت القاعدية خاصة التي تدعم النشاط الاقتصادي، و توفير الاحتياجات الضرورية للسكان فيما يخص تطوير الموارد البشرية، حيث هذه الموارد البشرية هي التي تم الاعتماد عليه في تطبيق المشاريع التنموية اللاحقة من خلال البرامج اللاحقة ابتداء من سنة 2005. و الجدول رقم (4-21) يوضح التوزيع القطاعي لبرنامج الإنعاش الاقتصادي حسب كل باب خلال الفترة 2004-2005.

الجدول رقم (4-21): التوزيع القطاعي لبرنامج الإنعاش الاقتصادي حسب كل باب (2001-2004)

الوحدة (مليار دينار / %)

النسبة	المبلغ	القطاعات
40.1	210.5	أشغال كبرى و هياكل قديمة
38.8	204.2	تنمية محلية و بشرية
12.4	65.4	دعم قطاع الفلاحة و الصيد البحري
8.6	45	دعم الإصلاحات
100	525	المجموع

المصدر: نبيل بوفليح، دراسة تقييمية لسياسة الإنعاش الاقتصادي في الجزائر في الفترة (2000-2010)، مجلة أبحاث

اقتصادية و إدارية، العدد 12، جامعة بسكرة ، الجزائر، ديسمبر 2012، ص 252.

حيث نلاحظ من خلال الجدول مايلي¹:

✓ التركيز على قطاع الإشغال الكبرى و الهياكل القاعدية ، حيث خصص له مبلغ 210.5 مليار دينار، أي أنه استحوذ على ما نسبته 40.1 % من المبلغ الإجمالي للبرنامج.

✓ الاهتمام بقطاع التنمية المحلية و البشرية حيث خصص له مبلغ 204.2 مليار دينار، بنسبة استحواذ قدرها 38.9 % من المبلغ الإجمالي المخصص للبرنامج.

¹ نبيل بوفليح، دراسة تقييمية لسياسة الإنعاش الاقتصادي في الجزائر في الفترة (2000-2010)، مجلة أبحاث اقتصادية و إدارية، العدد 12، جامعة بسكرة ، الجزائر، ديسمبر 2012، ص 252.

- ✓ الاهتمام بقطاع الفلاحة و الصيد البحري، من خلال تخصيص مبلغ 65.4 % ، أي استحوذ على ما نسبته 12.4 % من المبلغ الإجمالي للبرنامج، و هي نسبة قليلة، و ذلك بسبب أن هذا القطاع قد استفاد من برنامج خاص ابتداء من سنة 2000.
- ✓ التركيز على جانب دعم الإصلاحات المؤسساتية، حيث خصص له مبلغ 45 مليار دينار، أي بنسبة استحوذ 8.6 % من المبلغ الجمالي لبرنامج الإنعاش الاقتصادي ، و ذلك بهدف تمويل الإجراءات و السياسات المصاحبة لدعم و ترقية القدرات التنافسية للمؤسسات الاقتصادية الوطنية العامة منها و الخاصة.
- كما و يظهر الجدول رقم (4-22) بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد الجزائري خلال الفترة 2001-2004 كمايلي:

الجدول رقم (4-22): بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد الجزائري
خلال الفترة (2001-2004)

الوحدة (مليار دينار/ %)

السنوات	2004	2003	2002	2001
معدل نمو الناتج الداخلي الخام %	4.30	7.20	5.60	4.61
معدل نمو حصة الفرد من الناتج الداخلي الخام %	2.64	5.55	3.99	3.04
معدل البطالة	17.7	23.7	-	27.30
التضخم، الأسعار التي يدفعها المستهلكون (% سنويا)	4.00	4.30	1.40	4.20
فائض الميزان التجاري (مليار دينار)	885.78	754.91	446.62	620.22
سعر برميل البترول (دولار أمريكي)	38.66	29.03	25.24	24.85

المصدر: خاطر طارق و آخرون، دور برامج الإنعاش الاقتصادي خلال الفترة (2001-2014) في تحقيق إقلاع و تنويع الاقتصاد الجزائري - دراسة تحليلية و تقييمية -

و يشير الجدول رقم (4-22) إلى مايلي¹:

- تسجيل معدلات نمو موجبة للناتج الداخلي الخام، و التي بلغت 7.20 % كأقصى قيمة لها سنة 2003، بينما تم كذلك تسجيل معدلات نمو موجبة لحصة الفرد من الناتج الداخلي الخام، و التي بلغت 5.55 % كأقصى قيمة لها في نفس السنة.
- تراجع معدلات البطالة المرتفعة، حيث انخفضت من مستوى 27.30 % سنة 2001 إلى حدود 17.7 % سنة 2004.
- استقرار معدلات التضخم، حيث لم تتجاوز حدود 4.30 % كما سجلت أدنى قيمة لها سنة 2002، بمقدار 1.40 %.
- تسجيل فائض في وضعية الميزان التجاري في جميع السنوات، بلغ أقصاه في حدود 855.78 مليار دينار سنة 2004.

¹ خاطر طارق ، عادل زقير و كريمة حبيب، دور برامج الإنعاش الاقتصادي خلال الفترة (2001-2014) في تحقيق إقلاع الاقتصاد الجزائري - دراسة تحليلية و تقييمية، الملتقى الدولي حول بدائل النمو و التنويع الاقتصادي في الدول المغاربية بين الخيارات و البدائل المتاحة، جامعة الواد، الجزائر، ص 4.

- ارتفاع أسعار برمبل البترول، حيث بلغت أقصاها في حدود 38.66 دولار أمريكي سنة 2004

ثانيا- البرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي (2005-2009): أدت النتائج الإيجابية المحققة في برنامج الإنعاش الاقتصادي السابق، و ارتفاع أسعار البترول، إلى تحفيز السلطات الجزائرية على مواصلة سياسة المشاريع الكبرى، من خلال بعث برنامج تكميلي خماسي 2009-200، أطلق عليه " البرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي"، و الذي خصصت له الحكومة مبلغا يقارب 4202.7 مليار دينار، كما هو موضح في الجدول أسفله.

الجدول رقم (4-23): التوزيع القطاعي للبرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي حسب كل باب (2005-2009)

النسبة (%)	المبلغ بملايير د.ج	القطاعات
45.42%	1908.5	أولا - برنامج تحسين ظروف معيشة السكان، منها: - السكنات، الجامعة، التربية الوطنية، التكوين المهني، الصحة العمومية، تزييد السكان ببناء الشرب (خارج الأشغال الكبرى)، الثقافة، الشباب والرياضة، إيصال الكهرباء والغاز للبيوت، أعمال التضامن الوطني، تطوير الإذاعة والتلفزيون، إنشاء منشآت للعبادة، عمليات تهيئة الإقليم، برامج بلدية للتنمية، تنمية مناطق الجنوب، تنمية مناطق الهضاب العليا.
40.52%	1703.1	ثانيا - برنامج تطوير المنشآت الأساسية، منها: - قطاع النقل، الأشغال العمومية، قطاع الماء (السدود والتحويلات)، وقطاع تهيئة الإقليم.
08.02%	337.2	ثالثا - برنامج دعم التنمية الاقتصادية منها: - الفلاحة والتنمية الريفية، الصناعة والصيد البحري ترقية الاستثمار، السياحة، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية.
04.85%	203.9	رابعا - تطوير الخدمة العمومية وتحديثها: - العدالة، الداخلية، المالية، التجارة، البريد والتكنولوجيات الجديدة للإعلام والاتصال، قطاعات الدولة الأخرى.
01.19%	50.0	خامسا - برنامج التكنولوجيات الجديدة للاتصال.
100%	4202.7	مجموع البرنامج الخماسي (2005 - 2009)

المصدر: خاطر طارق و آخرون، دور برامج الإنعاش الاقتصادي خلال الفترة (2001-2014) في تحقيق إقلاع و تنويع الاقتصاد الجزائري - دراسة تحليلية و تقييمية-

حيث يمكن من خلال الجدول أعلاه ملاحظة النقاط التالية¹:

- تحسين مستوى المعيشة : فالغلاف المخصص لباب تحسين مستوى معيشة السكان من برنامج دعم نمو الذي أقرته الحكومة الجزائرية خلال 2005-2009 ، بلغ 1908.5 مليار دينار بما نسبته 45.42 % من المبلغ الإجمالي المخصص لهذا البرنامج، و هو يعتبر تكملة لما جاء به مخطط الإنعاش الاقتصادي في برنامج التنمية البشرية و المحلية، و يعتبر تحسين ظروف المعيشة عاملا مهما في تطوير الأداء الاقتصادي، من خلال انعكاساته على أداء عنصر العمل، و من ثم على حركية النشاط الاقتصادي.

¹ بقة الشريف، مشري محمد الناصر، تقييم حصيلة و مخططات التنمية في الجزائر: دراسة اقتصادية خلال الفترة 2005-2015، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، الأردن، العدد 57، فبراير 2017، ص 37

- **تطوير المنشآت الأساسية:** جاء في المرتبة الثانية بنسبة 40.52% من إجمالي قيمة البرنامج التكميلي لدعم النمو، و هذه النسبة تعكس الأهمية التي أولتها الحكومة الجزائرية لقطاع البنى التحتية و المنشآت الأساسية، و الذي يعتبر الدعامه الأساس لقيان أي منظومة اقتصادية، حيث وزعت هذه القيمة 1703.1 مليار دينار على أربعة قطاعات، فركزت الحكومة في هذا الباب على قطاع النقل من خلال تخصيص 700 مليار دينار.
 - **برامج التنمية الاقتصادية:** وقد خصص له مبلغ 337.2 مليار دينار ، أي بنسبة 8.02% من المبلغ الإجمالي لها البرنامج، حيث أن معظم هذا المبلغ أي 300 مليار دينا خصص لقطاع الفلاحة و التنمية الريفية، و هو بذلك يعكس مكانة القطاع الفلاحي في الاقتصاد الوطني، لذا يعتبر أكثر الاقتصاد مساهمة في الناتج المحلي خارج المحروقات، أما الصناعة فقد خصص لها 13.5 مليار دينار، و ذلك لثمين و تحسين أدوات ضبط الملكية الصناعية و التقييس و تحسين التنافسية بين المؤسسات الصناعية، و بهدف دعم الصيد البحري فقد تم تخصيص مبلغ 12.5 مليار دينار، و 3.2 مليار دينار، و قطاع المؤسسات الصغيرة خصص له مبلغ 8.5 مليار دينار.
 - **تحسين الخدمات العمومية و برنامج تطوير الاتصالات الحديثة:** خصصت الحكومة لتحسين الخدمة العمومية مبلغ 203.9 مليار دينار و 50 مليار دينار لبرنامج تطوير الاتصال الحديثة، منه مبلغ 34 مليار تم رسده لقطاع العدالة، و 64 مليار للمصالح الأمنية و 65 مليار لقطاع المالية، و فيما يخص قطاع التجارة فقد خصص له 02 مليار دينار، و 16.3 مليار دينار لقطاع البريد و تكنولوجيا الإعلام و الاتصال.
- ثالثا- برنامج توطيد النمو الاقتصادي (2010-2014):** حيث أطلق على هذا البرنامج اسم " برنامج الاستثمارات العمومية"، و الذي يندرج ضمن ديناميكية برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي الذي تمت مباشرته سنة 2001 على قدر الموارد التي كانت متاحة آنذاك، و قد رصدت له الحكومة غلafa مليا قدره 21214 مليار دينار، أي ما يعادل 286 مليار دولار أمريكي آنذاك، و تعكس قيمة الاستثمارات العمومية للبرنامج الحماسي إرادة السلطات العمومية في المحافظة على هذه الديناميكية الخاصة ، و التي تشمل جميع قطاعات النشاط، لاسيما بالنسبة لمنشآت الطرق و النقل بالسكك الحديدية و الصحة و الربط بالكهرباء و التزود بالمياه الصالحة للشرب، و يشمل هذا البرنامج قسمين أساسيين هما:
- استكمال المشاريع الكبرى الجاري إنجازها خاصة في قطاعات السكة الحديدية و الطرق و المياه، بمبلغ 9700 مليار دينار أي ما يعادل 130 مليار دولار.
 - إطلاق مشاريع جديدة بمبلغ 11534 مليار دينار أي ما يعادل حوالي 156 مليار دولار.
- و الجدول رقم (4-24) يبين التوزيع القطاعي لهذا البرنامج حسب كل باب خلال الفترة 2010-2014 كما موضح أسفله

الجدول رقم (4-24): التوزيع القطاعي لبرنامج توطيد النمو الاقتصادي

حسب كل باب (2010-2014)

النسبة (%)	المبلغ بـملايير د.ج	القطاعات
49.59	10122	أولاً - المحور المتعلق بالتنمية البشرية، منها: - التربية الوطنية، التعليم العالي، التعليم والتكوين المهنيين، الصحة، السكن، الطاقة، قطاع المياه، التضامن الوطني، الشباب والرياضة، المجاهدين، الشؤون الدينية، الثقافة، والاتصال.
31.59	6448	ثانياً - المحور المتعلق بالمنشآت الأساسية، منها: - الأشغال العمومية، النقل، تهيئة الإقليم والبيئة.
08.16	1666	ثالثاً - المحور المتعلق بتحسين الخدمة العمومية، منها: - الجماعات المحلية والأمن الوطني والحماية المدنية، العدالة، قطاع المالية، قطاع التجارة، إدارة العمل.
07.67	1566	رابعاً - المحور الخاص بالتنمية الاقتصادية، منها: - الفلاحة، الصيد البحري، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إنعاش وتحديث المؤسسات الاقتصادية العمومية، تحديث وإنشاء 80 منطقة صناعية ومناطق للنشاط، وكذا تعزيز قدرات التقييس الصناعي.
01.76	360	خامساً - المحور المتعلق بكفاح البطالة، منها: - دعم إدماج حاملي شهادات التعليم العالي والتكوين المهني، استحداث مؤسسات ونشاطات مصغرة.
01.22	250	سادساً - المحور المتعلق بالبحث العلمي والتكنولوجيات الجديدة للاتصال، منها: - تطوير البحث العلمي، التجهيزات الموجهة لتعميم الإعلام الآلي في كل أطوار المنظومة الوطنية للتربية، والتعليم والتكوين؛ إقامة الحكم الإلكتروني.
%100	20412	مجموع البرنامج الخماسي (2010 - 2014)

المصدر: خاطر طارق و آخرون، دور برامج الإنعاش الاقتصادي خلال الفترة (2001-2014) في تحقيق إقلاع و تنويع الاقتصاد الجزائري - دراسة تحليلية و تقييمية

رابعاً- البرنامج الخماسي (2015-2019): تشجع الخطة الخماسية التي أقرتها الحكومة الجزائرية خلال 2015-2019 على الاستمرار في زيادة دعم النمو و التنمية، و قد خصصت لهذا البرنامج ميزانية تقدر بـ 22100 مليار دينار، أي ما يعادل 280 مليار دولار أمريكي، و قد تم اقتراح استكمال المشاريع التي هي في طور الإنجاز ، و التي لم تستكمل قبل نهاية المدة المخصصة للبرنامج الخماسي 2010-2014 ، و ذلك بتخصيص مبلغ 15100 مليار دينار ، يصب مجملها في دعم مشاريع الاستثمار الخاصة بالسكن التي تم إطلاقها من طرف الحكومة، على غرار برنامج الوكالة الوطنية لدعم السكن و تطويره " عدل"، بالإضافة إلى تخصيص غلاف مالي لإعادة تقييم المخطط الخماسي قدر بـ 2500 مليار دينار يتم توزيعها بمعدل 500 مليار دينار سنوياً، كما تحوي الميزانية تسجيل مشروع التدخل الاستثنائي للدولة في المخصصات الموضوعة في حسابات المهمات الخاصة ، و التي حددت لها ميزانية تقدر بـ 2500 مليار دينار ، تستخدم بمعدل 500 مليار دينار سنوياً لمواجهة المستجدات التي قد تطرأ على البلاد، و التي لم تدخل ضمن المخططات التي تم تحديدها مسبقاً.

المطلب الثالث: استخدام الاحتياطيات في إدارة المديونية الخارجية

تقتضي إدارة الاحتياطيات من الصرف الأجنبي مراعاة استراتيجيات إدارة الدين الخارجي، و ذلك بهدف الحفاظ على المستويات المتلى لحيازة الاحتياطيات الدولية، باعتبار أن تسديد الديون الخارجية يتم بالعملات الأجنبية و من ثم التأثير على هذه المستويات من الاحتياطيات من جهة، و من جهة أخرى وضع الاستثمار الدولي، و الأصول المالية المتداولة في الأسواق الدولية و مستويات أسعار الفائدة و أسعار الصرف في هذه الأسواق من جهة أخرى.

أولاً- الديون الخارجية قبل عملية التسديد المسبق: كانت المديونية إلى غاية قرار السلطات في الجزائر القيام بالتسديد المسبق للمديونية الخارجية، تشكل عبأ كبيراً على الاقتصاد الوطني و بعث التنمية ، حيث وصلت في سنوات التسعينيات خدمة

الدين وحدها أي الفوائد الواجب دفعها على أصل الدين تقريبا حجم المداخيل السنوية من صادرات المحروقات مما اضطر السلطات إلى الطلب من الدائنين إعادة جدولة ديونها.

فقد بلغ قائم الدين الخارجي سنة 1999 ما مقداره 28.14 مليار دولار متراجعا بنسبة 7.53 % مقارنة بسنة 1998 أين كان رصيد الدين الخارجي يبلغ 30.26 مليار دولار، أما فيما يتعلق بهيكل المديونية الخارجية متوسطة و طويلة الأجل حتى نهاية سنة 2004 فهي تتوزع على النحو التالي.

- ديون كل من نادي باريس و نادي لندن تشكل 53.1 % من إجمالي الديون الخارجية، هذه النسبة كانت تشكل 52.8 % سنة 2003.

- القروض متعددة الأطراف بلغت 19.7 % من قائم المديونية ، و من بين الدائنين نجد أساسا صندوق النقد الدولي 15.4 % ، و البنك الدولي 24.7 % ، و البنك الأوروبي للاستثمار 29.5 % ، و البنك الإفريقي للتنمية 10.7 % ، و أغلبية هذه القروض تم الحصول عليها من أجل دعم ميزان المدفوعات بين سنوات 1994-1998، و هذا في إطار إعادة موازنة الحسابات الخارجية.

- 24.3 % عبارة عن قروض ثنائية منها القروض التجارية المضمونة (64.8 %)، و 35.2 % للقروض الحكومية. و الجدول رقم (4-25) يبين قائم الديون الخارجية للجزائر خلال الفترة 2000-2017، كما هو موضح أسفله .

الجدول رقم (4-25): تطور قائم الديون الخارجية للجزائرية خلال الفترة (2000-2017)

الوحدة : مليار دولار

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ديون متوسطة و طويلة الأجل	25.08	22.31	22.54	23.02	21.41	16.48	5.06	4.88	4.84
ديون قصيرة الأجل	0.17	0.26	0.10	0.15	0.41	0.70	0.55	0.71	1.08
السنوات	2009	2010	1011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ديون متوسطة و طويلة الأجل	4.35	3.90	3.26	2.48	2.06	1.76	1.19	1.89	1.86
ديون قصيرة الأجل	1.33	1.77	1.14	1.20	1.32	1.97	1.82	1.99	2.1

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2000-2017)

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ تراجعاً كبيراً في قائم الدين الخارجي إلى أن وصل إلى 5.06 مليار دولار سنة 2006 و الذي كان سنة 2000 يبلغ 25.08 مليار دولار، و يرجع ذلك إلى تسديد معظم الدين الخارجي مع كل ن نادي باريس و نادي لندن سنة 2006 بموجب الاتفاقيات المبرمة معهم للتسديد المسبق للديون متوسطة و طويلة الأجل بسبب ارتفاع نسبة الفائدة (خدمة الديون) التي تراوحت بين 8 و 10 % .

ثانيا- التسديد المسبق للديون الخارجية: مثلت سنة 2004 بداية للتسديد المسبق للديون الخارجية متوسطة و طويلة الأجل، حيث تمكنت السلطة النقدية في الجزائر ممثلة ببنك الجزائر من تسديد 12 قرضا للبنك الإفريقي للتنمية بمبلغ 187 مليون دولار، وكذلك تسديد 22 قرض للبنك العالمي بمبلغ 121 مليون دولار. ثم الاتفاق مع كل من نادي باريس و لندن للتسديد المسبق للديون التي أعيد جدولتها.

1. الاتفاق مع نادي باريس: حيث طلبت السلطات الجزائرية رسميا في شهر مارس 2006 من البلدان الأعضاء في نادي باريس و عددها 17 بلدا ، الموافقة على التسديد المسبق في حدود 08 مليار دولار لديونها الخارجية التي أعيد جدولتها من مجموع الديون المقدرة بـ 15.5 مليار، فالديون المعنية بالدفع المسبق كانت تكلف الجزائر نسبة فائدة تتراوح ما بين 8 و 10 % كخدمات لهذه الديون.

و بتاريخ 11-05-2006 وقعت الجزائر مع نادي باريس اتفاق متعدد الأطراف للتسديد المسبق للديون الخارجية المقدرة بـ 7.9 مليار دولار و التي كان من المفروض أن تسدد حسب اتفاقيات إعادة الجدولة سنوات 1994-1995 خلال الفترة الممتدة بين 30-11-2001 و 30-11-2011. و الجدول الموالي يوضح مبالغ و تواريخ التسديد المسبق للديون الخارجية مع أعضاء نادي باريس سنة 2006.

الجدول رقم (4-26): تطور مبالغ الديون المسددة مسبقا لنادي باريس (الوحدة : مليون دولار)

الدول الدائنة	تاريخ التوقيع	المبلغ المسدد	الدول الدائنة	تاريخ التوقيع	المبلغ المسدد
فرنسا	11 ماي 2006	1600	السويد	26 جوان 2006	92
البرتغال	20 ماي 2006	20	الترويج	27 جوان 2006	15.6
هولندا	22 ماي 2006	45	فنلندا	27 جوان 2006	11.8
بلجيكا	27 ماي 2006	225	بريطانيا	29 جوان 2006	202
الدانمرك	06 جوان 2006	54.3	سويسرا	15 جويلية 2006	66
أمريكا	15 جوان 2006	625	اليابان	07 أوت 2006	445
النمسا	21 جوان 2006	369	ايطاليا	10 أوت 2006	1.7
اسبانيا	22 جوان 2006	690	المانيا	27 أوت 2006	387
كندا	24 جوان 2006	255	مجموع المبالغ المسددة: 5104.4		

المصدر : زايري بلقاسم، إدارة احتياطات الصرف و تمويل التنمية في الجزائر، مرجع سابق ، ص 23

2. إعفاء ديون الجزائر من قبل روسيا: حسب التقارير الروسية ، بلغت ديون روسيا على الجزائر حوالي 7.4 مليار دولار و هو ما يمثل 29 % من إجمالي الديون الخارجية، يعود معظمها إلى فترة الستينيات و السبعينيات من القرن الماضي، حيث تمكنت الجزائر من الإعفاء من تسديدها من خلال توقيع اتفاقية مع روسيا و التي بموجبها تقوم روسيا بإلغاء كافة ديون الجزائر مقابل الالتزام بشراء سلع و خدمات من روسيا بما يعادل أو يفوق قيمة تلك الديون.

3. الاتفاق مع نادي لندن: بعد تسوية الديون المستحقة لدى نادي باريس، و الإعفاء من تسديد ديون روسيا، تم الاتفاق مع نادي لندن حول التسديد المسبق لديونها التجارية الخاصة و المقدرة بحوالي 01 مليار دولار، مما أدى بالسلطات الجزائرية إلى تسديد ما مجمله 9 مليار دولار من ديونها المستحقة لكل من نادي باريس و لندن.
4. اتفاقيات أخرى للتسديد المسبق: قامت الجزائر بعدة مفاوضات مع مؤسسات مالية متعددة الأطراف قصد الدفع المسبق لديونها الخارجية ، مما مكنها من سداد مسبق لـ 03 مليار دولار لهذه الأطراف و التي من بينها كل من السعودية و الهند.

ثالثا- الوضعية الحالية للديون الخارجية الجزائرية: الجدول رقم (4-27) يوضح توزيع هيكل الدين الخارجي متوسط و طويل الأجل على العملات المكونة لهذا الدين خلال الفترة 2000-2017.

الجدول رقم (4-27): هيكل الدين الخارجي حسب العملات خلال الفترة (2000 - 2017)

الوحدة (%)

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
الدولار	غير متوفر	43	42	39	39	44	43	40	43
اليورو	غير متوفر	28	30	35	40	40	47	49	49
الين	غير متوفر	12	12	12	11	08	05	04	04
باقي العملات	غير متوفر	17	16	14	10	08	05	07	04
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الدولار	40	44	46.30	41.70	37.80	40.41	29.90	13.40	9.64
اليورو	51	47	47.10	50	53.46	50.41	59.10	80.93	85.50
الين	03	03	0.60	0.60	0.61	0.61	0.80	1.27	/
باقي العملات	06	06	06	7.70	8.13	8.57	10.20	4.40	3.67

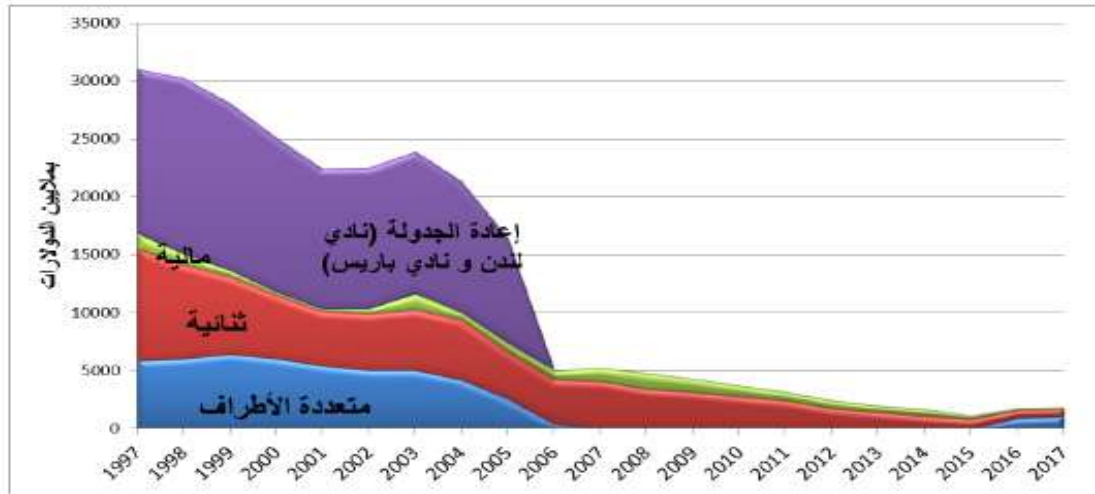
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2000-2017)

الجدول رقم (4-27) يوضح هيكل العملات المشكلة للدين الخارجي خلال الفترة 2000-2017، حيث نلاحظ أن عمليتي الدولار و اليورو تشكل مجتمعة أكثر من 94.33 % ، في حين بقية العملات بما فيها الين الياباني تشكل مجتمعة ما نسبته 5.67 % و هذا ما يبين مدى تبعية الجزائر و تركز صادراتها و واردتها نحو كل من الولايات المتحدة الأمريكية و الاتحاد الأوروبي.

على العموم فيما يتعلق بسنة 2017، فقد سجل إجمالي الدين الخارجي ارتفاعا طفيفا ليصل إلى 3.99 مليار دولار، بما في ذلك 1.529 مليار كدين عام خارجي مقابل 3.85 مليار دولار في نهاية 2016 (بما في ذلك 1.372 مليار دولار كدين عام).

أما فيما يتعلق بقائم الدين الخارجي متوسط و طويل الأجل، فقد بلغ 1.893 مليار دولار في نهاية 2017، مقابل 1.863 مليار دولار في نهاية 2016 حيث يرجع هذا التدفق الإضافي لمستوى الدين الخارجي متوسط و طويل الأجل (30 مليون دولار)، إلى كل من تعبئة 11 مليون دولار في سنة 2017، و سداد أصل قدره 187 مليون دولار، و أثر التقييم غير الموازي (+ 197 مليون دولار) على قائم الديون في 2016، و المرتبط بارتفاع قيمة اليورو مقابل الدولار الأمريكي في 2017. أما قائم الدين قصير الأجل و الذي يتجاوز قائم الدين متوسط و طويل الأجل للسنة الرابعة على التوالي، فقد ارتفع بشكل طفيف في سنة 2017، ليصل إلى 2.096 مليار دولار، مقابل 1.986 مليار دولار سنة 2016، حيث تتكون هذه الديون قصيرة الأجل أساسا من القروض الممنوحة للعديد من الأعوان الاقتصاديين المقيمين لتمويل وارداتهم من السلع والخدمات. كما و يؤكد هيكل الدين الخارجي متوسط و طويل الأجل حسب طبيعة القروض في نهاية سنة 2017، على هيمنة القروض متعددة الأطراف، و التي بلغت 1.077 مليار دولار مقابل 948 مليون دولار في سنة 2016، و تمثل هذه الفئة من القروض 56.9 % من إجمالي الدين الخارجي متوسط و طويل الأجل (كانت تبلغ 50.9 % سنة 2016)، مقابل 33.5 % بالنسبة للقروض الثنائية. أما فيما يتعلق بالقروض المالية التي تتمثل أساسا في تلك الممنوحة من طرف الشركات الأم لفروعها في الجزائر، فقد انخفض قائمها للسنة الثالثة على التوالي ليلبلغ 182 مليون دولار و الذي كان 124 مليون دولار في نهاية 2016. و الشكل رقم (4-5) يوضح توزيع قائم الديون متوسطة و طويلة الأجل حسب نوع العملة من سنة 1997 إلى غاية 2017.

الشكل رقم (4-5): توزيع قائم الدين متوسط و طويل الأجل حسب نوع القروض



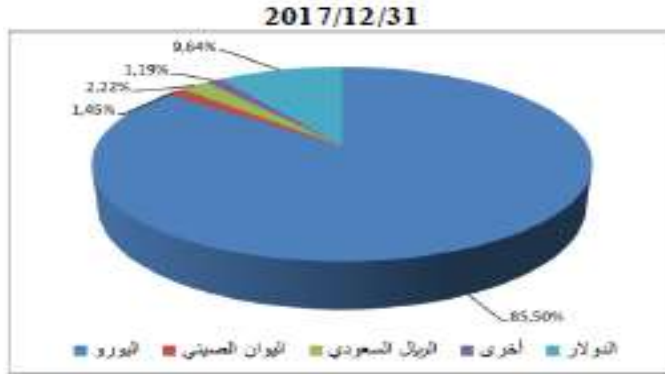
المصدر: التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر، التقرير السنوي 2017، بنك الجزائر، ص 50

تناغما مع المستوى الضعيف للدين الخارجي منذ انخفاضه من جراء التسديد المسبق سنة 2006، فان خدمة الدين الخارجي متوسط و طويل الأجل بلغت 206 مليون دولار في نهاية سنة 2017، مقابل 303 مليون دولار سجلت في نهاية 2016، للتذكير كانت خدمة الدين تفوق المليار (01 مليار) دولار قبل سنة 2006. نتيجة لذلك بلغت خدمة الدين الخارجي نسبة

إلى الصادرات من السلع و الخدمات و 0.6 % في سنة 2017 ، و قد كانت 1% سنة 2016، بعدما بلغت 59 % في سنة 1999، و بالتالي تؤكد النسبة المنخفضة لخدمة الدين الخارجي على الاستدامة الجيدة للديون متوسطة و طويلة الأجل.

فيما يتعلق بهيكل الدين حسب العملات، فانه يشير إلى انخفاض الحصة المحررة بالدولار الأمريكي إلى 9.6 % في سنة 2017، مقابل 13.4 % في نهاية 2016، بينما ارتفعت تلك المحررة باليورو إلى 85.5 % في نهاية 2017 ، مقابل 80.9 % في نهاية 2016 ، و تبقى الحصص النسبية للعملات الأخرى صغيرة جدا، كما هو موضح في الشكل الموالي.

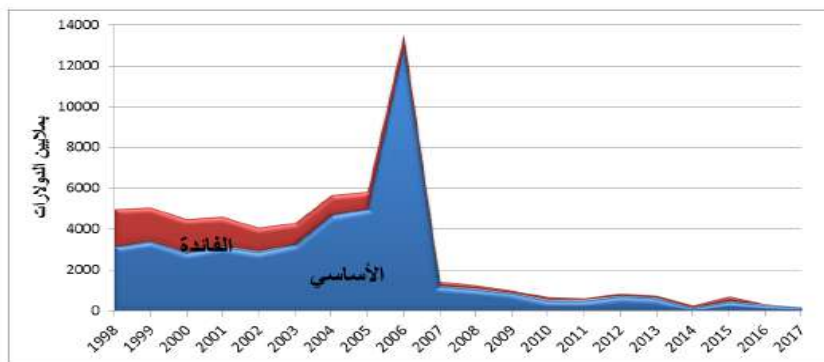
الشكل رقم (4-6): توزيع هيكل الدين الخارجي حسب العملات



المصدر: التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر، التقرير السنوي 2017، بنك الجزائر، ص 51

أما بالنسبة لتوزيع الديون متوسطة و طويلة الأجل حسب أسعار الفائدة (ثابت مقابل متغير) في نهاية 2017، فقد بقيت مماثلة لتلك المسجلة في 2016، أي هيمنة الدين بأسعار فائدة ثابتة بـ 99 %، كما تراجع سعر الفائدة الثابت للديون متوسطة و طويلة الأجل إلى 1.75 % مقابل 1.9 % سنة 2016، كما هو موضح في الشكل الموالي.

الشكل رقم (4-7): تطور خدمة الدين الخارجي خلال الفترة (1998-2017)



المصدر: التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر، التقرير السنوي 2017، بنك الجزائر، ص 51

المطلب الرابع: توظيف الاحتياطيات في الاصول المالية الدولية:

باعتبار وجود علاقة عكسية بين ارتفاع العائد و درجة الامان و سرعة التسييل (تحويل الاصول المالية الى سيولة نقدية)، فان بنك الجزائر و في اطار ادارته للاحتياطيات من الصرف الأجنبي، فقد ركز بالدرجة الاولى على عنصر الامان و سرعة

السيولة، ثم معدل العائد، و بالتالي فان اتخاذ قرار تحديد الوصول المالية التي يمكن الاستثمار فيها ، يعتبر استراتيجية مهمة يتم ض اتخاذها من طرف مجلس النقد و القرض، لذلك تحتفظ الجزائر بنسبة من احتياطياتها على شكل سندات سيادية معظمها سندات خزانة امريكية.

أولاً- أدوات توظيف الاحتياطيات: و تشمل هذه الادوات العديد من الاصول التي يمكن الاستثمار فيها و التي من بينها :

1. الاوراق المالية: و تشمل كل من السندات السيادية و أوراق الوكالات الحكومية و الجهات الرسمية الاخرين و المنظمات متعددة الاطراف، و التي تحضى بأفضل تنقيط (AAA) ، لدى وكالات التصنيف الدولية. أما السندات التي تتكون منها محفظة استثمار الاحتياطيات الاجنبية في الجزائر، فتشتمل على سندات الخزانة الامريكية (Treasury Bonds)، ذات معدل فائدة ثابت كل ستة أشهر، و تاريخ استحقاق يمتد الى 30 سنة ، و تتميز بأن حاملها (المستثمر) يمكن أن يستفيد من تذبذب أسعار الفائدة التي تتغير كل 6 أشهر خلال مدة استحقاق السندات أي 30 سنة.

كما أن هناك سندات أخرى يمكن لبنك الجزائر الاستثمار فيها و التي من بينها أذون الخزانة (Treasury Bills)، و هي سندات قصيرة الاجل حيث لا تتجاوز 26 أسبوع، بتكلفة 970 دولار للسند الواحد، و كحد أقصى للسندات 5 مليون دولار، و سندات الخزانة (Treasury Notes) ذات معدل الفائدة الثابت كل ثلاثة أشهر، و تاريخ استحقاق يتراوح بين سنتين الى عشرة سنوات، و بقيمة 1000 دولار للسند الواحد كحد أنى و قيمة قصوى 5 مليون دولار كقيمة عليا.

2. الودائع : بإمكان بنك الجزائر استثمار، أي توظيف احتياطياته من العملات الصعبة في شكل ودائع عادية و أو ودائع مهيكلية، و في " أي مؤسسة بشرط أن لا يقل تصنيفها عن (A) بواسطة Standard & Poor's ، موديز، فيتش أو وكالات التصنيف المؤهلة من طرف لجنة الاستثمار "، و توضع خصوصا لدى البنوك المركزية و المؤسسات المالية الدولية كبنك التسويات الدولية و بنوك تجارية تتمتع بأعلى تنقيط في مجال القروض، فبعد الأزمة العالمية و أزمة الدين السيادي الأوروبي، تم توجيه الاستثمارات على شكل ودائع من البنوك التجارية نحو البنوك المركزية، حيث انخفضت نسبة الأموال المودعة في البنوك التجارية الدولية إلى إجمالي الاحتياطيات من 2 % إلى 1.75 % في سنة 2010، أي تم إعادة توجيه 0.25 % من إجمالي الاحتياطيات في البنوك التجارية إلى البنوك المركزية، لتصل في نهاية ديسمبر 2012 الودائع بالبنوك المركزية إلى 6 % من إجمالي الاحتياطيات، و تمثل هذه الودائع الشكل الوحيد الذي تستثمر فيه الاحتياطيات، و تتوزع حصة الأموال المودعة لدى البنوك المركزية عبر سلة من العملات منها 61 % بالدولار أمريكي، و 28 % باليورو، في حين تستحوذ مجموعة من العملات الاخرى في مقدمتها الدولار الكندي و الدولار الاسترالي على النسبة المتبقية¹.

ثانيا- حجم الاحتياطيات الموظفة في الاصول المالية: فيما يتعلق بحجم احتياطيات الجزائر من العملات الصعبة الموظفي في السندات السيادية، فليس هناك معطيات و أرقام موثقة من بنك الجزائر باعتباره السلطة النقدية المخولة للاستثمار في الاصول المالية السيادية، ففي عرضه للتقرير السنوي 2010 حول التطورات الاقتصادية و النقدية في 2010 بالمجلس الشعبي الوطني بتاريخ 25 أوت 2010 ، قال محافظ بنك الجزائر السيد محمد لكصاصي " يكتسي في هذا الظرف، مستوى احتياطيات الصلرف الرسمية أهمية خاصة اذ يمثل الحائط الاساسي ضد الصدمات الخارجية المحتملة، و عليه يقوم الاستقرار المالي الخارجي على

¹ بوكريدي عبد القادر، مرجع سابق، ص 198.

المدى المتوسط و الطويل بقوت على مواصلة التسيير الحذر لاحتياطيات الصرف الرسمية من طرف بنك الجزائر تتمثل في الاهداف المتبعة في هذا المجال في :

- الحفاظ على قيمة راس المال: التقليل من خطر خسارة القيمة السوقية للأصول، بالاحتفاظ على محفظة متنوعة من الاصول ذات النوعية الرفيعة (فيما يخص تنقيط القرض و نوع المصدر)، و تطبيق ممارسات لتخفيف المخاطر.
- الاحتفاظ على مستوى عالي من السيولة: توظيف الاحتياطيات في أصول بتاريخ استحقاق قريب، أو التي يمكن اعادة بيعها بسرعة دون فقدان القيمة.
- الحصول على المردود الامثل: الحصول على أفضل مردود ممكن مع احترام الاهداف المتعلقة بالامن و السيولة.

و عليه أن كانت الايداعات تتم خصوصا لدى البنوك المركزية ، و المؤسسات المالية الدولية منذ 2007، استثمرت محافظ الاوراق المالية، و التي تزايدت حصتها منذ ذلك الوقت حيث بلغت 98 % كمتوسط لاجمالي الاحتياطيات، في أدوات تحصل على أفضل تنقيط، و بالتالي الاقل مخاطرة، أساسا فس السندات السيادية.

فيما يخص المردود، واصلت الاستثمارات المحققة من طرف بنك الجزائر في محافظ الاوراق المالية خلال السنوات أين كان معدل الفائدة عاليا في توليد مردودات مرتفعة نسبيا، أي تقدر تقريبا 3 % في 2010، و أعلى من 3 % في 2008 و 2009. تعتبر هذه الادوات معتبر خاصة و أنها حققت في ظرف يتميز بمعدل فائدة جد منخفض في البلدان المتقدمة و معدلات توجيهية قريبة من الصفر بالخصوص في الولايات المتحدة الأمريكية. فضلا عن ذلك تجدر الاشارة الى أن معدلات المردود الحقيقي تبقى ايجابية، و ساهم التنوع الذي أدخل منذ 2004، سواء كان في اختيار العملات التي تدخل في تكوين تشكيلة الاحتياطيات، و توزيعهم على مستوى المحافظ، أو من واية الاوراق المالية، حسب صنف الخطر، في هذا الاداء، مع تقليل المخاطر. و يبقى هدف الامن أساسيا مع العلم أن المحيط الدولي قد تميز في 2010 بظهور مخاطر مرتبطة بالدين السيادي في ظروف تتميز بمخاطر بنكية متصاعدة¹.

و من جهة أخرى فانه و بعد بروز ازمة الدين السيادي في 2010 شهدت محفظة الاوراق المالية تراجعاً لتصل الى 94 % في ديسمبر 2012 (كانت 98 % في 2007)، و تتوزع حصة الاوراق المالية الى : 65 % سندات سيادية، 12.9 % مؤسسات حكومية، 14.2 % وكالات فوق قومية حكومية و دولية، 6 % ادوات مالية لبنك التسويات الدولية، و تتوزع هذه المحفظة على سلة من العملات: 52 % دولار أمريكي، 37 % لليورو، 9.6 % جنيه استرليني، و تتوزع على كل من الولايات المتحدة ب 20.7 %، المانيا 15.2 %، و فرنسا 12.4 %، و هولندا 9.6 %، و 8.2 % لبريطانيا².

المطلب الخامس: الاحتياطيات و تكلفة الفرصة البديلة

كما أن للاستثمار الخارجي للاحتياطيات من الصرف الاجنبي في الاصول المالية مزايا و عوائد فان هناك فرص بديلة من خلال الاستثمار الوطني أو المحلي.

¹ محمد لكصاضي، التطورات الاقتصادية و النقدية في 2010، عرض التقرير السنوي 2010، بنك الجزائر، 25 أوت 2010، ص 2-3.

² بوكريدي عبد القادر، مرجع سابق، ص 197.

أولاً- الفرق بين مردودية راس المال و سعر الفائدة على استثمار الاحتياطيات: يمكن استخدام الاحتياطيات من الصرف الاجنبي في استيراد المزيد من الواردات من السلع الرأسمالية او الوسيطة لزيادة القدرة الانتاجية للهيكل الانتاجية القائمة و تحسين ادائها و منه تحسين معدلات النمو الاقتصادي، و في هذه الحالة فان تكلفة الفرصة البديلة عبارة عن قيمة الناتج المحلي الاجمالي الذي كان بالامكان تحقيقه ، في حالة استخدام هذه الاحتياطيات في استيراد المدخلات الضرورية لزيادة الانتاج. و لذلك قامت السلطات الحكومية في الجزائر باطلاق مشاريع خماسية كبرنامج دعم الانعاش الاقتصادي 2001-2004، البرنامج التكميلي لدعم النمو 2005-2009 و غيرها من المشاريع الاخرى لسنوات 2010-2014، و المخطط الخماسي الحالي 2015-2019،

فلقد تم تخصيص جزء كبير من الاحتياطيات الاجنبية لتنفيذ هذه البرامج الاقتصادية، من خلال زيادة الاستثمارات المحلية، و هذا البديل يرتبط بمدى قدرة الاقتصاد الوطني على استيعاب حجم هذه الاستثمارات، باعتبار أن القدرة الاستيعابية للاستثمار تنخفض خلال الفترات قصيرة الاجل، بحيث يكون الاقتصاد المحلي غير قادر على استيعابها بسبب عدم انتاجية رؤوس الاموال، و عليه فان أي اضافة لرأس المال لن يكون لها أثر على اضافة عائد للدخل القومي، و بالتالي عدم التشجيع على هذا الاستثمار.

ثانياً- الفرق بين العائد من توظيف الاحتياطي و العائد على الاصول الخارجية طويلة الاجل: حيث يمكن استثمار الاحتياطيات الاجنبية في أصول طويلة الأجل، تدر عائدا أكبر مما تدره الاصول قصيرة الاجل، و تكلفة الفرصة البديلة في هذه الحالة يمكن حسابها، باعتبارها الفرق بين العائد الاولي المحقق من الاصول قصيرة الاجل و العائد من أعلى البدائل ايرادا. و الجدول رقم (4-28) يبين العوائد المتأتية من توظيف الاحتياطيات الاجنبية خلال الفترة الممتدة من 2000 الى 2017.

الجدول رقم (4-28) : عوائد احتياطيات الصرف الاجنبي خلال الفترة (2000-2017)

الوحدة (مليار دولار)

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
احتياطي الصرف	11.90	17.96	23.11	32.92	43.11	56.18	77.78	110.18	143.10
العائد	0.38	0.85	0.68	0.82	0.99	1.43	2.42	3.81	5.13
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
احتياطي الصرف	148.91	162.22	182.22	190.66	194.01	178.93	144.13	114.13	97.33
العائد	4.74	4.60	4.45	3.73	3.54	3.23	2.19	2.42	2.48

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2000-2017)

من خلال الجدول رقم (4-28) و الذي يوضح العوائد المتأتية من توظيف الاحتياطيات الأجنبية خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2017 ، فلقد بلغت عائدات توظيف احتياطيات الصرف الاجنبي ذروتها بما قيمته 5.13 مليار دولار سنة 2008 مقارنة بسنة 2000 أين سجلت 0.38 مليار دولار (380 مليون دولار)، ثم أخذت هذه العوائد في التراجع خلال 2009-2017 و هذا على الرغم من التزايد المستمر في احتياطيات الصرف و تراكمها، غير أن هذه الزيادة لم تنعكس على

عائد توظيف الاحتياطيات بسبب انخفاض معدل الفائدة من أكثر من 3 % سنويا إلى أقل من 1.5 % سنويا وهو ما يفسر هذا التراجع في العوائد.

ثالثا- الفرق بين تكلفة الاقتراض الخارجي و عوائد توظيف الاحتياطيات: لقد قامت الجزائر بالتسديد المسبق للديون الخارجية، للتقليل من تكاليف حيازة الاحتياطيات من الصرف الأجنبي، كما هو موضح في الجدول رقم (4-29) أسفله.

الجدول رقم (4-29) : تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطيات الأجنبية خلال الفترة (2000-2017)

الوحدة (%)

السنوات	العوائد على الاحتياطيات (مليار دولار)	معدل العوائد على الاحتياطيات (%)	الفوائد على الدين الخارجي (مليار دولار)	معدل الفوائد على الدين الخارجي (%)	تكلفة الفرصة البديلة (%)
2000	0.38	3.19	1.93	7.64	- 4.45
2001	0.85	4.73	1.52	6.73	- 2.00
2002	0.68	2.94	1.31	5.78	- 2.84
2003	0.76	2.31	1.18	5.05	- 2.74
2004	0.99	2.30	1.29	5.91	- 3.61
2005	1.43	2.54	1.03	5.99	- 3.45
2006	2.42	3.11	0.76	13.54	- 10.43
2007	3.81	3.46	0.23	4.10	- 0.64
2008	5.13	3.58	0.187	3.16	+ 0.42
2009	4.74	3.18	0.173	3.04	+ 0.14
2010	4.598	2.83	0.110	1.94	+ 0.89
2011	4.453	2.44	0.241	5.47	- 3.03
2012	3.733	1.96	0.134	3.63	- 1.67
2013	3.548	1.83	0.067	1.97	- 0.14
2014	3.232	1.81	0.045	1.20	+ 0.61
2015	2.192	1.52	0.124	4.10	- 2.58
2016	2.424	2.12	0.027	0.70	+ 1.42
2017	2.48	2.55	0.04	0.01	+ 0.03

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2000-2017)

حيث نلاحظ من خلال الجدول أعلاه العوائد المتأتية من توظيف الاحتياطيات الأجنبية من سنة 2000 إلى غاية 2017 متدنية مقارنة بما تدفعه الجزائر من فوائد خدمة للديون الخارجية، وهذا بالرغم من التسديد المسبق للديون الخارجية، و ذلك يرجع إلى أن معدلات الفائدة المطبقة على توظيف الاحتياطيات متدنية جدا إذا ما قورنت بالفوائد المطبقة على عملية الإقراض، و هو ما يفسر ارتفاع تكلفة الفرصة البديلة إلى غاية 2006 أين وصلت إلى 10.43 %.

المبحث الرابع: أثر و درجة الاستجابة بين الاحتياطات الدولية و بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية في الجزائر دراسة قياسية خلال الفترة (1990-2017)

بعد التعرف على واقع الاحتياطات الدولية في الجزائر سواء من ناحية كيفية تحديد المستوى الأمثل لهذه الاحتياطات، أو طرق و آليات ادراكها من طرف بنك الجزائر، و سبل استخدامها و توظيف الفائض منها، فانه من الضروري البحث عن العلاقة بين الاحتياطات الدولية و بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية ، و ذلك من خلال استخدام اختبار التكامل المشترك لمحاولة التعرف على أثر و درجة الاستجابة بين الاحتياطات الدولية كمتغير تابع و بين المتغيرات المستقلة ممثلة في كل من الناتج المحلي الإجمالي و معدلات التضخم، و أسعار الصرف، و الحساب الجاري، و أخيرا درجة الانفتاح التجاري.

المطلب الأول: التحليل الاقتصادي و الإحصائي لمتغيرات الدراسة

تعد عملية فحص الخصائص الإحصائية للسلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة خطوة مهمة في كل الدراسات التطبيقية، التي تتناول بالدراسة، وجود و اتجاه العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية، و ذلك للبحث عن الخصائص الإحصائية لهذه المتغيرات، و التي من الممكن أن تعطي تفسيراً للتغيرات الحاصلة في مستوى الاحتياطات الأجنبية، و التي تمثل المتغير التابع، و تلك المتغيرات التي تمثل المتغير المستقل.

أولاً- التحليل الإحصائي و الاقتصادي للناتج المحلي الإجمالي (Pib): تتمثل كل من المعطيات الإحصائية و الاقتصادية للناتج الداخلي الخام فيما يلي:

1. التحليل الإحصائي: تتكون سلسلة الناتج الداخلي الخام (Pib) Produit Intérieur Brut من 28 مشاهدة سنوية تمتد من سنة 1990 إلى غاية 2017، حيث يتبين من قيم الإحصاءات الوصفية لمتغير الناتج الداخلي الخام كما هو مبين في الجدول رقم (4-30).

الجدول (4-30) الإحصاءات الوصفية للناتج الداخلي الخام (Pib)

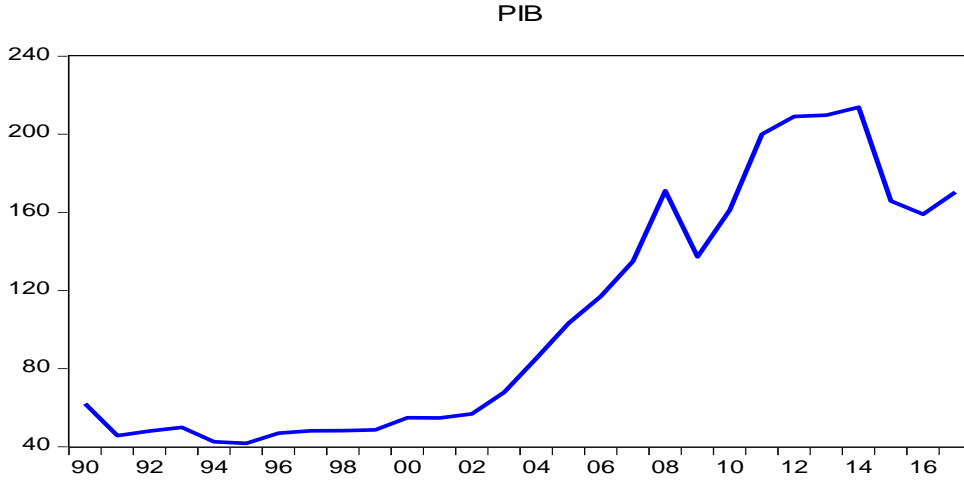
N= 28	PIB
Mean	105.5001
Median	76.59450
Maximum	213.8100
Minimum	41.76400
Std. Dev.	62.31509

المصدر : مخرجات 9 Eviews

نلاحظ من قيم المتغيرة (Pib)، أن الناتج الداخلي الخام المحقق في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1990-2017، كان محصوراً بين أقل قيمة 41.764 مليار دولار سنة 1995، و أعلى قيمة 213.81 مسجلة سنة 2014 ، بمتوسط بلغ 105.5001 مليار دولار، بينما ينصف هذه السلسلة مستوى وسيطي قدره 76.5945 مليار دولار، و تشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري بلغ 62.31509 مليار دولار. و هو ما يؤشر على تقلب هذه المتغيرة.

و الشكل رقم (4-8) يوضح بدوره تطور الناتج الداخلي الخام من خلال اتجاه المنحنى الذي يؤول إلى التزايد إلى غاية سنة 2009 أين عرف تناقص كبير و هذا راجع إلى تبعات الأزمة المالية 2008 و التي امتدت آثارها إلى غاية 2010 حيث عرف الناتج الداخلي الخام ارتفاعا إلى أن بلغ ذروته سنة 2014، ثم أخذ في التناقص إلى غاية 2017.

الشكل رقم (4-8): تطور الناتج المحلي الإجمالي للجزائر خلال الفترة (1990-2017)



المصدر : مخرجات 9 Eviews

2. التحليل الاقتصادي: يعرف الناتج الداخلي الخام على أنه مجموع القيم السوقية للسلع و الخدمات النهائية التي تم إنتاجها عن طريق عوامل الإنتاج الوطنية خلال فترة زمنية معينة، عادة ما تكون سنة. و بالتالي يعتبر أحسن مؤشر لتقدير نمو و تطور النشاط الإنتاجي، و الذي يقيس قيمة السلع و الخدمات المنتجة داخل الوطن، خلال فترة زمنية محددة لا تتجاوز السنة الواحدة، و يمكن أن تكون لمدة ثلاثة أشهر كما هو معمول به من طرف الولايات المتحدة الأمريكية.

أ. تطور الناتج المحلي الإجمالي: شهدت معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي تذبذبا ملحوظا خلال الفترة 2000-2017، كما هو مبين في الجدول (4-31)، فمن خلال الجدول نلاحظ وجود تذبذب في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، حيث سجل معدل النمو أدنى قيمة له سنة 2009 بـ 9.3% نتيجة تبعات الأزمة المالية 2008، كما سجل أعلى معدل نمو سنة 2000 بـ 27.3%، ثم تراوح هذا المعدل بين الارتفاع و الانخفاض دون أن يصل إلى المستوى القياسي المسجل سنة 2000، حيث هذه المعدلات تأثرت بالزيادة القياسية في أسعار النفط، و البرامج التنموية التي عرفتها الجزائر خلال عدة فترات بدء من 2001-2004 إلى غاية المخطط الخماسي الجاري 2005-2019.

فيما يتعلق بسنة 2017، فقد تباطأ النشاط الاقتصادي الوطني، حيث بالرغم من تحسن الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بسنة 2016 من خلال تسجيل قيمته 18906.6 مليار دينار، و لكن معدل نمو 1.6%، مقابل 3.3% في 2016. في حين خارج قطاع المحروقات (حسب ما جاء في التقرير السنوي 2017 لبنك الجزائر)، فقد اكتسب الناتج المحلي الإجمالي 0.3 نقطة مئوية ليبلغ 2.6% مقابل 2.3% في 2016.

فيما يخص التشغيل، فلم يصحب النمو الطفيف خارج المحروقات بتحسّن في نسبة البطال، و التي ارتفعت إلى 11.7% من القوى العاملة، أي ما يعادل 1.44 مليون عاطل عن العمل، مقابل 10.5% في 2016.

الجدول رقم (4-31): تطور الناتج المحلي الإجمالي للجزائر
خلال الفترة (2000-2017)
الوحدة (مليار دينار)

السنوات	الناتج المحلي الإجمالي	معدل النمو %
2000	4123.2	27.3
2001	4227.1	2.5
2002	4522.8	6.9
2003	5247.5	16.1
2004	6150.4	17.2
2005	7563.6	22.9
2006	8520.6	12.6
2007	9306.2	9.2
2008	10993.8	18.1
2009	9968.0	-9.3
2010	11991.6	20.3
2011	14526.6	21.1
2012	16115.4	10.9
2013	16569.3	2.8
2014	17205.1	3.8
2015	16702.1	3.8
2016	17406.8	3.7
2017	18906.6	1.6

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2000-2017)

ب. مكونات أو هيكل الناتج المحلي الإجمالي: بذلت الجزائر جهود معتبرة من أجل النهوض بالقطاعات المختلفة سواء كانت اقتصادية أو فلاحية أو صناعية أو خدمية، و ذلك من خلال البرامج الاقتصادية الكبرى الخماسية، و ذلك بهدف تطوير و تنويع مصادر الناتج المحلي الإجمالي خارج القطاعات المحروقات، على اعتبار هيمنة المدخيل المتأتية من قطاع المحروقات الذي لازال يسيطر بنسبة أكبر من 97 %، حيث كل جهود المبذولة لم تتجاوز 3 % من الدخيل خارج القطاع النفطي. و الجدول رقم (4-32)، يوضح تطور هيكل الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 2000-2017.

الجدول رقم (4-32): تطور الناتج المحلي الإجمالي للجزائر حسب القطاعات
خلال الفترة (2000-2017) / مليار دينار

السنوات	المحروقات	الفلاحة	الصناعة	بناء و أشغال عمومية	خدمات خارج الإدارة العمومية	خدمات الإدارات العمومية
2000	1616.3	346.2	294.5	335.0	832.3	424.5

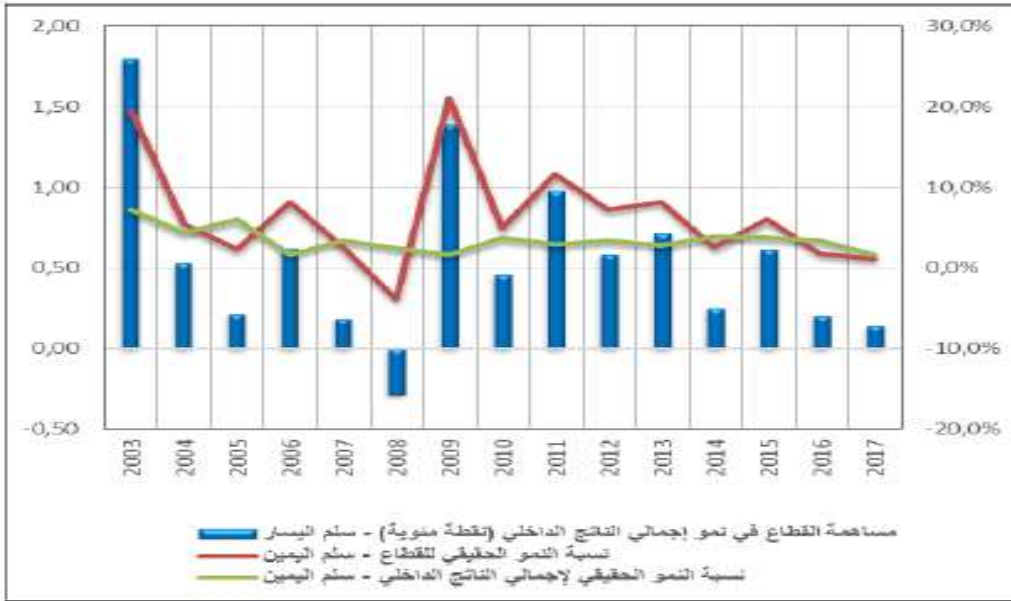
472.3	957.0	358.9	313.7	411.5	1443.9	2001
499.5	1024.2	409.9	336.6	417.2	1477.0	2002
553.8	1130.0	445.2	350.5	515.3	1868.9	2003
609.2	1302.2	508.0	390.5	580.5	2319.8	2004
631.9	1518.7	564.4	420.1	581.6	3352.9	2005
677.9	1708.4	674.3	444.4	641.3	3882.2	2006
782.4	1910.7	825.1	463.7	704.2	4089.3	2007
1034.3	2189.3	967.8	483.0	722.8	5000.1	2008
1197.2	2349.1	1094.8	570.7	931.3	3109.1	2009
1587.1	25.86.3	1257.4	617.4	1015.3	4180.4	2010
2386.6	2862.6	1333.3	663.8	1183.2	5242.1	2011
2654.4	3205.6	1491.2	728.6	1421.7	5336.4	2012
2524.5	3827.4	1620.2	765.5	1627.8	4968.0	2013
2715.4	4191.0	1794.0	837.0	1771.5	4657.8	2014
2910.7	5446.6	1917.2	904.6	1935.1	3134.2	2015
3018.9	4837.8	2069.3	957.7	2140.3	3025.2	2016
3121.3	5153.9	2213.6	1037.0	2318.9	3608.8	2017

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2000-2017)

من خلال الجدول أعلاه يمكن ملاحظة النقاط التالية:

✓ الإنتاج الفلاحي: بالرغم من ارتفاع مساهمة القطاع الفلاحي في الناتج المحلي الإجمالي بالنظر إلى الوتيرة المتزايدة خلال الفترة 2017-2000، إلا أنه حسب ما جاء في نفس التقرير السنوي السابق، فإوتيرة نمو القيمة المضافة لقطاع الفلاحة شهدت انخفاضا من حيث بلغت 1.2% في 2017، مقابل 1.8% في 2016، و 6% في 2015. كما يوظف هذا القطاع 1.102 مليون شخص، أي ما يعادل 10.1% من القوى المشغلة، و تقدر القيمة المضافة المولدة في هذا القطاع بـ 2318.9 مليار دينار، أي ما نسبته 16.2% من القيمة المضافة للاقتصاد بمفهومه الحقيقي، و 12.3% من الناتج المحلي الإجمالي. و الشكل الموالي يوضح مساهمة قطاع الفلاحة في نمو الناتج المحلي الإجمالي.

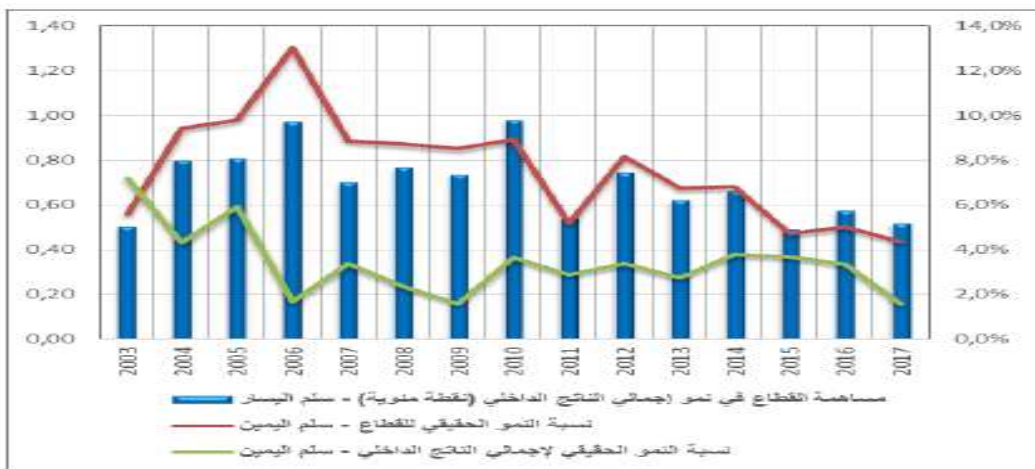
الشكل (4-9): مساهمة قطاع الفلاحة في نمو الناتج المحلي الإجمالي للجزائر



المصدر: التقرير السنوي 2017، بنك الجزائر، ص 15

✓ البناء و الأشغال العمومية و الري: نلاحظ ارتفاع مساهمات هذا القطاع في الناتج المحلي الإجمالي بشكل متزايد منذ 2000 إلى غاية 2017 كما هو مسجل في الجدول أعلاه، غير أنه و كما جاء في تقرير بنك الجزائر لسنة 2017، فقد تواصل توسع النشاط في هذا القطاع بوتيرة قدرها 4.4 % في تراجع ب 0.6 % نقطة مئوية مقارنة بسنة 2016. أما من حيث القيمة تقدر الثروة الناجمة عن قطاع البناء و الأشغال العمومية و الري ب 2213.6 مليار دينار، أي بما نسبته 15.4 % من القيمة المضافة للاقتصاد بمفهومه الحقيقي، و 11.7 % من الناتج المحلي الإجمالي، و الشكل الموالي يبرز مساهمة هذا القطاع في نمو الناتج المحلي الإجمالي.

الشكل (4-10): مساهمة قطاع البناء و الأشغال العمومية في نمو الناتج المحلي الإجمالي للجزائر

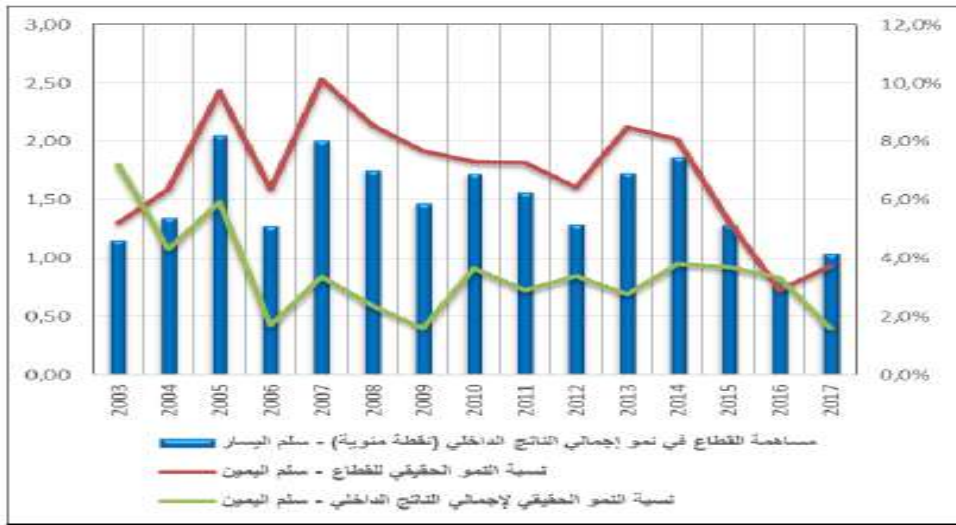


المصدر: التقرير السنوي 2017، بنك الجزائر، ص 18

✓ الخدمات المسوقة و غير المسوقة: بلغت القيمة المضافة للخدمات المسوقة و غير المسوقة 8329.4 مليار دينار في 2017، أي ما نسبته 44.1% من الناتج المحلي الإجمالي، باعتباره أهم قطاع نشاط في الاقتصاد الجزائري، و يشغل هذا القطاع ما يقارب 6.4 مليون شخص (59.1 من التشغيل الإجمالي)،

و اكتسبت وتيرة توسع النشاط في الخدمات المسوقة 0.9 نقطة مئوية من النمو في 2017، لتبلغ 3.8% بعدما كانت قد انخفضت إلى 2.9% سنة 2016، و 5.3% في 2015. و قد بلغ تدفق الثروة المنتجة 5153.9 مليار دينار، أي ما يمثل 27.3% من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي. و الشكل الموالي يوضح مساهم قطاع الخدمات المسوقة في نمو الناتج الداخلي الخام.

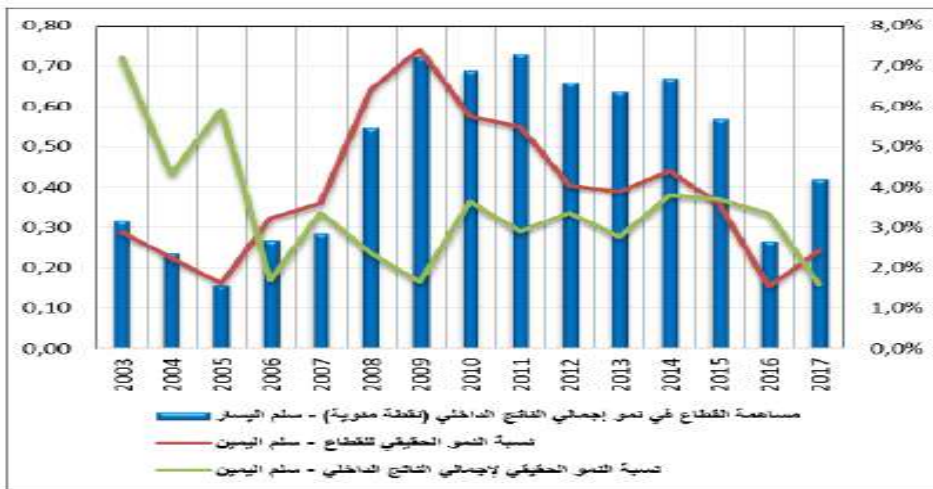
الشكل (4-11): مساهمة قطاع الخدمات المسوقة في نمو الناتج المحلي الإجمالي للجزائر



المصدر: التقرير السنوي 2017، بنك الجزائر، ص 19

كما و الشكل رقم (4-12)، يوضح مساهمة قطاع الخدمات غير المسوقة في نمو الناتج المحلي الإجمالي مثل ما هو موضح أسفله.

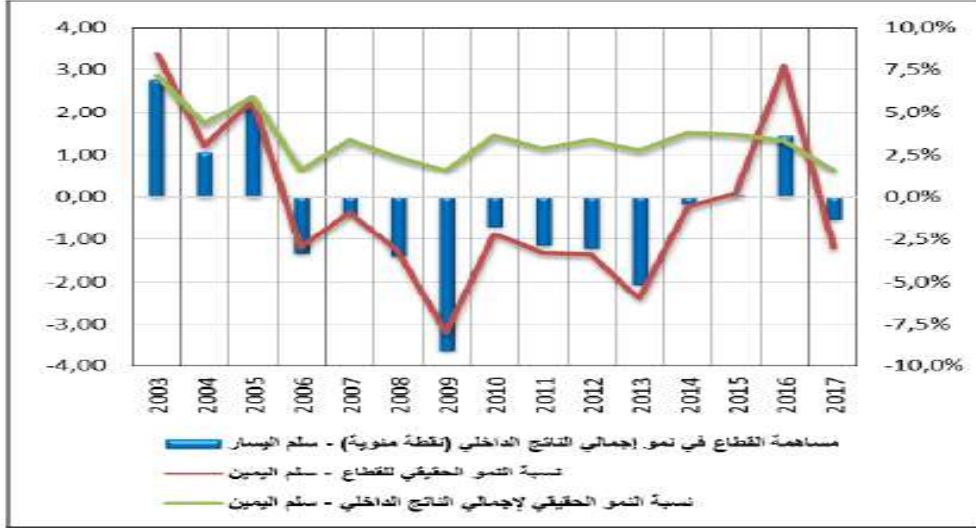
الشكل (4-12): مساهمة قطاع الخدمات غير المسوقة في نمو الناتج المحلي الإجمالي للجزائر



المصدر: التقرير السنوي 2017، بنك الجزائر، ص 19

✓ **قطاع الصناعة:** تعد وتيرة التوسع في النشاط في قطاع الصناعة سنة 2017 ، الأكثر ارتفاعا بـ 4.8 % مقابل 3.8 % في 2016، كما بلغ تدفق الثروة المنتجة من طرف هذا القطاع 1037.0 مليار دينار، أي ما يمثل 5.5 % من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي، و يساهم توسعه بواقع 17 % في النمو الإجمالي للنشاط الاقتصادي، مقابل 6.2 في 2016. والشكل الموالي يوضح مساهمة قطاع الصناعة في نمو إجمالي الناتج المحلي الإجمالي.

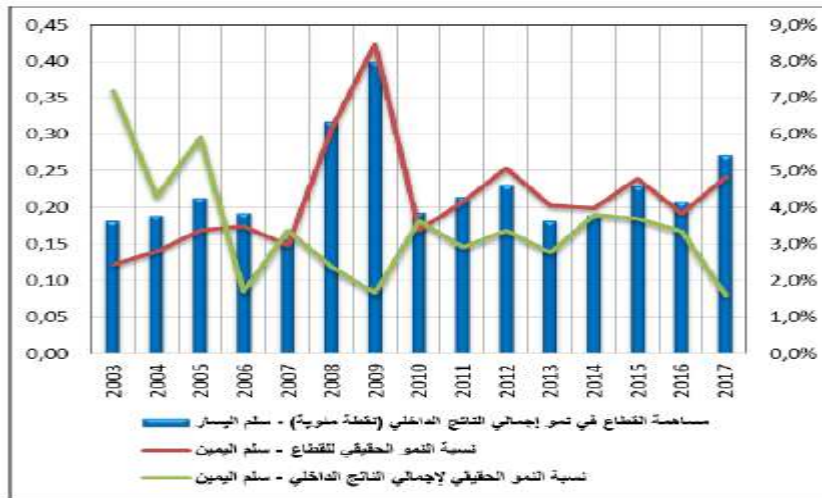
الشكل (4-13): مساهمة قطاع الصناعة في نمو الناتج المحلي الإجمالي للجزائر



المصدر: التقرير السنوي 2017، بنك الجزائر، ص 22

✓ **قطاع المحروقات:** بعد التوسع الكبير من حيث الحجم الذي تم تسجيله في سنة 2016 بما نسبته 7.7 % ، عاود النشاط الاقتصادي في قطاع المحروقات نحو التراجع في الإنتاج و الذي تم تسجيله خلال السنوات 2006-2014 ، مع نمو سلبي في القيمة المضافة (- 3 %) ، ترافقا مع مساهمة سلبية في النمو الإجمالي (- 32.4 %) ، في حين ارتفعت حصة قطاع المحروقات في إجمالي الناتج الاسمي، منتقلة من 17.4 % في 2016 إلى 19.1 % في 2017. و الجدول الموالي يوضح مساهمة قطاع المحروقات في نمو إجمالي الناتج الداخلي.

الشكل (4-14): مساهمة قطاع المحروقات في نمو الناتج المحلي الإجمالي للجزائر



المصدر: التقرير السنوي 2017، بنك الجزائر، ص 20

من حيث القيمة الجارية بلغت القيمة المضافة لقطاع المحروقات 3608.8 مليار دينار، أي بزيادة قدرها 19.3 % مقارنة بسنة 2016 ، نتيجة لتحسن سعر برميل النفط في 2017 مقارنة بالسنة 2016.

ثانيا- التحليل الإحصائي و الاقتصادي لمعدل التضخم (Tinf): تظهر كل من المعطيات الإحصائية و الاقتصادية لمعدل التضخم كمايلي:

1. التحليل الإحصائي: تتكون سلسلة معدل التضخم (Tinf) Taux d'inflation من 28 مشاهدة سنوية تمتد من سنة 1990 إلى غاية 2017، حيث يتبين من قيم الإحصاءات الوصفية لمعدل التضخم كما هو موضح في الجدول رقم (4-33).

الجدول (4-33): الإحصاءات الوصفية لمعدل التضخم (Tinf)

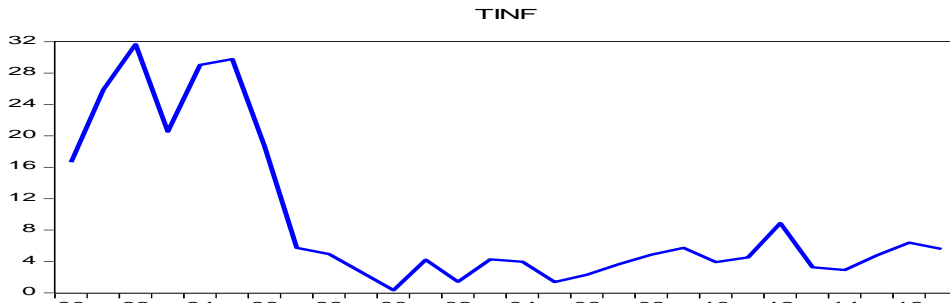
N= 28	TINF
Mean	9.215500
Median	4.823500
Maximum	31.66900
Minimum	0.339000
Std. Dev.	9.619285

المصدر: مخرجات 9 Eviews

نلاحظ من قيم المتغيرة (Tinf)، أن معدل التضخم المحقق في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1990-2017، كان محصورا بين أقل قيمة 0.34 % سنة 1992، و أعلى قيمة 31.67 % مسجلة سنة 2000 ، بمتوسط بلغ 9.2155 %، بينما ينصف هذه السلسلة مستوى وسيطي قدره 4.8235 % ، و تشتت قيم السلسلة عن متوسطها بأخلاف معياري بلغ 9.619285 % . و هو ما يؤشر على تقلب هذه المتغيرة.

و الشكل رقم (4-15) يوضح بدوره تطور معدل التضخم من خلال اتجاه المنحنى الذي يؤول إلى التناقص الحاد إلى غاية سنة 2000 ، أخذت النسبة في الارتفاع و الانخفاض لكن بمستويات تعتبر مقبولة بحكم طبيعة الاقتصاد الجزائري و مقاييس الدول النامية.

الشكل رقم (4-15): تطور معدل التضخم في الجزائر خلال الفترة (1990-2017)



المصدر: مخرجات 9 Eviews

2. التحليل الاقتصادي: يعتبر التضخم ظاهرة قديمة نشأة و لها العديد من الإشكال و التي تظهر فيمايلي:

- ✓ تضخم الأسعار، بمعنى الزيادة المفرطة في الأسعار.
- ✓ تضخم الدخل، أي الزيادة الاسمية في الدخول النقدية كالأجور و الإرباح.
- ✓ تضخم التكاليف، أي زيادة التكاليف .
- ✓ التضخم النقدي، بمعنى الإفراط في الإصدار النقدي مما يؤدي إلى زيادة السيولة دون مقابل (التيسير الكمي).

و الجدول رقم (4-34)، يوضح تطور معدلات التضخم في الجزائر خلال الفترة 1990-2017، كما هو مبين أسفله

الجدول رقم (4-34): تطور معدلات التضخم في الجزائر خلال الفترة (1990-2017) / %

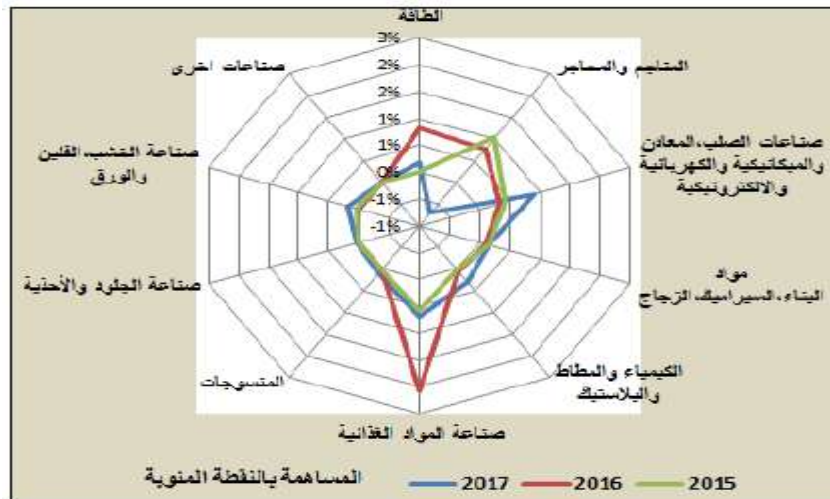
السنوات	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
معدل التضخم	16.65	25.89	31.67	20.54	29.05	29.78	18.68	5.73	4.95	2.64
السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
معدل التضخم	0.34	4.22	1.42	4.27	3.96	1.38	2.31	3.67	4.86	5.73
السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017		
معدل التضخم	3.91	4.52	8.89	3.25	2.92	4.78	6.4	5.59		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (1990-2017)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معدلات التضخم عرفت ارتفاع كبير لكنه متذبذب خلال الفترة 1990-1996، ثم أخذت في التراجع بدء من 1997، حيث سجلت أدنى قيمة لها سنة 2000 بـ 0.34 %، ثم عاودت الارتفاع المتذبذب من سنة 2001 إلى غاية 2016، و ترجع أسباب هذا التذبذب في معدلات التضخم إلى العديد من الأسباب و التي من بينها التحول إلى اقتصاد السوق، و نمو حجم الواردات بسبب تحرير التجارة الخارجية، و زيادة المعروض النقدي، و ارتفاع أسعار السلع.

فيما يتعلق بسنة 2017، و حسب التقرير السنوي لبنك الجزائر، فانه بالمقارنة بسنة 2016 فان مؤشرات التضخم و نسبة مساهمة كل قطاع في تضخم الإنتاج الصناعي كما هو مبين في الشكل رقم (4-15)، كانت على النحو التالي:

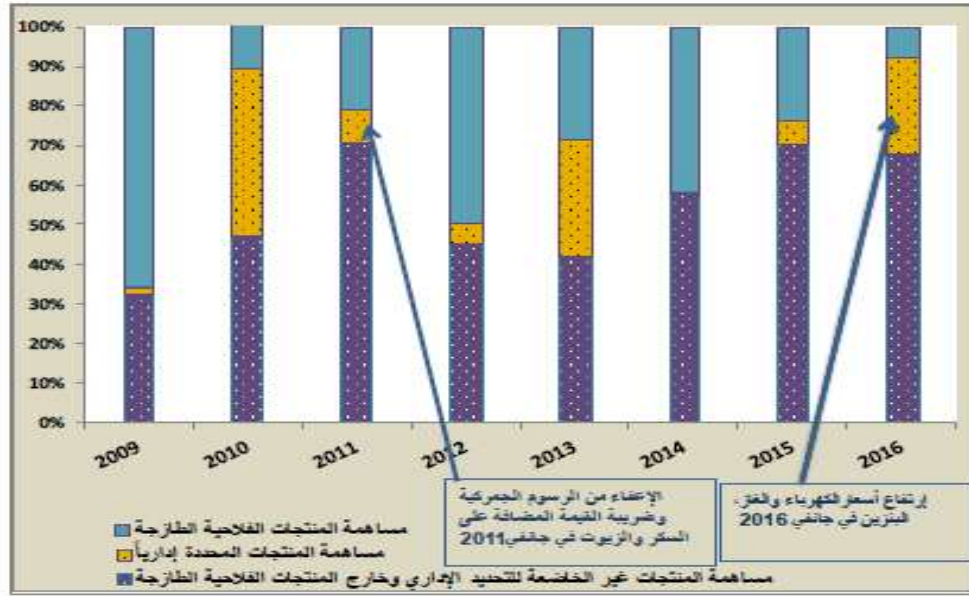
الشكل رقم (4-16): نسبة مساهمة القطاعات في تضخم الإنتاج الصناعي في الجزائر



المصدر: تقرير بنك الجزائر السنوي 2017، ص 28

- فقد بلغ مؤشر أسعار الاستهلاك 5.9 % في 2017، كما عرف الاتجاه التنازلي لتضخم مؤشر القيم الوحودية للمواد الغذائية المستوردة، انعطافا في 2017 ليبلغ 7.4 % في حين تواصل الاتجاه التصاعدي لمؤشر القيم الوحودية للمواد الاستهلاكية المستوردة من غير المواد الغذائية، الذي بدأ منذ 6 سنوات بوتيرة مرتفعة بلغت 6.1 %.
 - ارتفع المتوسط السنوي لمؤشر الأسعار عند الاستهلاك للمنتجات ذات محتوى مستورد كبير بـ 4.8 % ، بانخفاض قدره 2.05 نقطة مئوية في سنة واحدة، كما هو الحال بالنسبة لأسعار المنتجات المحددة إداريا، و التي انخفضت بـ 0.6 نقطة مئوية ليبلغ معدل ارتفاعها 1.3 % بسبب تراجع تضخم الأسعار المحددة إداريا للمنتجات غير الغذائية.
 - بلغ معدل التضخم الأساسي، المقاس بمؤشر الأسعار خارج المنتجات الفلاحية 5.3 % ، في حين بلغ معدل التضخم الأساسي المقاس بمؤشر الأسعار خارج المنتجات الفلاحية و خارج المواد المحدد سعرها إداريا 6.8 % ، بتجاوزه مستوى التضخم الكلي فاه يعكس استمرارية التضخم الهيكلي.
 - تباطأ مستوى التضخم السنوي لأسعار الإنتاج الصناعي للقطاع العمومي بشدة منتقلا من 4.1 % في سنة 2016 إلى 1.9 % في 2017، بينما ارتفع ذلك الخاص بالصناعة المعملية بـ 2.7 % مقابل 2.8 % في سنة 2016.
 - كانت معدلات التضخم لأسعار الإنتاج، لأربعة من بين ثمانية قطاعات النشاط للصناعة المعملية، متواضعة و أقل من معدل التضخم الكلي (2.7 %) ، حيث تراوحت بين 0.35 % لفرع الصناعات المختلفة، و 2 % لفرع صناعة المواد الغذائية.
 - في القطاعات الأخرى الأربعة التي تسببت في تضخم أسعار الصناعة المعملية، نجد أن تضخم أسعار قطاع الصناعة الحديدية و المعدنية و الالكترونية و الكهربائية الذي بلغ 3.4 % ، قد ساهم بنسبة 38 % في التضخم الكلي. كما نجد أن تضخم أسعار قطاع الكيمياء و المطاط و البلاستيك البالغ 3.3 % قد ساهم في التضخم الكلي بنسبة 13 %، أما تضخم أسعار قطاع الخشب و الفلين البالغ 5.1 % فقد ساهم بـ 8.4 % من التضخم الكلي، أما تضخم أسعار قطاع النسيج البالغ 3.3 % فقد ولد 4 % من التضخم الكلي. و الشكل الموالي يبين نسبة مساهمة كل قطاع في تضخم الناتج الصناعي.
- كما كان عليه الحال في سنتي 2015 و 2016 ، نتج التضخم في سنة 2017 أساس عن تضخم أسعار أربعة مجموعات من بين الثمانية (التغذية ، الملابس و الأحذية، النقل، و مواد متنوعة) و المقدر ترجيحها بـ 75 % من المؤشر الكلي حيث ساهمت بواقع 86.7 % في التضخم. كما عرف التضخم الهيكلي (الأساسي)، الذي سجل سنة 2015 نسبة قدرها 4.8 % و في سنة 2016 نسبة قدرها 7.8 % توقف في فيفري 2017 ليتراجع الى 5.3 % في نهاية سنة 2017. و الشكل الموالي يوضح المتوسط السنوي لتضخم الأسعار حسب فئات المنتجات في ديسمبر 2017.

الشكل رقم (4-17): مساهمة التضخم الهيكلي في إجمالي التضخم في الجزائر



المصدر: تقرير بنك الجزائر السنوي 2017، ص 38

ثالثاً- التحليل الإحصائي و الاقتصادي لأسعار الصرف (Tch) : تظهر كل من المعطيات الإحصائية و الاقتصادية لمعدل التضخم كمايلي:

1. التحليل الإحصائي: تتكون سلسلة أسعار الصرف (Tch) Taux de change من 28 مشاهدة سنوية تمتد من سنة 1990 إلى غاية 2017، حيث يتبين من قيم الإحصاءات الوصفية لمتغير سعر الصرف كما هو موضح في الجدول رقم (4-35).

الجدول (4-35): الإحصاءات الوصفية لسعر الصرف (Tch)

N= 28	TCH
Mean	65.46654
Median	72.64700
Maximum	110.9730
Minimum	8.957000
Std. Dev.	25.30851

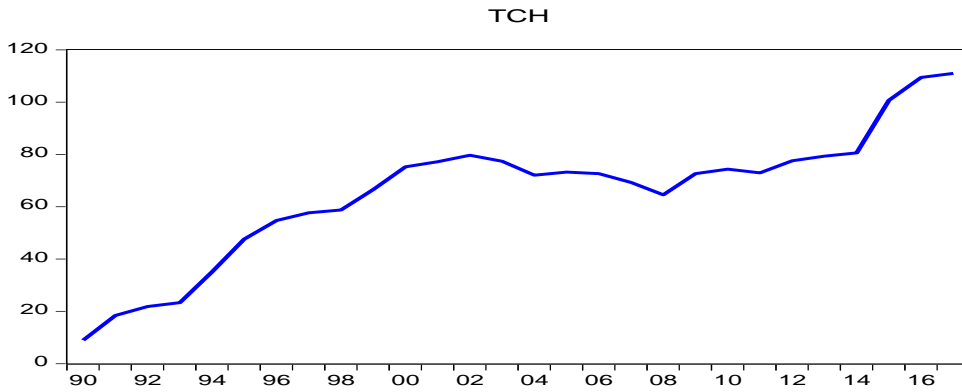
المصدر: مخرجات 9 Eviews

نلاحظ من قيم المتغيرة (Tch)، أن سعر الصرف المحقق في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1990-2017، كان محصوراً بين أقل قيمة 8.957 دينار سنة 1990، و أعلى قيمة 110.973 دينار مسجلة سنة 2017، بمتوسط بلغ 65.46654

دينار ، بينما ينصف هذه السلسلة مستوى وسيطي قدره 72.647 دينار ، و تشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري بلغ 25.30851 دينار، و هو ما يؤشر على عدم تجانس مستويات السلسلة.

و الشكل رقم (4-18) يوضح بدوره تطور سعر الصرف من خلال اتجاه المنحنى الذي يؤول إلى الارتفاع إلى غاية سنة 2008 أين بدأ في الانخفاض التدريجي إلى أن وصل 69.292 دينار للدولار الواحد، ثم عاود السعر في الارتفاع إلى أن بلغ ذروته سنة 2017 بـ 110.973 دينار للدولار الواحد.

الشكل رقم (4-18): تطور سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار خلال الفترة (1990-2017)



المصدر: مخرجات 9 Eviews

2. التحليل الاقتصادي: إن إدارة أسعار الصرف لا تتوقف على نوعية الترتيبات المتخذة، بل تقتضي إتباع سياسات اقتصادية مرنة و متزنة على المستوى الوطني، حتى تتمكن من الحفاظ على استقرار سعر صرف العملة الوطنية.

و يعرف سعر الصرف على أنه الأداة الرئيسة ذات التأثير المباشر على العلاقة بين الأسعار المحلية و الأسعار الخارجية، و كثيرا ما يكون الأداة الأكثر فعالية عندما يقتضي الأمر تشجيع الصادرات و توفير الواردات.

أ. مراحل تطور سعر الصرف في الجزائر: فيما يتعلق تطور سعر الصرف في الجزائر فقد مر بعدة مراحل يمكن إنجازها فيمايلي:

- مرحلة ربط الدينار بعملة واحدة: و ذلك من خلال ربط الدينار الجزائري مباشرة بعد الاستقلال بالفرنك الفرنسي، حيث كان سعر صرف الدينار ثابتا مقابل الفرنك الفرنسي إلى غاية 1973.
- مرحلة ربط الدينار بسلة من العملات: في هذه المرحلة تم تثبيت سعر صرف الدينار بسلة من العملات مكونة من 14 عملة، حيث كل عملة لها وزن في جانب الإنفاق من الحساب الجاري الذي يشتمل على كل من الواردات من السلع و الخدمات، و الفوائد المدفوعة على خدمة الديون الخارجية، و تسديد رأس المال.
- مرحلة الصرف (1973-1986): تميزت باستقرار سعر صرف الدينار بحكم التسيير الإداري لسعر الصرف دون مراعاة الحقيقة الاقتصادية ممثلة في تدهور القدرة الشرائية للدينار.
- مرحلة الصرف (1986-1994): و التي تميزت بمحاولة تعديل سعر الصرف للدينار من أجل الاقتراب من قيمته التوازنية الحقيقية، و ذلك من خلال تخفيض الرسمي للدينار.

- مرحلة سعر الصرف المرن: من خلال ما يسمى بنظام جلسات التثبيت بداية من أكتوبر 1994 إلى غاية نهاية 1995، والذي بموجبه يتم تنظيم جلسات أسبوعية، ثم أصبحت يومية بين ممثلي المصارف التجارية و بنك الجزائر.
 - مرحلة التعويم المدار للدينار: تم تبني نظام التعويم المدار، و الذي أصبح من خلال يتم تحديد سعر صرف الدينار وفق العرض و الطلب بالسوق ما بين البنوك التي أنشأت في 02/01/1996، مع تدخل بنك الجزائر في حالة تدهور قيمة صرف الدينار.
- ب. وضعية سعر صرف الدينار الجزائري: من خلال الجدول رقم (4-36) الذي يوضح تطور سعر صرف الدينار مقابل الدولار خلال الفترة 1990-2017 كمايلي:

الجدول رقم (4-36): تطور سعر صرف الدينار مقابل الدولار خلال الفترة (1990-2017)

الوحدة (مقابل 1 دولار)

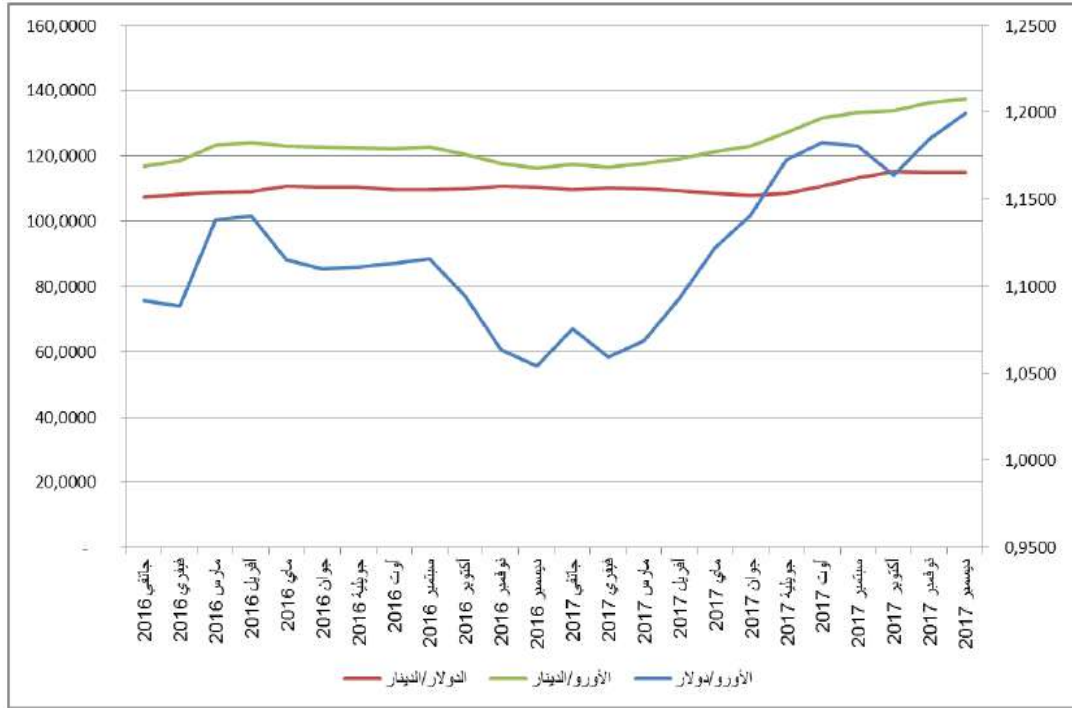
السنوات	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
سعر صرف الدينار	8.95	18.74	21.83	23.34	35.05	47.66	54.74	57.70	58.73	66.57
السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
سعر صرف الدينار	75.26	77.21	79.68	77.39	72.06	73.27	72.64	69.29	64.85	72.64
السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017		
سعر صرف الدينار	74.38	72.93	77.53	79.36	80.57	100.6	109.4	110.9		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (1990-2017)

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ الاتجاه المتزايد لسعر صرف الدينار خلال الفترة 1990-2002، منتقلا من 8.95 دينار للدولار الواحد سنة 1990 إلى 79.68 دينار مقابل 1 دولار، ثم أخذ سعر الصرف بالتذبذب بين الارتفاع و الانخفاض إلى أن تجاوز حاجز المائة دينار للدولار الواحد سنة 2015 حيث سجل 100.6 دينار لكل واحد دولار، ثم واصل ارتفاعه مقابل الدولار إلى أن بلغ 110.9 دينار.

فيما يتعلق بوضعية سعر الصرف للدينار، فحسب التقرير السنوي لبنك الجزائر لسنة 2017، بالنسبة للدينار الجزائري، فقد أدى ارتفاع سعر صرف اليورو مقابل الدولار ب 12.3 % إلى نفس اتجاه تطور سعر صرف اليورو مقابل الدينار، و هكذا و بالمتوسط السنوي، انخفض سعر صرف الدينار بنسبة 3.3 % مقابل اليورو في سنة 2017، مقارنة بانخفاض بلغ 0.8 % بين 2015 و 2016 مقابل للدولار الأمريكي، و بالمتوسط الشهري فقد انتقل سعر صرف الدينار من 110.9002 دينار للدولار الواحد في ديسمبر 2016 إلى 115.2419 دينار للدولار الواحد في ديسمبر 2017، أي بتراجع قدره 3.8 % . أما على أساس سعر الصرف في نهاية الفترة، فقد انخفضت قيمة الدينار بنسبة 15.4 % مقابل اليورو، و بنسبة 3.8 % مقابل الدولار الأمريكي بين نهاية ديسمبر 2016 و نهاية ديسمبر 2017، كما و حدثت الانخفاضات المعتبرة في سعر صرف الدينار في السداسي الثاني من سنة 2017، حيث سجلت (- 10.5 %) مقابل اليورو، و (- 6.2 %) مقابل الدولار الأمريكي. و الجدول الموالي يوضح تطور أسعار صرف الدينار مقابل عمليتي اليورو و الدولار و كذلك سعر صرف اليورو مقابل الدولار، كما هو مبين أسفله.

الشكل رقم (4-19): تطور سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار و اليورو / و اليورو مقابل الدولار



المصدر: تقرير بنك الجزائر لسنة 2017، ص 54

رابعاً- التحليل الإحصائي و الاقتصادي للمعروض النقدي (M2): تتمثل كل من المعطيات الإحصائية و الاقتصادية للكتلة النقدية المتداولة في الجزائر كمايلي:

1. التحليل الإحصائي: تتكون سلسلة المعروض النقدي (M2) Masse monétaire من 28 مشاهدة سنوية تمتد من سنة 1990 إلى غاية 2017، حيث يتبين من قيم الإحصاءات الوصفية لمتغير الكتلة النقدية كما هو مبين في الجدول رقم (4-37).

الجدول (4-37): الإحصاءات الوصفية للمعروض النقدي (M2)

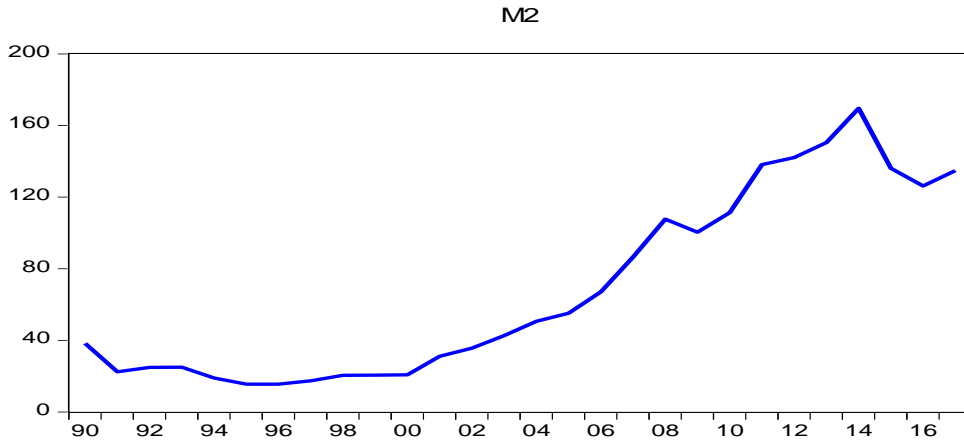
N= 28	M2
Mean	68.75496
Median	46.60200
Maximum	169.5720
Minimum	15.49300
Std. Dev.	51.73034

المصدر : مخرجات 9 Eviews

نلاحظ من قيم المتغيرة (M2)، أن المعروض من النقد المحقق في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 2000-2017، كان محصورا بين أقل قيمة 15.493 مليار دولار سنة 1995، و أعلى قيمة 169.572 مسجلة سنة 2014 ، بمتوسط بلغ 68.75496 مليار دولار، بينما ينصف هذه السلسلة مستوى وسيطي قدره 46.602 مليار دولار، و تشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري بلغ 51.73034 مليار دولار. و هو ما يؤشر على تقلب هذه المتغيرة.

و الشكل رقم (4-20) يوضح بدوره تطور الكتلة النقدية من خلال اتجاه المنحنى الذي يؤول إلى التزايد إلى أن بلغ ذروته سنة 2013 ، ثم بدأ في التراجع إلى أن بلغت الكتلة النقدية المتداولة 134.972 مليار دولار سنة 2017.

الشكل رقم (4-20): تطور الكتلة النقدية في الجزائري خلال الفترة (1990-2017)



المصدر: مخرجات 9 Eviews

2. التحليل الاقتصادي: تحوي الكتلة النقدية على كل أنواع وسائل الدفع الفورية التي بحوزة الأعوان الاقتصاديين داخل التراب الوطني، و تتكون أساسا من النقود الورقية البنكية و الأنواع الأخرى من النقود و الودائع عند المؤسسات المالية و المصرفية، و قد مر تطور الكتلة النقدية في الجزائر بعدة مراحل كما هو مبين في الجدول رقم (4-38).

الجدول رقم (4-38): تطور الكتلة النقدية المتداولة في الجزائر خلال الفترة (1990-2017)

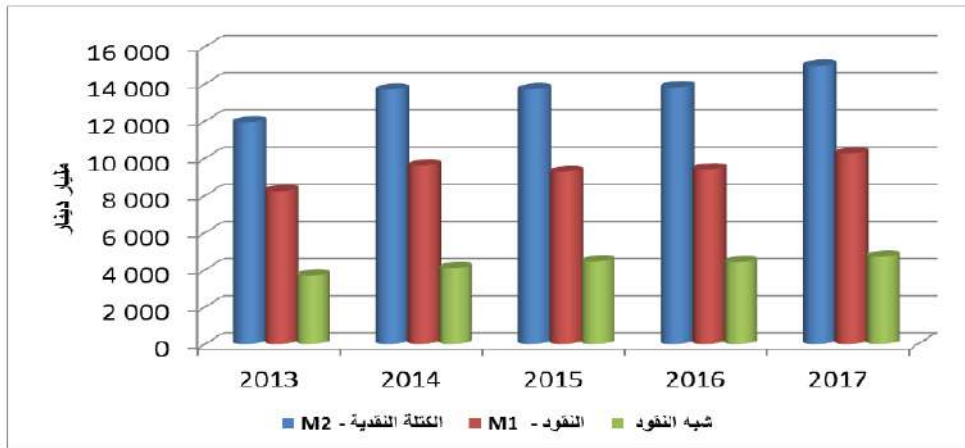
السنوات	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
الكتلة النقدية	38.328	22.45	24.93	25.02	18.95	15.52	15.49	17.38	20.42	20.53
السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
الكتلة النقدية	20.72	31.12	35.60	42.63	50.73	55.14	67.03	86.51	107.7	100.38
السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017		
الكتلة النقدية	111.32	138.13	142.06	150.45	169.57	136.1	126.24	134.79		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات البنك الدولي حول الجزائر

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن الكتلة النقدية المتداولة تراوحت بين الارتفاع و الانخفاض خلال الفترة 1990-1997 حيث لم تتجاوز 18 مليار دولار، ثم بدأت في الزيادة بوتيرة متباطئة ابتداء من سنة 1998 إلى غاية سنة 2000، حيث لم تتجاوز كذلك 21 مليار دولار، ثم بعد تحسن المداخيل البترولية من جراء ارتفاع أسعار البترول، و هو ما انعكس إيجابا على ارتفاع الكتلة النقدية المتداولة، و التي تجاوزت 31 مليار دولار، ثم أخذت في الزيادة مستفيدة من طفرة الأسعار البترولية إلى أن

سجلت أعلى قيمة سنة 2014 بما مقداره 169.57 مليار دولار، ثم تراجعت سنوات 2015-2017 بسبب تراجع المداحيل البترولية و سياسة بنك الجزائر في الحد من زيادة السيولة النقدية دون مقابل من خلال سياسة التعقيم النقدي. أما فيما يتعلق بتطور الكتلة النقدية سنة 2017، فال تقرير السنوي لبنك الجزائر لسنة 2017، يظهر أن الكتلة النقدي M2 لم تعرف تزايد سنني 2015-2016 إلا بمقدار 0.1 % و 0.8 % على التوالي، في حين الأرصدة النقدية و شبه النقدية (M2) ارتفعت ب 8.3 % من جراء الارتفاع القوي للودائع تحت الطلب بالبنوك، حيث ارتفعت ب 20.1 % مقابل 6.8 % بالنسبة للودائع لأجل، و ب 4.9 % فيما يتعلق بتداول الورق النقدي. و الشكل الموالي يوضح تطور الكتلة النقدية في الجزائر خلال الفترة 2013-2017 كما هو موضح أسفله.

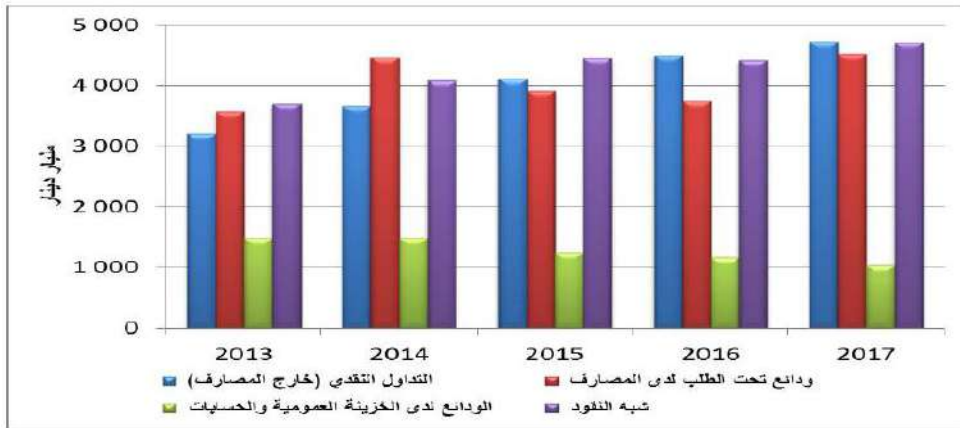
الشكل رقم (4-21): تطور الكتلة النقدية في الجزائري خلال الفترة (2013-2017)



المصدر: تقرير بنك الجزائر لسنة 2017، ص 123

ولقد انعكس الارتفاع الكبير للودائع تحت الطلب على مستوى البنوك بعد تراجعها ب 4.2 % في 2016، بزيادة المجمع النقدي M1 بما يقارب 9 % سنة 2017 (مقابل 1.6 % في 2016)، و ذلك رغم تراجع تزايد كل من التداول النقدي الورقي، الذي لم يرتفع إلا ب 4.9 % مقابل 9.5 % في 2016، و الودائع لدى مركز صكوك البريد (2 % مقابل 7.4 % في 2016)، أما الودائع لدى الخزينة العمومية فقد عرفت مرة أخرى تراجع كبير بلغ (- 35.5 %) سنة 2017 مقابل (- 24.6 %) في 2016. بالإضافة إلى ذلك نجم ارتفاع الكتلة النقدية ب 8.4 % إلى حد كبير عن ارتفاع الودائع تحت الطلب في البنوك و المتعلقة أساسا بقطاع المحروقات و ارتفاع الودائع لأجل، في المقابل تراجعت وتيرة نمو تداول النقد الورقي بوضوح في 2017 مما جعلها حصتها ضمن الكتلة النقدية M2 تنقلص لتصل 31.5 % في نهاية ديسمبر 2017. و الشكل الموالي يظهر هيكل الكتلة النقدية المتداولة في الجزائر خلال الفترة 2013-2015 كما هو مبين أسفله.

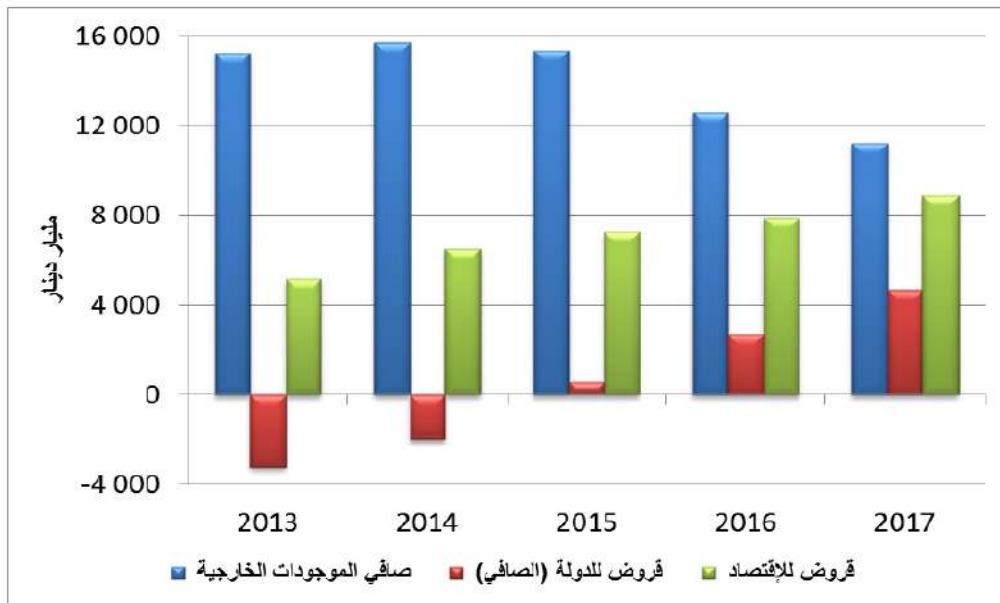
الشكل رقم (4-22): تطور هيكل الكتلة النقدية في الجزائر خلال الفترة (2013-2017)



المصدر: تقرير بنك الجزائر لسنة 2017، ص 124

فيما يتعلق بمقابلات الكتلة النقدية ، و كما كان عليه الحال في سنتي 2015 و 2016 يشير تطور مقابلات الكتلة النقدية M2 (أنظر الشكل 4-12 أسفله)، إلى إن قروض النظام المصرفي الموجه للدولة خاصة تلك المتعلقة ببنك الجزائر، لا تزال تشكل المصدر الرئيسي للتوسع النقدي (M2)، ففي ظرف يتميز بانخفاض في التدفقات السلبية لاحتياطيات الصرف، ذات الصلة بالعجز في الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات بما يقارب 2437 مليار دينار من تقلص للاحتياطي النقدي، فان تدفقات القروض الموجهة للدولة و المقدره ب 2009.7 مليار دينار، خصوصا تلك المتعلقة ببنك الجزائر (2837.5 مليار دينار)، و بدرجة أقل تدفقات القروض الموجهة للاقتصاد، و المقدره ب 970.1 مليار دينار، هي التي تفسر الارتفاع في الكتلة النقدية M2 بمبلغ 1158.3 مليار دينار سنة 2017.

الشكل رقم (4-23): مقابلات الكتلة النقدية في الجزائر خلال الفترة (2013-2017)



المصدر: تقرير بنك الجزائر لسنة 2017، ص 124

خامسا- التحليل الإحصائي و الاقتصادي لأسعار البترول (Pbar): نتناول كل من المعطيات الإحصائية و الاقتصادية لأسعار البترول كمايلي:

1. التحليل الإحصائي: تتكون سلسلة أسعار البترول(Pbar) من 28 مشاهدة سنوية تمتد من سنة 1990 إلى غاية 2017، حيث يتبين من قيم الإحصاءات الوصفية لمتغير أسعار البترول كما هو يظهر في الجدول رقم (4-39).

الجدول (4-39): الإحصاءات الوصفية لأسعار البترول (Pbar)

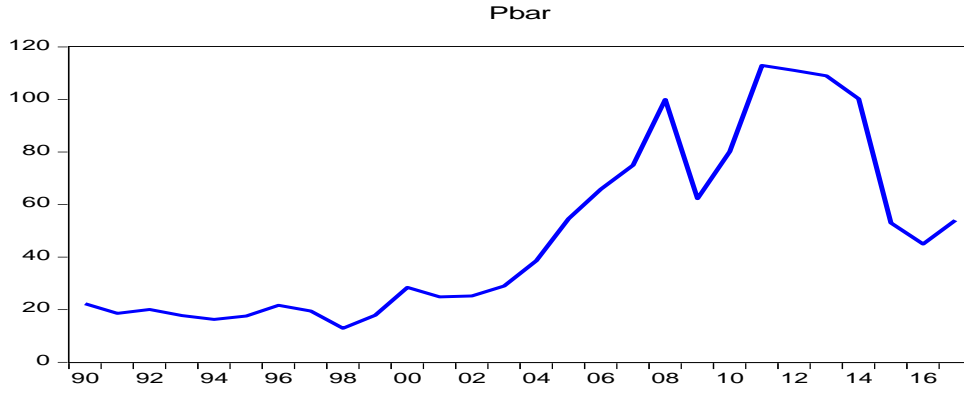
N= 28	Pbar
Mean	48.35771
Median	33.84500
Maximum	112.9430
Minimum	12.94000
Std. Dev.	33.55493

المصدر : مخرجات 9 Eviews

نلاحظ من قيم المتغيرة (Pbar)، أن أسعار النفط الجزائري خلال الفترة 2000-2017، كان محصورا بين أقل قيمة 12.94 دولار سنة 1998، و أعلى قيمة 112.934 دولار مسجلة سنة 2014 ، بمتوسط بلغ 48.35771 دولار، بينما ينصف هذه السلسلة مستوى وسيطي قدره 33.845 دولار، و تشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري بلغ 33.55493 دولار. و هو ما يؤشر على تقلب هذه المتغيرة.

و الشكل رقم (4-24) يوضح بدوره تطور أسعار النفط الجزائري، و ذلك من خلال اتجاه المنحنى الذي يؤول إلى التزايد إلى غاية 2009 أين شهد انخفاضا حاد بلغ 62.25 دولار للبرميل بسبب تبعات الأزمة المالية لسنة 2008 ، ثم عاود الارتفاع أن بلغ ذروته سنة 2011 أين وصل إلى 112.943 دولار، ثم بدأ في التراجع إلى أن وصل سعر البرميل سنة 2017 إلى 54.053 دولار.

الشكل رقم (4-24): تطور أسعار البترول الجزائري خلال الفترة (1990-2017)



المصدر: مخرجات 9 Eviews

2. التحليل الاقتصادي: يعتبر قطاع المحروقات في الجزائر المصدر الأساسي للصادرات بأكثر من 97% من إجمالي الصادرات، كما و يسهم في الناتج الداخلي الخام بنسبة تتجاوز 35% كمتوسط، و في الجباية بأكثر من 65%، و بالتالي فهو يتأثر تقلبات أسعار البترول إيجابا أو سلبا.

أ. مساهمة المحروقات في الناتج الداخلي الخام: و يظهر ذلك من خلال معطيات الجدول رقم (4-40) و الذي يبرز نسبة مساهم قطاع المحروقات في الناتج الداخلي الخام خلال الفترة (2000-2017).

الجدول رقم (4-40): مساهمة قطاع المحروقات في الناتج الداخلي الخام للجزائر
خلال الفترة (2000-2017)

الوحدة (مليار دينار / %)

السنوات	الناتج الداخلي الخام	مداخيل المحروقات	نسبة المساهمة
2000	4098.8	1616.3	39.43
2001	4241.8	1443.9	34.03
2002	4454.7	1461.3	32.80
2003	5124	1849	36.08
2004	6150.4	2319.8	37.71
2005	7563.6	3352.9	44.32
2006	8520.6	3882.2	45.56
2007	9305.2	4089.3	43.94
2008	10993.8	5000.1	45.48
2009	9968	3109.1	31.19
2010	11991.6	4180.4	34.86
2011	14526.6	5242.1	36.08
2012	16115.4	5536.4	34.35
2013	16569.3	4968	29.98
2014	17205.1	4657.8	27.07
2015	16702.1	3134.2	18.8

17.4	3025.6	17406.8	2016
19.1	3608.8	18906.6	2017

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2017-2000)

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن المحروقات تشكل معبرة في إجمالي الناتج الداخلي الخام، حيث بلغت ذروتها سنة 2006 بما مقداره 45.56 % أي بمبلغ 3882.2 مليار دينار، في حين سجلت أدنى نسبة سنة 2016 بما مقداره 17.4 % و هذا بسبب انخفاض أسعار البترول و التي تؤثر مباشرة على المدخيل، ثم إلى ارتفاع نسبة مساهمة القطاعات الإنتاجية الأخرى في الناتج الداخلي الخام و الذي ارتفع إلى 18906.6 مليار دينار سنة 2017.

ب. مساهمة قطاع المحروقات في الجباية: تتأثر الإيرادات الكلية للميزانية بالمدخيل البترولية كونها تعتمد بشكل كبير على الجباية البترولية المتأتية من مداخيل صادرات البترول و الجدول الموالي يوضح نسبة مساهمة قطاع المحروقات في الإيرادات الكلية للميزانية، كما هو موضح أسفله.

الجدول رقم (4-41): مساهمة قطاع المحروقات في الإيرادات الكلية للميزانية في الجزائر خلال الفترة (2017-2000)

الوحدة (مليار دينار / %)

السنوات	أسعار البترول	إيرادات الجباية البترولية	الإيرادات الكلية للميزانية	نسبة المساهمة
2000	28.5	1213.20	1587.1	76.90
2001	24.85	1001.40	1505.5	66.50
2002	25.24	1007.90	1603.2	62.90
2003	29.03	1350.00	1966.6	63.60
2004	38.66	1485.00	2229.90	66.63
2005	54.64	2267.80	3082.80	73.56
2006	65.85	2517.40	3385.70	74.35
2007	74.95	2711.80	3687.70	73.53
2008	99.97	4003.60	5111.00	78.33
2009	62.25	2412.70	3676.00	65.63
2010	80.15	2905.00	4392.90	66.12
2011	112.94	3979.70	5790.10	68.73
2012	111.04	4184.30	6339.30	66.00
2013	108.97	3678.10	5940.90	61.70
2014	100.23	3388.30	4774.00	59.20
2015	53.01	2373.50	5103.10	46.50
2016	45.01	1781.10	5110.10	34.90

38.40	6182.8	2372.5	54.04	2017
-------	--------	--------	-------	------

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2017-2000)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن أسعار البترول في تزايد مستمر منذ 2003 إلى أن بلغت ذروتها سنة 2011، أين سجلت سعر 112.94 دولار للبرميل، و هو ما انعكس بالإيجاب على المداخيل البترولية حيث تجاوزت 5536.4 مليار دينار و بالتالي ارتفاع الجباية المتأتية من المداخيل البترولية و انعكاسها كذلك بالإيجاب على الإيرادات الكلية للميزانية بنسب متفاوتة تجاوزت 78.33 % سنة 2008، و هذا ما يؤكد مدى المساهمة الكبيرة لقطاع المحروقات في إيرادات الميزانية مقارنة بالقطاعات الأخرى.

ت. مساهمة قطاع المحروقات في التصدير: يساهم قطاع المحروقات بشكل كامل تقريبا في حجم الصادرات إذا يتجاوز 77 % من إجمالي الصادرات ، كما هو موضح في الجدول الموالي.

الجدول رقم (4-42): مساهمة قطاع المحروقات في إجمالي صادرات الجزائر

خلال الفترة (2017-2000)

الوحدة (مليار دولار)

السنوات	أسعار البترول	إجمالي الصادرات	صادرات المحروقات
2000	28.5	21.65	21.06
2001	24.85	19.09	18.53
2002	25.24	18.71	18.11
2003	29.03	24.46	23.99
2004	38.66	32.22	31.55
2005	54.64	46.33	45.59
2006	65.85	54.74	53.61
2007	74.95	60.59	59.61
2008	99.97	78.59	77.19
2009	62.25	45.18	44.41
2010	80.15	57.09	56.12
2011	112.94	72.88	71.66
2012	111.04	71.73	70.58
2013	108.97	64.37	63.32
2014	100.23	59.99	58.36
2015	53.01	34.56	33.08
2016	45.01	29.30	27.91

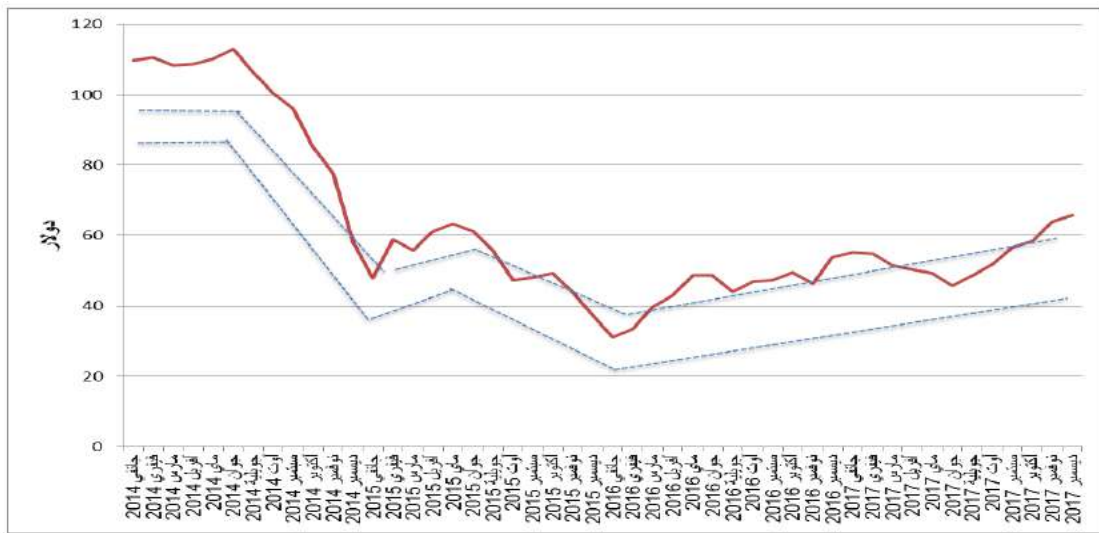
33.20	34.56	54.04	2017
-------	-------	-------	------

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2017-2000)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه سيطرة شبه كاملة لقطاع المحروقات على إجمالي الصادرات خلال الفترة 2017-2000 بنسبة تتجاوز في المتوسط 97 % ، مما يؤكد تبعية الاقتصاد الوطني لقطاع الحروقات و ارتفانه لتقلبات أسعار البترول فهناك تجاوب طردي ارتفاع مداخل البترول و ارتفاع أسعاره، مما يستدعي التفكير الجدي في ضرورة تنويع الاقتصاد من خلال الاعتماد على القطاعات المنتجة خاصة قطاعي الفلاحة و الخدمات و الصناعات التكنولوجية، التي تدر عائدا كبيرا و تسهم بشكل وثيق في تطوير الاقتصاد و تنميته.

فيما يتعلق بسنة 2017 و حسب التقرير السنوي لبنك الجزائر، فان الانتعاش في أسعار البترول في 2017 ، بعد سنتين من الانخفاض المتواصل، أدى إلى زيادة قيمة الصادرات من المحروقات مقارنة بسنة 2016 بواقع 18.9 % (- 43.4 % في 2015 و - 15.6 % في 2016 ، و في ظرف انخفاض الكميات المصدرة بما نسبته (- 2.2 %)، انتقلت الصادرات من الحروقات من 27.92 مليار دولار في 2016 إلى ما يقارب 33.20 مليار دولار في 2017، و كوتيرة ثلاثية بلغت الصادرات من المحروقات أعلى مستوى لها في الثلاثي الرابع من سنة 2017 بما مقداره 9.27 مليار دولار ، مقارنة بمتوسط ثلاثي قدره 7.98 مليار دولار خلال الثلاثيات الثلاثة من نفس السنة. و الجدول الموالي يبين تطور السعر الشهري للبترول من 2014 إلى غاية ديسمبر 2017.

الشكل رقم (4-25): تطور السعر الشهري للبترول الجزائري خلال الفترة (2017-2014)



المصدر: تقرير بنك الجزائر لسنة 2017، ص 41

سادسا- التحليل الإحصائي و الاقتصادي للحساب الجاري (CC): تبرز كل من المعطيات الإحصائية و الاقتصادية للحساب الجاري من خلال مايلي:

1. التحليل الإحصائي: تتكون سلسلة الحساب الجاري (CC) Compte courant من 28 مشاهدة سنوية تمتد من سنة 1990 إلى غاية 2017، حيث يتبين من قيم الإحصاءات الوصفية لمتغير الحساب الجاري الخارجي كما هو مبين في الجدول رقم (4-43).

الجدول (4-43): الإحصاءات الوصفية للحساب الجاري (CC)

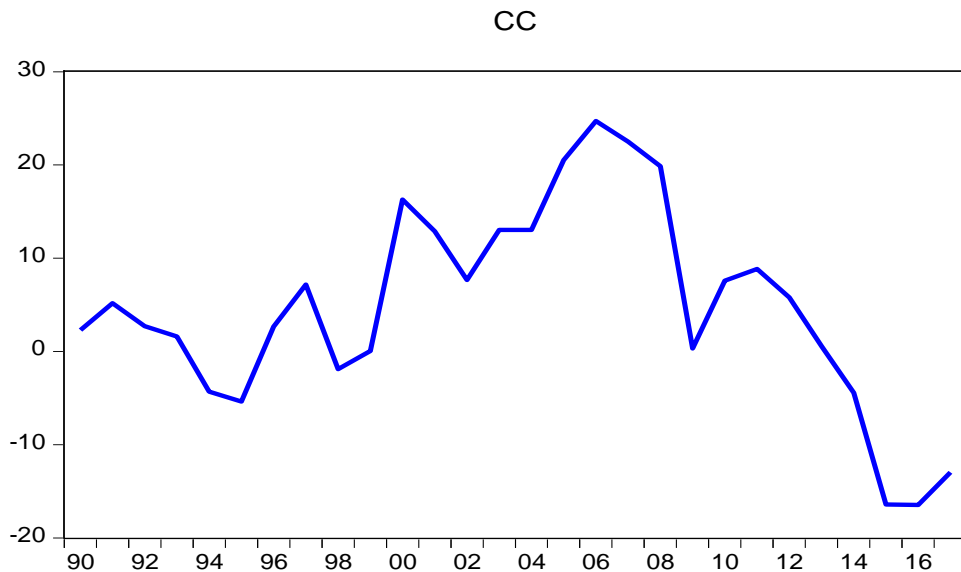
N = 28	CC
Mean	4.762714
Median	3.942500
Maximum	24.71500
Minimum	-16.45900
Std. Dev.	10.84615

المصدر : مخرجات 9 Eviews

نلاحظ من قيم المتغيرة (CC)، أن الحساب الجاري الخارجي للجزائر خلال الفترة 1990-2017، كان محصورا بين أقل قيمة سالبة (-27.29) مليار دولار سنة 2015، و أعلى قيمة 34.45 مليار دولار مسجلة سنة 2008 ، بمتوسط بلغ 4.762714 مليار دولار، بينما ينصف هذه السلسلة مستوى وسيطي قدره 3.942500 مليار دولار، و تشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري بلغ 10.84615 مليار دولار. و هو ما يؤشر على تقلب هذه المتغيرة.

و الشكل رقم (4-26) يوضح بدوره تطور الحساب الجاري الخارجي من خلال اتجاه المنحنى الذي يؤول إلى التزايد إلى أن بلغ ذروته سنة 2008 ، ثم بدأ في التراجع إلى أن بلغ أدنى قيمة له بعجز قدره (-27.29) مليار دولار سنة 2015 ، و استمر هذا العجز إلى غاية 2017.

الشكل رقم (4-26): تطور الحساب الجاري الخارجي للجزائري خلال الفترة (1990-2017)



المصدر : مخرجات 9 Eviews

2. التحليل الاقتصادي: يحظى الحساب الجاري في ميزان المدفوعات باهتمام واضعي السياسة الاقتصادية، و في ظل تنامي عجوزات الحساب الجاري في العديد من الدول، و قد سعت الدول التي تعاني عجزا في حسابها الجاري لتحقيق ما يسمى بالاستدامة في الحساب الجاري، بمعنى الاستمرار في تمويل هذا العجز من طرف المقرضين الخارجيين، أو التوقف عن تمويل هذا العجز.

يعكس مؤشر الحساب الجاري في ميزان المدفوعات، مجموع الميزان التجاري و صافي الخدمات، و صافي الدخل، و صافي حساب التحويلات الجارية بدون مقابل، و يعكس سلوك الدولة من خلال الموازنة العامة للدولة و القطاع الخاص، كما و يعكس واقع الحساب الجاري العلاقات الاقتصادية الحقيقية مع العالم الخارجي، كما يؤثر على مستوى الفعاليات الاقتصادية الداخلية، من خلال تأثيره في الناتج المحلي الإجمالي باعتباره أحد المؤشرات الرئيسية في صياغة السياسة الاقتصادية و تنفيذها.

و بشكل عام يمكن التمييز بين نوعين من العجز في الحساب الجاري، العجز المؤقت و العجز الدائم، فالعجز المؤقت يعكس إعادة توزيع رؤوس الأموال الأجنبية بين مختلف دول العالم، على أساس اختلاف عنصر رأس المال فيها ، خاصة و أن رؤوس الأموال الأجنبية تتدفق للدولة التي تتميز عن غيرها من الدول بارتفاع الإنتاجية، و في العادة لا يترتب على هذا النوع من العجز مشاكل للاقتصاد المحلي، و خصوصا في الأجل القصير، نظرا لإمكانية قيام الدولة بالاقتراض من الخارج لتمويل هذا العجز.

أما العجز الدائم فيؤثر على الاقتصاد المحلي بشكل سلبي من خلال قانتين ، الأولى تتمثل في احتمالية رفع أسعار الفائدة المحلية إلى مستوى قد يزيد عن مثيلاتها الأجنبية، بهدف جذب رؤوس الأموال الأجنبية، أما القناة الثانية فتتمثل في احتمالية حدوث زيادة تراكمية في الديون الخارجية، و زيادة مدفوعات الفائدة على هذه الديون/ مما يفرض عبئا إضافيا على الأجيال القادمة و على مستوى معيشتهم. و عليه فإذا كان عجز الحساب الجاري لدولة ما كبيرا و مستمرا لفترة طويلة، فان قدرة الدولة على خدمة ديونها الخارجية يمكن أن تكون محل شك ، و هو ما يستدعي البحث لتحديد مدى استدامته في الأجل الطويل.

بعد قياس و تقييم الوضع الخارجي (العجز أو الفائض) يتم في العادة التمييز بين معاملات ميزان المدفوعات الأساسي (معاملات فوق الخط)، و هي معاملات الحساب التجاري ممثلة في الصادرات و الواردات ، و الدخل، و التحويلات، و حركة رأس المال طويل الأجل، و المعاملات التابعة أو التعويضية (المعاملات تحت الخط) و المتمثلة في معاملات حركة الاحتياطيات، و حساب رأس المال قصير الأجل ، و الهدف منها هو توازن الجانب المدين و الدائن.

و يرتبط الحساب الجاري بشكل أساسي بحجم الاستيعاب الكلي، و الموارد المتاحة ، و إجمالي الاستثمار و الادخار، فالحساب الجاري يساوي إجمالي الدخل المتاح مطروحا منه الاستيعاب الكلي (الاستهلاك الكلي و إجمالي الاستثمار)، كما يساوي أيضا الفرق بين إجمالي الادخار (الحكومي و الخاص)، و إجمالي الاستهلاك (الحكومي و الخاص)، أي أن :

$$\text{الحساب الجاري} = \text{الدخل الإجمالي المتاح} - \text{الاستيعاب الكلي} \text{ (الاستهلاك الكلي + إجمالي الاستثمار).}$$

و كذلك يساوي:

الحساب الجاري = الادخار الكلي (العام و الخاص) - الاستثمار الكلي (العام و الخاص).

و يساوي أيضا:

الحساب الجاري = الحساب التجاري (الصادرات - الواردات) + صافي الدخل (تعويضات العاملين في الخارج، و دخل الاستثمار) + صافي التحويلات الجارية (المنح و المساعدات الخارجية و تحويلات المهاجرين)

و في سياق تحليل الحساب الجاري، و تحديد السبب الأساسي للفائض أو العجز يتم التركيز في العادة على التطورات الحاصلة في هذا الحساب و آليات التمويل ، مع الأخذ بعين الاعتبار استمرارية اختلالات الحساب الجاري في الأجل الطويل، بما يعنيه ذلك من الحاجة الملحة لتعديل السياسات الاقتصادية من ناحية الطلب أو العرض، و يترتب على ذلك ضرورة تحليل مكونات الحساب الجاري و العوامل المؤثرة فيه حتى يتم الحكم على قدرة هذا الحساب على الاستدامة، و من ثم تحديد العوامل التي تعد المحرك الرئيسي لهذا العجز ، كون هذا الحساب يعكس اتجاهات اقتصادية عامة خلال فترة زمنية محددة.

و باعتبار الجزائر تعاني بدورها عجزا في حسابها الجاري منذ 2014 ، و إن لم تتدارك هذا العجز من خلال تغيير السياسة الاقتصادية الحالية التي تركز على فوارق صندوق ضبط الموارد الذي استنفذ بنهاية 2017، و كذلك استنزاف الاحتياطيات الأجنبية التي تراجعت إلى ادني مستوياتها، بحيث لا تغطي إلا 20 شهرا من الواردات، و كذلك اللجوء إلى ما يسمى التمويل غير التقليدي (التيسير الكمي)، فسيقتل حسابها الجاري من عجز مؤقت، إلى عجز دائم و ما يترتب على ذلك من أزمات مالية و اقتصادية و من ثم اجتماعية. و الجدول رقم (4-44) يوضح تطور رصيد الحساب الجاري خلال الفترة الممتدة بين 2000-2017 كما هو مبين أسفله

الجدول رقم (4-44): تطور رصيد الحساب الجاري الجزائري خلال الفترة (2017-2000)

الوحدة (مليار دولار)

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
رصيد الحساب الجاري	8.9	7.06	4.37	8.84	11.12	21.18	28.95	30.54	34.45
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
رصيد الحساب الجاري	0.402	12.15	17.77	12.42	1.15	-9.28	-27.29	-26.22	-22.1

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2017-2000)

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن رصيد الحساب الجاري كان موجبا من سنة 2000 إلى غاية 2013، حيث سجل أعلى قيمة له سنة 2008 بمقدار 34.45 مليار دولار مستفيدا من فائض الميزان التجاري نتيجة فارق الصادرات و الواردات الذي بلغ 40.6 مليار دولار، كما و سجل ادني قيمة له سنة 2009 برصيد أقل من نصف مليار دولار (0.402 مليار دولار)، بسبب تراجع الصادرات بحوالي 33 مليار دولار مقارنة بسنة 2008، و بلوغ الواردات 37.40 مليار دولار، ثم عاود هذا الرصيد الارتفاع سنوات 2010-2012 بسبب ارتفاع الصادرات و تحسن أسعار البترول التي تجاوزت 112 دولار لبرميل البترول سنة 2011، أما فيما يتعلق بسنوات 2014-2017 فقد سجل عجزا للسنة الرابعة على التوالي بعد أكثر من 15 عاما من الفائض، و هو ما يمثل 12.8% من الناتج المحلي الإجمالي في 2017، و قد كان وصل إلى 16.5% في 2016، و ما يعكس وجود فائض في إجمالي النفقات الداخلية مقارنة بإجمالي الدخل الوطني المتاح، او عدم كفاية الادخار مقارنة بالاستثمار.

سابعاً- التحليل الإحصائي و الاقتصادي للانفتاح التجاري (Oc): تتمثل كل من المعطيات الإحصائية و الاقتصادية للانفتاح التجاري فيما يلي:

1. التحليل الإحصائي: تتكون سلسلة المعروض النقدي (Oc) Ouverture commerciale، من 28 مشاهدة سنوية تمتد من سنة 1990 إلى غاية 2017، حيث يتبين من قيم الإحصاءات الوصفية لمتغير الانفتاح التجاري كما هو موضح في الجدول رقم (4-45).

الجدول (4-45): الإحصاءات الوصفية للانفتاح التجاري (Oc)

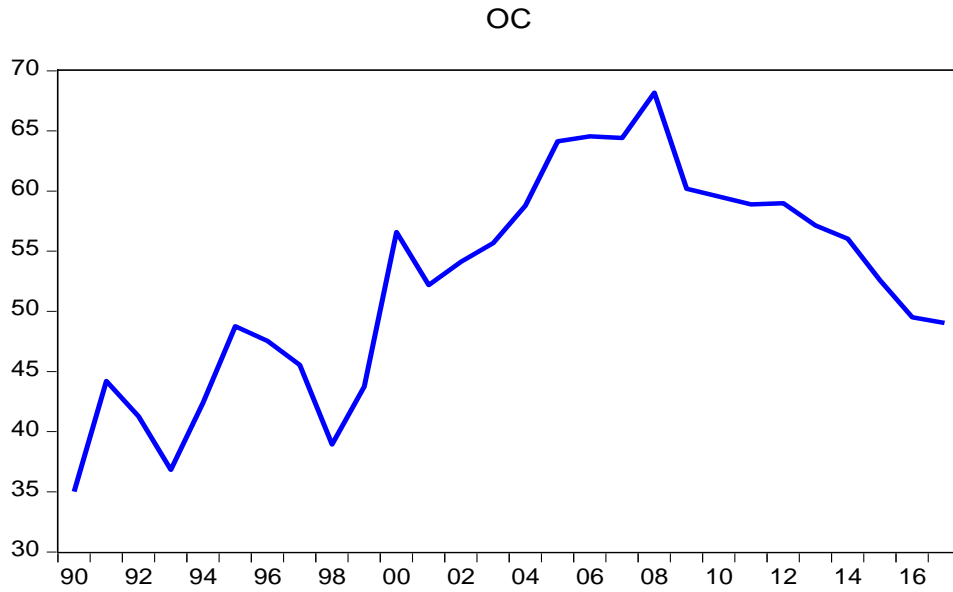
N = 28	OC
Mean	52.31464
Median	53.35000
Maximum	68.17000
Minimum	35.02000
Std. Dev.	8.979835

المصدر : مخرجات 9 Eviews

نلاحظ من قيم المتغيرة (Oc)، أن الانفتاح التجاري للاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1990-2017، كان محصورا بين أقل قيمة 35.02% سنة 1990، و أعلى قيمة 68.17% مسجلة سنة 2008، بمتوسط بلغ 52.31464%، بينما ينصف هذه السلسلة مستوى وسيطي قدره 53.35%، و تشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري بلغ 8.979835%. و هو ما يؤشر على تقلب هذه المتغيرة.

و الشكل رقم (4-27) يوضح بدوره تطور معدل الانكشاف للاقتصاد الجزائري، و ذلك من خلال اتجاه المنحنى الذي يؤول إلى التزايد و التناقص إلى أن بلغ ذروته سنة 2008، ثم بدأ في التراجع إلى أن وصل هذا المعدل إلى 49.04% سنة 2017.

الشكل رقم (4-27): تطور الانفتاح التجاري للجزائر خلال الفترة (1990-2017)



المصدر : مخرجات 9 Eviews

2. **التحليل الاقتصادي:** يعرف الانفتاح أو الانكشاف التجاري على انه تلك السياسة التي تؤدي إلى الانفتاح على التدفقات من السلع والخدمات ورؤوس الأموال من وإلى الخارج ديون قيود أو عقبات، و المتمثلة في التعريف الجمركية وغيرها من القيود الإدارية و الفنية، و بمعنى آخر الانفتاح التجاري هو التحرير الذي ينطوي على فتح الأسواق المحلية، أمام الشركات الأجنبية من خلال إزالة كل العوائق التي تعترض التجارة الخارجية.

و يقاس الانفتاح التجاري بعدة مؤشرات تهدف إلى التقييم المباشر لدرجة انفتاح الاقتصاد على العالم الخارجي (التجارة الخارجية) ، و من بين المؤشرات نجد:

أ. **مؤشر درجة الانفتاح الاقتصادي:** من خلال هذا المؤشر تتبين أهمية التجارة الخارجية (مجموع الصادرات و الواردات الوطنية منسوبة إلى الناتج الداخلي الخام)، و يطلق على هذا المؤشر معدل التجارة الخارجية للاقتصاد الوطني، و الذي يظهر كذلك درجة الانكشاف الاقتصادي على العالم الخارجي و مدى ارتباطه به، أو درجة انفتاحه عليه، و يعبر عنه رياضيا كالآتي:

حيث :

X : تمثل الصادرات.

M : تمثل الواردات.

PIB : يمثل الناتج الداخلي الخام.

1. مؤشر نسبة الصادرات إلى الناتج الداخلي الخام (X/PIB) : و هو المؤشر الذي يقيس مدى تركيز صادرات الدولة على سلعة ما أو عدد من السلع، و إذا بلغ هذا المؤشر 60 % فان اقتصاد تلك الدولة يصبح مرتبط بسلعة وحيدة ، و بالتالي يصبح عرضة لتقلبات أسعارها كما هو جاري في قطاع المحروقات .
2. مؤشر نسبة الواردات إلى الناتج الداخلي الخام (M/PIB) : يقيس هذا المؤشر نسبة الواردات إلى الناتج الداخلي الخام، بمعنى درجة ارتباط واردات البلد على العالم الخارجي، فكلما كانت مرتفعة كلما كان البلد عرضة للتقلبات الخارجية الاقتصادية كارتفاع أسعار الأغذية و الأدوية و التجهيزات و التكنولوجيا أو حتى السياسية منها.
3. مؤشرات انفتاح الاقتصاد الجزائري على العالم الخارجي: و تظهر هذه المؤشرات من خلال الجدول الموالي الذي يظهر بعض مؤشرات الانفتاح التجاري كما هو مبين أسفله.

الجدول رقم (4-46) : معدل الانفتاح التجاري للاقتصاد الجزائري خلال الفترة (2000-2017)

الوحدة (مليار دولار / %)

معدل الانكشاف	الصادرات + الواردات	الواردات	الصادرات	الناتج الداخلي الخام	السنوات
T.EX	EXP+IMP	IMP	EXP	PIB	
(%)	(مليار دولار)	(مليار دولار)	(مليار دولار)	(مليار دولار)	
56.85	31.00	9.35	21.65	54.79	2000
52.19	28.57	9.48	19.09	54.74	2001
54.12	30.72	12.01	18.71	56.76	2002
55.67	37.78	13.32	24.46	67.86	2003
58.79	50.17	17.95	32.22	85.33	2004
64.14	66.19	19.86	46.33	103.20	2005
64.44	75.42	20.68	54.74	117.03	2006
64.41	86.94	26.35	60.59	134.98	2007
68.17	115.99	37.99	78.59	171.00	2008
60.19	82.59	37.40	45.19	137.21	2009
59.53	95.98	38.89	57.09	161.21	2010
58.90	117.82	44.94	72.88	200.02	2011
58.98	123.31	51.57	71.74	209.06	2012
57.14	119.86	54.99	64.87	209.75	2013
56.03	119.78	59.65	60.13	213.81	2014
52.58	87.21	52.65	34.56	165.87	2015
49.51	78.75	49.44	29.31	159.05	2016

49.04	83.55	48.98	34.57	170.37	2017
-------	-------	-------	-------	--------	------

المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات البنك الدولي حول الجزائر

ثامنا- التحليل الإحصائي و الاقتصادي لاحتياطيات الصرف (Rch): تتمثل كل من المعطيات الإحصائية و الاقتصادية لاحتياطيات الصرف الاجني فيمايلي:

1. التحليل الإحصائي: تتكون سلسلة المعروض النقدي (Rch) Réerves de change من 28 مشاهدة سنوية تمتد من سنة 1990 إلى غاية 2017، حيث يتبين من قيم الإحصاءات الوصفية لمتغير احتياطيات الصرف الاجني كما هو موضح في الجدول رقم (4-47).

الجدول (4-47): الإحصاءات الوصفية للاحتياطيات الدولية (Rch)

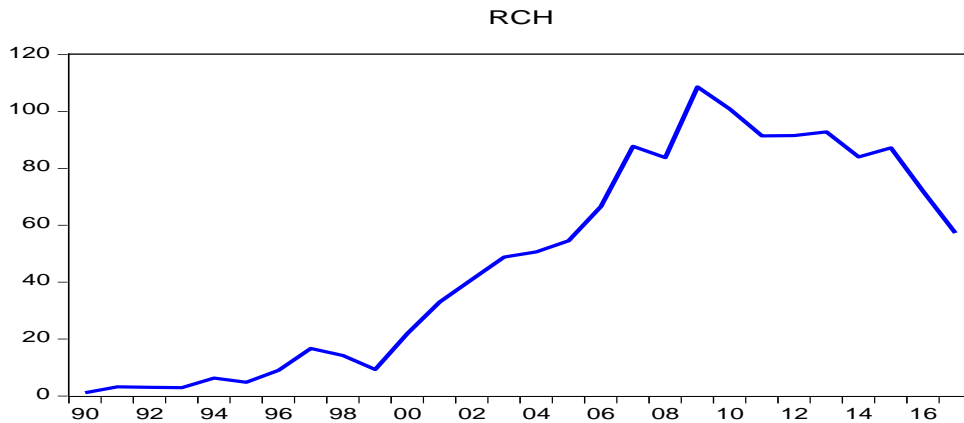
N= 28	RCH
Mean	48.01557
Median	49.74700
Maximum	108.6220
Minimum	1.168000
Std. Dev.	36.99260

المصدر : مخرجات 9 Eviews

نلاحظ من قيم المتغيرة (Rch)، أن الاحتياطيات من الصرف الاجني المحققة في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1990-2017، كان محصورا بين أقل قيمة 0.725 مليار دولار سنة 1990، و أعلى قيمة 194.012 مليار دولار مسجلة سنة 2013 ، بمتوسط بلغ 48.01557 مليار دولار، بينما ينصف هذه السلسلة مستوى وسيطي قدره 49.7400 مليار دولار، و تشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري بلغ 36.99260 مليار دولار. و هو ما يؤشر على تقلب هذه المتغيرة.

و الشكل رقم (4-28) يوضح بدوره تطور الاحتياطيات الدولية للجزائر، و ذلك من خلال اتجاه المنحنى الذي يؤول إلى التزايد، إلى أن وصلت ذروتها سنة 2013 ، ثم أخذت في التراجع إلى أن بلغت 97.332 مليار دولار سنة 2017.

الشكل رقم (4-28): تطور الاحتياطيات الدولية للجزائر خلال الفترة (1990-2017)



المصدر : مخرجات 9 Eviews

المطلب الثاني: الدراسة القياسية

يعد النموذج الاقتصادي الإطار العام الذي يتضمن جميع المفاهيم و الأسس النظرية المستندة إلى واقع العلاقة التي تربط بين الاحتياطيات الدولية ، و أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية، و التي يتم اختيارها على أساس النظرية الاقتصادية، و التي على غرارها نبني صور العلاقات المتوقعة بين المتغيرات المختلفة التي يتضمنها النموذج الكمي، و بذلك يهدف النموذج القياسي إلى تفسير العلاقات المدروسة، لكي يساعد في توقع قيم الظواهر التابعة و المرتبطة بقيم معينة للظواهر المستقلة، و قيم أخرى من خارج النموذج، مشروطة ببقاء المتغيرات الأخرى التي لم تدخل في التقدير أو المرتبطة بالمتغير العشوائي.

أولاً- توصيف و صياغة النموذج

1. **الطريقة المستخدمة:** لغرض دراسة العلاقة بين احتياطيات الصرف الأجنبي و كل من: الناتج المحلي الإجمالي، و معدلات التضخم، و سعر الصرف، و الحساب الجاري، و الانفتاح التجاري، و ذلك خلال الفترة 1990-2017 ، و تماشياً مع التوجهات الحديثة في تحليل السلاسل الزمنية، و التي كان لها الدور البارز في جعل العلاقات الاقتصادية قابلة للقياس و التحليل الكمي، فإننا سنقوم باستخدام طريقة أنجل و جرانجر (Engle et Granger) لتحليل التكامل المشترك، إضافة إلى منهجية السببية لـ Granger ، و أن طريقة تحليل التكامل المشترك التي سنستخدمها تركز على الحالات التي تكون فيها متغيرات السلاسل الزمنية الأساسية متكاملة من نفس الدرجة و هي الدرجة الأولى.
2. **تحديد نموذج الدراسة:** تم صياغة النموذج المزمع اختياره و تقديره من خلال تحديد العلاقة بين الاحتياطيات الدولية باعتبارها متغير تابع و بين كل من: الناتج المحلي الإجمالي، و معدلات التضخم، و سعر الصرف، و الحساب الجاري، و الانفتاح التجاري ، باعتبارهم متغيرات مستقلة، و هذا لغرض معرفة الأثر المتبادل و درجة الاستجابة بينهم باعتبارهم متغيرات مهمة على مستوى العلاقات النقدية و الاقتصاد الملي في الجزائر للمدة بين 1990-2017. و عليه يكون النموذج على النحو التالي:

$$RCH = f(CC ,OC ,PIB ,TCH,TINF)$$

حيث:

المتغير التابع : الاحتياطيات الأجنبية: (RCH) Réerves de changes

المتغيرات المستقلة:

- الحساب الجاري: (CC) Compte courant
- الانفتاح التجاري (الانكشاف) : (OC) Ouverture commerciale
- الناتج الداخلي الخام : (PIB) Produit intérieur brut
- سعر الصرف: (TCH) Taux de change
- معدل التضخم: (TINF) Taux d'inflation

و كافة المتغيرات هي عبارة عن بيانات سنوية مأخوذة من عدة مصادر (بنك الجزائر، و البنك الدولي) خلال الفترة (1990-2017).

ثانيا- الاختبارات المسبقة للتقدير: تم إجراء مجموعة من الاختبارات للبيانات إلى سيتم تقديرها مثل استقرارية المتغيرات عبر الزمن، إذ تم استخدام اختبار ديكي فولر المطور، و اختبار التكامل المشترك (جوهانسون)، و اختبار السببية (جرانجر)، و اختبارات الإبطاء مثل (AIC، SC، HQ)، و من ثم إجراء الانحدار الذاتي لتقدير و قياس درجة الاستجابة باستخدام تقدير النبضات و تحليل مكونات التباين بين المتغيرات المدروسة.

1. اختبار استقرارية المتغيرات: غالبا ما تتميز السلاسل الزمنية التي تصف المتغيرات الاقتصادية الكلية بعدم الاستقرار، و ذلك لان معظمها يتغير و ينمو مع الزمن، مما يجعل من متوسطها و تباينها غير مستقرين، و مرتبطين بالزمن، لذلك من الضروري اختبار استقرارية السلاسل الزمنية و معرفة درجة تكاملها، و يهدف اختبار الاستقرار إلى فحص خواص السلاسل الزمنية لكل من المتغير التابع و المتغيرات المستقلة خلال الفترة 1990-2017 و التأكد من مدى سكونهم، و تحديد رتبة تكامل كل متغير على حدى، حيث يتطلب الأمر استخدام اختبارات جذر الوحدة، و رغم تعدد اختبارات جذر الوحدة، إلا أننا سوف نعتمد على اختبارين هما: اختبار ديكي- فولر الموسع و اختبار فيليب بيرون لاختبار فرضية عدم القائلة بوجود جذر الوحدة.

لتحديد درجة تكامل المتغيرات التي تظهر في النموذج يتم استخدام اختبار ديكي فولر المطور لجذر الوحدة، أخذنا بعين الاعتبار الفرضيتين التاليتين :

✓ فرضية العدم H_0 : السلسلة تحتوي على جذر وحدة، و بالتالي السلسلة ليست مستقرة.

✓ الفرضية البديلة H_1 : السلسلة لا تحتوي على جذر وحدة، و بالتالي السلسلة مستقرة.

أ- دراسة استقرارية سلسلة الحساب الجاري (CC) : من خلال الاعتماد على اختبار ديكي فولر المطور (ADF)، و بذلك يمكن التعبير عن نماذجه الثلاث كما يلي :

➤ بعد استعمال اختبار (ADF) عند المستوى، كانت النتائج كما هي مبينة في الجدول رقم (4-48)

الجدول رقم (4-48) : اختبار ديكي فولر المطور (ADF) لسلسلة (CC) عند المستوى

3rd Model	2nd Model	1st Model	Augmented Dickey-Fuller test
بقاطع و اتجاه	بقاطع	بدون قاطع و اتجاه	
Prop = 0.8433	Prop = 0.6135	Prop = 0.1532	
t- Stat = -1.381658	t- Stat = -1.302507	t- Stat = -1.374809	
-4.339330	-3.699871	-2.653401	المستوى 1%
-3.587527	-2.976263	-1.953858	المستوى 5%
-3.229230	-2.627420	-1.609571	المستوى 10%

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9

من خلال النتائج المبينة في الجدول أعلاه يمكن ملاحظة ما يلي :

- ✓ بالنسبة للنموذج الأول (بدون قاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.1532) أكبر من جميع المستويات (1% ، 5% ، 10%)، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -1.374809) أقل من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نقبل فرضية العدم H0، و نرفض الفرضية البديلة H1، مما يدل على أن السلسلة تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (CC) غير مستقرة عند المستوى.
- ✓ بالنسبة للنموذج الثاني (بقاطع)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.6135) أكبر من جميع المستويات (1% ، 5% ، 10%)، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -1.302507) أقل من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نقبل فرضية العدم H0، و نرفض الفرضية البديلة H1، مما يدل على أن السلسلة تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (CC) غير مستقرة عند المستوى.
- ✓ بالنسبة للنموذج الأول (بدون قاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.8433) أكبر من جميع المستويات (1% ، 5% ، 10%)، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -1.381658) أقل من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نقبل فرضية العدم H0، و نرفض الفرضية البديلة H1، مما يدل على أن السلسلة تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (CC) غير مستقرة عند المستوى.
- بعد استعمال اختبار (ADF) عند أخذ الفرق الأول للسلسلة (CC)، ظهرت النتائج كما هو مبين في الجدول رقم (49-4).

الجدول رقم (49-4) : نتائج اختبار (ADF) للفرق الأول لسلسلة (CC)

3rd Model	2nd Model	1st Model	Augmented Dickey-Fuller test
بقاطع و اتجاه	بقاطع	بدون قاطع و اتجاه	
Prop = 0.0040	Prop = 0.0005	Prop = 0.0000	
t- Stat = -4.791036	t- Stat = -4.983976	t- Stat = -5.035798	
-4.374307	-3.711457	-2.656915	المستوى 1%
-3.603202	-2.981038	-1.954414	المستوى 5%
-3.238054	-2.629906	-1.609329	المستوى 10%

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9

من خلال النتائج المبينة في الجدول أعلاه يمكن ملاحظة ما يلي :

- ✓ بالنسبة للنموذج الأول (بدون قاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.0000) أصغر من 0.05 ، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -5.035798) أكبر من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نرفض فرضية العدم H0، و نقبل الفرضية البديلة H1، مما يدل على أن السلسلة لا تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (CC) مستقرة عند الفرق الأول.
- ✓ بالنسبة للنموذج الأول (بدون قاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.0005) أصغر من 0.05 ، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = - 4.983976) أكبر من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي

نرفض فرضية العدم H_0 ، و نقبل الفرضية البديلة H_1 ، مما يدل على أن السلسلة لا تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (CC) مستقرة عند الفرق الأول.

✓ بالنسبة للنموذج الأول (بدون قاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.0040) أصغر من 0.05 ، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = - 4.791036) أكبر من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نرفض فرضية العدم H_0 ، و نقبل الفرضية البديلة H_1 ، مما يدل على أن السلسلة لا تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (CC) مستقرة عند الفرق الأول.

ب-دراسة استقرارية سلسلة الانفتاح التجاري (OC): من خلال الاعتماد على اختبار ديكي فولر المطور (ADF)، و بذلك يمكن التعبير عن نماذجه الثلاث كما يلي :

➤ بعد استعمال اختبار (ADF) عند المستوى، كانت النتائج كما هي مبينة في الجدول رقم (4-50)

الجدول رقم (4-50): اختبار ديكي فولر المطور (ADF) لسلسلة (OC) عند المستوى

3rd Model بقاطع و اتجاه	2nd Model بقاطع	1st Model بدون قاطع و اتجاه	Augmented Dickey-Fuller test
Prop = 0.8426	Prop = 0.2342	Prop = 0.7437	
t- Stat = -1.384074	t- Stat = -2.132778	t- Stat = 0.224109	
-4.339330	-3.699871	-2.653401	المستوى 1%
-3.587527	-2.976263	-1.953858	المستوى 5%
-3.229230	-2.627420	-1.609571	المستوى 10%

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9

من خلال النتائج المبينة في الجدول أعلاه يمكن ملاحظة ما يلي :

✓ بالنسبة للنموذج الأول (بدون قاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.7437) أكبر من جميع المستويات (1% ، 5% ، 10%)، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = 0.224109) أقل من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نقبل فرضية العدم H_0 ، و نرفض الفرضية البديلة H_1 ، مما يدل على أن السلسلة تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (OC) غير مستقرة عند المستوى.

✓ بالنسبة للنموذج الثاني (بقاطع)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.2342) أكبر من جميع المستويات (1% ، 5% ، 10%)، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -2.132778) أقل من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نقبل فرضية العدم H_0 ، و نرفض الفرضية البديلة H_1 ، مما يدل على أن السلسلة تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (OC) غير مستقرة عند المستوى.

✓ بالنسبة للنموذج الثالث (بقاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.8426) أكبر من جميع المستويات (1% ، 5% ، 10%)، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -1.384074) أقل من القيم الحرجة عند أخذ

القيمة المطلقة، و بالتالي نقبل فرضية العدم H_0 ، و نرفض الفرضية البديلة H_1 ، مما يدل على أن السلسلة تحتوي على جذر الوحدة، و منه السلسلة (OC) غير مستقرة عند المستوى.

➤ بعد استعمال اختبار (ADF) عند أخذ الفرق الأول للسلسلة (OC)، ظهرت النتائج كما هو مبين في الجدول رقم (4-51).

الجدول رقم (4-51): نتائج اختبار (ADF) للفرق الأول لسلسلة (OC)

3rd Model بقاطع و اتجاه	2nd Model بقاطع	1st Model بدون قاطع و اتجاه	Augmented Dickey-Fuller test
Prop = 0.0008	Prop = 0.0002	Prop = 0.0000	
t- Stat = -5.472716	t- Stat = -5.386296	t- Stat = -5.503432	
-4.356068	-3.711457	-2.656915	المستوى 1%
-3.595026	-2.981038	-1.954414	المستوى 5%
-3.233456	-2.629906	-1.609329	المستوى 10%

المصدر: مخرجات برنامج 9 Eviews

من خلال النتائج المبينة في الجدول أعلاه يمكن ملاحظة ما يلي :

✓ بالنسبة للنموذج الأول (بدون قاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.0000) أصغر من 0.05 ، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -5.503432) أكبر من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نرفض فرضية العدم H_0 ، و نقبل الفرضية البديلة H_1 ، مما يدل على أن السلسلة لا تحتوي على جذر الوحدة، و منه السلسلة (OC) مستقرة عند الفرق الأول.

✓ بالنسبة للنموذج الثاني (بقاطع)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.0002) أصغر من 0.05 ، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -5.386296) أكبر من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نرفض فرضية العدم H_0 ، و نقبل الفرضية البديلة H_1 ، مما يدل على أن السلسلة لا تحتوي على جذر الوحدة، و منه السلسلة (OC) مستقرة عند الفرق الأول.

✓ بالنسبة للنموذج الثالث (بقاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.0008) أصغر من 0.05 ، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -5.472716) أكبر من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نرفض فرضية العدم H_0 ، و نقبل الفرضية البديلة H_1 ، مما يدل على أن السلسلة لا تحتوي على جذر الوحدة، و منه السلسلة (OC) مستقرة عند الفرق الأول.

ت-دراسة استقرارية سلسلة الناتج الداخلي الخام (PIB): من خلال الاعتماد على اختبار ديكي فولر المطور (ADF)

، و بذلك يمكن التعبير عن نماذجه الثلاث كمايلي :

➤ بعد استعمال اختبار (ADF) عند المستوى، كانت النتائج كما هي مبينة في الجدول رقم (4-52)

الجدول رقم (4-52): اختبار ديكي فولر المطور (ADF) لسلسلة (PIB) عند المستوى

3rd Model	2nd Model	1st Model	Augmented Dickey-Fuller test
بقاطع و اتجاه	بقاطع	بدون قاطع و اتجاه	
Prop = 0.5175	Prop = 0.8736	Prop = 0.8658	
t- Stat = -2.109920	t- Stat = -0.514114	t- Stat = 0.726038	
-4.339330	-3.699871	-2.653401	المستوى 1%
-3.587527	-2.976263	-1.953858	المستوى 5%
-3.229230	-2.627420	-1.609571	المستوى 10%

المصدر: مخرجات برنامج 9 Eviews

من خلال النتائج المبينة في الجدول أعلاه يمكن ملاحظة ما يلي :

- ✓ بالنسبة للنموذج الأول (بدون قاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.8658) أكبر من جميع المستويات (1% ، 5% ، 10%)، وكذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = 0.726038) أقل من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نقبل فرضية العدم H_0 ، و نرفض الفرضية البديلة H_1 ، مما يدل على أن السلسلة تحتوي على جذر الوحدة، و منه السلسلة (PIB) غير مستقرة عند المستوى.
 - ✓ بالنسبة للنموذج الثاني (بقاطع)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.8736) أكبر من جميع المستويات (1% ، 5% ، 10%)، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -0.514114) أقل من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نقبل فرضية العدم H_0 ، و نرفض الفرضية البديلة H_1 ، مما يدل على أن السلسلة تحتوي على جذر الوحدة، و منه السلسلة (PIB) غير مستقرة عند المستوى.
 - ✓ بالنسبة للنموذج الثالث (بقاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.5175) أكبر من جميع المستويات (1% ، 5% ، 10%)، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -2.109920) أقل من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نقبل فرضية العدم H_0 ، و نرفض الفرضية البديلة H_1 ، مما يدل على أن السلسلة تحتوي على جذر الوحدة، و منه السلسلة (PIB) غير مستقرة عند المستوى.
- بعد استعمال اختبار (ADF) عند أخذ الفرق الأول للسلسلة (PIB)، ظهرت النتائج كما هو مبين في الجدول رقم (4-53).

الجدول رقم (4-53): نتائج اختبار (ADF) للفرق الأول لسلسلة (PIB)

3rd Model	2nd Model	1st Model	Augmented Dickey-Fuller test
بقاطع و اتجاه	بقاطع	بدون قاطع و اتجاه	
Prop = 0.0055	Prop = 0.0009	Prop = 0.0001	
t- Stat = -4.620675	t- Stat = -4.726819	t- Stat = -4.512213	
-4.356068	-3.711457	-2.656915	المستوى 1%
-3.595026	-2.981038	-1.954414	المستوى 5%

-3.233456	-2.629906	-1.609329	المستوى 10%
-----------	-----------	-----------	-------------

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9

من خلال النتائج المبينة في الجدول أعلاه يمكن ملاحظة ما يلي :

✓ بالنسبة للنموذج الأول (بدون قاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.0001) أصغر من 0.05 ، وكذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -4.512213) أكبر من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نرفض فرضية العدم H0، و نقبل الفرضية البديلة H1، مما يدل على أن السلسلة لا تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (PIB) مستقرة عند الفرق الأول.

✓ بالنسبة للنموذج الثاني (بقاطع)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.0009) أصغر من 0.05 ، وكذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -4.726819) أكبر من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نرفض فرضية العدم H0، و نقبل الفرضية البديلة H1، مما يدل على أن السلسلة لا تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (PIB) مستقرة عند الفرق الأول.

✓ بالنسبة للنموذج الثالث (بقاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.0055) أصغر من 0.05 ، وكذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -4.620675) أكبر من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نرفض فرضية العدم H0، و نقبل الفرضية البديلة H1، مما يدل على أن السلسلة لا تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (PIB) مستقرة عند الفرق الأول.

ث-دراسة استقرارية سلسلة سعر الصرف (TCH): من خلال الاعتماد على اختبار ديكي فولر المطور (ADF)، و بذلك يمكن التعبير عن نماذجه الثلاث كمايلي :

➤ بعد استعمال اختبار (ADF) عند المستوى، كانت النتائج كما هي مبينة في الجدول رقم (4-54)

الجدول رقم (4-54): اختبار ديكي فولر المطور (ADF) لسلسلة (TCH) عند المستوى

3rd Model	2nd Model	1st Model	Augmented Dickey-Fuller test
بقاطع و اتجاه	بقاطع	بدون قاطع و اتجاه	
Prop = 0.2582	Prop = 0.5384	Prop = 0.9956	
t- Stat = -2.666445	t- Stat = -1.459336	t- Stat = 2.486704	
-4.467895	-3.699871	-2.653401	المستوى 1%
-3.644963	-2.976263	-1.953858	المستوى 5%
-3.261452	-2.627420	-1.609571	المستوى 10%

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9

من خلال النتائج المبينة في الجدول أعلاه يمكن ملاحظة ما يلي :

✓ بالنسبة للنموذج الأول (بدون قاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.9956) أكبر من جميع المستويات (1% ، 5% ، 10%)، في حين القيمة المحسوبة (t- Stat = 2.486704) أقل من القيمة الحرجة في المستوى (1%) عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نقبل فرضية العدم H0، و نرفض الفرضية البديلة H1، مما يدل على أن السلسلة تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (TCH) غير مستقرة عند المستوى.

✓ بالنسبة للنموذج الثاني (بقاطع)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.5384) أكبر من جميع المستويات (1% ، 5% ، 10%)، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -1.459336) أقل من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نقبل فرضية العدم H0، و نرفض الفرضية البديلة H1، مما يدل على أن السلسلة تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (TCH) غير مستقرة عند المستوى.

✓ بالنسبة للنموذج الثالث (بقاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.2582) أكبر من جميع المستويات (1% ، 5% ، 10%)، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -2.666445) أقل من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نقبل فرضية العدم H0، و نرفض الفرضية البديلة H1، مما يدل على أن السلسلة تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (TCH) غير مستقرة عند المستوى.

➤ بعد استعمال اختبار (ADF) عند أخذ الفرق الأول للسلسلة (TCH)، ظهرت النتائج كما هو مبين في الجدول رقم (4-55).

الجدول رقم (4-55): نتائج اختبار (ADF) للفرق الأول لسلسلة (TCH)

3rd Model بقاطع و اتجاه	2nd Model بقاطع	1st Model بدون قاطع و اتجاه	Augmented Dickey-Fuller test
Prop = 0.0535 t- Stat = -3.561232	Prop = 0.0119 t- Stat = -3.637112	Prop = 0.0038 t- Stat = -3.043753	
-4.356068	-3.711457	-2.656915	المستوى 1%
-3.595026	-2.981038	-1.954414	المستوى 5%
-3.233456	-2.629906	-1.609329	المستوى 10%

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9

من خلال النتائج المبينة في الجدول أعلاه يمكن ملاحظة ما يلي :

- ✓ بالنسبة للنموذج الأول (بدون قاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.0038) أصغر من 0.05 ، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -3.043753) أكبر من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نرفض فرضية العدم H0، و نقبل الفرضية البديلة H1، مما يدل على أن السلسلة لا تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (TCH) مستقرة عند الفرق الأول.
- ✓ بالنسبة للنموذج الثاني (بقاطع)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.0119) أصغر من 0.05 ، في حين القيمة المحسوبة (t- Stat = -3.637112) أكبر من القيم الحرجة في المستوى (5 %، 10 %) عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نرفض فرضية العدم H0، و نقبل الفرضية البديلة H1، مما يدل على أن السلسلة لا تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (TCH) مستقرة عند الفرق الأول.
- ✓ بالنسبة للنموذج الثالث (بقاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.0535) مساوية بالتقريب لـ 0.05 ، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -3.561232) أكبر من القيم الحرجة في المستوى (10 %) عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نرفض فرضية العدم H0، و نقبل الفرضية البديلة H1، مما يدل على أن السلسلة لا تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (TCH) مستقرة عند الفرق الأول.

ج- دراسة استقرارية سلسلة معدل التضخم (TINF): من خلال الاعتماد على اختبار ديكي فولر المطور (ADF)، و بذلك يمكن التعبير عن نماذجه الثلاث كما يلي :

➤ بعد استعمال اختبار (ADF) عند المستوى، كانت النتائج كما هي مبينة في الجدول رقم (4-56)

الجدول رقم (4-56): اختبار ديكي فولر المطور (ADF) لسلسلة (TINF) عند المستوى

3rd Model	2nd Model	1st Model	Augmented Dickey-Fuller test
بقاطع و اتجاه	بقاطع	بدون قاطع و اتجاه	
Prop = 0.6887	Prop = 0.5249	Prop = 0.1555	
t- Stat = -1.774898	t- Stat = -1.486654	t- Stat = -1.365949	
-4.339330	-3.699871	-2.653401	المستوى 1%
-3.587527	-2.976263	-1.953858	المستوى 5%
-3.229230	-2.627420	-1.609571	المستوى 10%

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9

من خلال النتائج المبينة في الجدول أعلاه يمكن ملاحظة ما يلي :

- ✓ بالنسبة للنموذج الأول (بدون قاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.1555) أكبر من جميع المستويات (1% ، 5% ، 10%)، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -1.365949) أقل من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نقبل فرضية العدم H0، و نرفض الفرضية البديلة H1، مما يدل على أن السلسلة تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (TINF) غير مستقرة عند المستوى.
- ✓ بالنسبة للنموذج الثاني (بقاطع)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.5249) أكبر من جميع المستويات (1% ، 5% ، 10%)، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -1.486654) أقل من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نقبل فرضية العدم H0، و نرفض الفرضية البديلة H1، مما يدل على أن السلسلة تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (TINF) غير مستقرة عند المستوى.
- ✓ بالنسبة للنموذج الثالث (بقاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.6887) أكبر من جميع المستويات (1% ، 5% ، 10%)، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -1.774898) أقل من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نقبل فرضية العدم H0، و نرفض الفرضية البديلة H1، مما يدل على أن السلسلة تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (TINF) غير مستقرة عند المستوى.
- بعد استعمال اختبار (ADF) عند أخذ الفرق الأول للسلسلة (TINF)، ظهرت النتائج كما هو مبين في الجدول رقم (4-57).

الجدول رقم (4-57): نتائج اختبار (ADF) للفرق الأول لسلسلة (TINF)

3rd Model	2nd Model	1st Model	Augmented Dickey-Fuller test
بقاطع و اتجاه	بقاطع	بدون قاطع و اتجاه	
Prop = 0.0011	Prop = 0.0002	Prop = 0.0000	
t- Stat = -5.319279	t- Stat = -5.285691	t- Stat = -5.283050	
-4.356068	-3.711457	-2.656915	المستوى 1%
-3.595026	-2.981038	-1.954414	المستوى 5%
-3.233456	-2.629906	-1.609329	المستوى 10%

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9

من خلال النتائج المبينة في الجدول أعلاه يمكن ملاحظة ما يلي :

✓ بالنسبة للنموذج الأول (بدون قاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.0000) أصغر من 0.05 ، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -5.283050) أكبر من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نرفض فرضية العدم H0، و نقبل الفرضية البديلة H1، مما يدل على أن السلسلة لا تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (TINF) مستقرة عند الفرق الأول.

✓ بالنسبة للنموذج الثاني (بقاطع)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.0002) أصغر من 0.05 ، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -5.285691) أكبر من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نرفض فرضية العدم H0، و نقبل الفرضية البديلة H1، مما يدل على أن السلسلة لا تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (TINF) مستقرة عند الفرق الأول.

✓ بالنسبة للنموذج الثالث (بقاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.0011) أصغر من 0.05 ، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -5.319279) أكبر من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نرفض فرضية العدم H0، و نقبل الفرضية البديلة H1، مما يدل على أن السلسلة لا تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (TINF) مستقرة عند الفرق الأول.

ح- دراسة استقرارية سلسلة احتياطات الصرف (RCH) : من خلال الاعتماد على اختبار ديكي فولر المطور (ADF)، و بذلك يمكن التعبير عن نماذجه الثلاث كما يلي :

➤ عند استعمال اختبار (ADF) عند المستوى، كانت النتائج كما هي مبينة في الجدول رقم (4-58)

الجدول رقم (4-58) : اختبار ديكي فولر المطور (ADF) لسلسلة (RCH) عند المستوى

3rd Model بقاطع و اتجاه	2nd Model بقاطع	1st Model بدون قاطع و اتجاه	Augmented Dickey-Fuller test
Prop = 0.9952 t- Stat = 0.076009	Prop = 0.6344 t- Stat = -1.256493	Prop = 0.7167 t- Stat = 0.134108	
-4.339330	-3.699871	-2.653401	المستوى 1%
-3.587527	-2.976263	-1.953858	المستوى 5%
-3.229230	-2.627420	-1.609571	المستوى 10%

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9

من خلال النتائج المبينة في الجدول أعلاه يمكن ملاحظة ما يلي :

- ✓ بالنسبة للنموذج الأول (بدون قاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.7167) أكبر من جميع المستويات (1% ، 5% ، 10%)، وكذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = 0.134108) أقل من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نقبل فرضية العدم H0، و نرفض الفرضية البديلة H1، مما يدل على أن السلسلة تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (RCH) غير مستقرة عند المستوى.
- ✓ بالنسبة للنموذج الثاني (بقاطع)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.6344) أكبر من جميع المستويات (1% ، 5% ، 10%)، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -1.256493) أقل من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نقبل فرضية العدم H0، و نرفض الفرضية البديلة H1، مما يدل على أن السلسلة تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (RCH) غير مستقرة عند المستوى.
- ✓ بالنسبة للنموذج الثالث (بقاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.9952) أكبر من جميع المستويات (1% ، 5% ، 10%)، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = 0.076009) أقل من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نقبل فرضية العدم H0، و نرفض الفرضية البديلة H1، مما يدل على أن السلسلة تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (RCH) غير مستقرة عند المستوى.
- بعد استعمال اختبار (ADF) عند أخذ الفرق الأول للسلسلة (RCH)، ظهرت النتائج كما هو مبين في الجدول رقم (4-59).

الجدول رقم (4-59): نتائج اختبار (ADF) للفرق الأول لسلسلة (RCH)

3rd Model	2nd Model	1st Model	Augmented Dickey-Fuller test
بقاطع و اتجاه	بقاطع	بدون قاطع و اتجاه	
Prop = 0.0115	Prop = 0.0044	Prop = 0.0003	
t- Stat = -4.294527	t- Stat = -4.056163	t- Stat = -3.996063	
-4.356068	-3.711457	-2.656915	المستوى 1%
-3.595026	-2.981038	-1.954414	المستوى 5%
-3.233456	-2.629906	-1.609329	المستوى 10%

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9

من خلال النتائج المبينة في الجدول أعلاه يمكن ملاحظة ما يلي :

✓ بالنسبة للنموذج الأول (بدون قاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.0003) أصغر من 0.05 ، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -3.996063) أكبر من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نرفض فرضية العدم H0، و نقبل الفرضية البديلة H1، مما يدل على أن السلسلة لا تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (RCH) مستقرة عند الفرق الأول.

✓ بالنسبة للنموذج الثاني (بقاطع)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.0044) أصغر من 0.05 ، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -4.056163) أكبر من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نرفض فرض العدم H0، و نقبل الفرض البديل H1، مما يدل على أن السلسلة لا تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (RCH) مستقرة عند الفرق الأول.

✓ بالنسبة للنموذج الثالث (بقاطع و اتجاه)، نلاحظ أن قيمة (Prop = 0.0115) أصغر من 0.05 ، و كذلك القيمة المحسوبة (t- Stat = -4.294527) أكبر من القيم الحرجة عند أخذ القيمة المطلقة، و بالتالي نرفض فرض العدم H0، و نقبل الفرض البديل H1، مما يدل على أن السلسلة لا تحتوى على جذر الوحدة، و منه السلسلة (RCH) مستقرة عند الفرق الأول.

ثالثاً-اختبار التكامل المشترك (المتزامن): التكامل المشترك هو أن المتغيرات المتكاملة تشترك في الاتجاهات العشوائية ، و هذا يوفر وسيلة لفهم العلاقات التوازنية في الأجل الطويل. و سيتم اختبار التكامل المشترك بطريقة جوهانسون (Johansson Method)، الذي يتضمن مجموعة من الخطوات لتقدير نموذج VECM حسب طريقة جوهانسون كمايلي:

- ✓ اختبار استقرارية السلاسل الزمنية محل الدراسة من أجل التأكد من تماثل درجة تكاملها.
- ✓ تحديد فترات الإبطاء الملائمة P بعد تقدير نموذج VAR في المستوى أو بعد إدخال اللوغاريتم على المتغيرات و ذلك باستعمال معايير المعلومات المعروفة : AIC ، SC ،
- ✓ تقدير المصفوفة π و باستعمال اختبار جوهانسون نستطيع معرفة عدد علاقات التكامل المشترك.
- ✓ تعريف علاقات التكامل المشترك ، أي علاقات الأجل الطويل بين المتغيرات.
- ✓ استعمال طريقة المعقولة العظمى من أجل تقدير نموذج VECM .
- ✓ التأكد من صلاحية النموذج المقدر باستعمال الاختبارات الإحصائية.

1- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية: بعد اختبارات الاستقرارية للسلاسل الزمنية لكل من (RCH ، CC ، OC ، PIB ، TCH ، TINF) كل على حدى، تبين أن السلاسل مستقرة و متكاملة من نفس الدرجة ، و بالتالي فان الشرط الأول لاختبار التكامل المشترك بين السلاسل الزمنية متحقق.

2- تحديد فترة الإبطاء الملائمة (درجة التأخير): قبل تقدير النموذج يجب اختبار درجة التأخير، أو فترة الإبطاء الملائمة للنموذج، حيث تتم المفاضلة بين النماذج المتحصل عليها، و اختبار النموذج الذي يعطي اقل قيمة للمعيارين (SC ، AIC)، كما هو مبين في الجدول أدناه.

الجدول رقم (4-60): درجة تأخير النموذج

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-591.8536	NA	3.78e+12	45.98874	46.27907	46.07234
1	-418.1989	253.8030*	1.03e+08	35.39991	37.43222*	35.98515

2	-373.1119	45.08696	85611367*	34.70092*	38.47521	35.78778*
---	-----------	----------	-----------	-----------	----------	-----------

المصدر: مخرجات Eviews 9

من خلال الجدول أعلاه نجد أن درجة التأخير المثلى بالنسبة لمعيار (Akaike) هي ($P = 2$)، أما بالنسبة لمعيار (Schwarz) فان ($P = 1$)، و ما دمنا قد استخدمنا السلاسل الزمنية في المستوى ، فان فترة الإبطاء الملائمة في هذه الحالة هي ($P = 1$)، و منه نستنتج أن فترة الإبطاء الملائمة لهذا النموذج هي ($P = 1$)، أي أن درجة التأخير المثلى لتقدير النموذج VAR هي ($p = 1$). و هي التي سندرجها من اجل إجراء اختبار جوهانسون.

3- اختبار جوهانسون : للتأكد من وجود علاقة التكامل المشترك بين المتغيرات سنقوم باستخدام اختبار جوهانسون و الذي يتضمن اختبارين هما اختبار الأثر (Trace Test) و اختبار القيمة العظمى (Maximum Eigen Value)، اللذان يوضحان فيما إذا كانت هناك علاقة توازنية طويلة الأجل أم لا، و بما أن التحليل يحتوي على ستة (06) متغيرات داخلية ، فإذا كانت هذه المتغيرات متكاملة تكاملا مشتركا فمن المحتمل أن هناك أكثر من متجهة للتكامل المشترك، كما هو موضح في كل من الجدول رقم (4-61)، و الجدول (4-62).

الجدول رقم (4-61): اختبار رتبة التكامل المشترك لجوهانسون

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.866559	150.1608	95.75366	0.0000
At most 1 *	0.751112	97.79425	69.81889	0.0001
At most 2 *	0.660502	61.63471	47.85613	0.0015
At most 3 *	0.393015	33.54725	29.79707	0.0177
At most 4 *	0.363242	20.56671	15.49471	0.0079
At most 5 *	0.287989	8.831216	3.841466	0.0030

Trace test indicates 6 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
 * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
 **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

المصدر: مخرجات Eviews 9

يمكن من خلال الجدول أعلاه استخراج النتائج التالية:

- **الفرضية (1):** $r = 0$ فان القيمة المحسوبة (Trace Statistic) تساوي (150.1608) و هي أكبر من القيمة الحرجة (Critical Value) عند المستوى 5 % و التي تساوي (95.75366)، و بالتالي فإننا نرفض فرض العدم H_0 و نقبل الفرض البديل H_1 ، أي وجود علاقة تكامل مشترك.
- **الفرضية (2):** $r = 1$ فان القيمة المحسوبة (Trace Statistic) تساوي (97.79425) و هي أكبر من القيمة الحرجة (Critical Value) عند المستوى 5 % و التي تساوي (69.81889)، و بالتالي فإننا نرفض فرض العدم H_0 و نقبل الفرض البديل H_1 ، أي وجود علاقة تكامل مشترك.

- **الفرضية (3):** $r=2$ فان القيمة المحسوبة (Trace Statistic) تساوي (61.63471) و هي أكبر من القيمة الحرجة (Critical Value) عند المستوى 5 % و التي تساوي (47.85613)، و بالتالي فإننا نرفض فرض العدم H_0 و نقبل الفرض البديل H_1 ، أي وجود علاقة تكامل مشترك.
- **الفرضية (4):** $r=3$ فان القيمة المحسوبة (Trace Statistic) تساوي (33.54725) و هي أكبر من القيمة الحرجة (Critical Value) عند المستوى 5 % و التي تساوي (29.79707)، و بالتالي فإننا نرفض فرض العدم H_0 و نقبل الفرض البديل H_1 ، أي وجود علاقة تكامل مشترك.
- **الفرضية (5):** $r=4$ فان القيمة المحسوبة (Trace Statistic) تساوي (20.56671) و هي أكبر من القيمة الحرجة (Critical Value) عند المستوى 5 % و التي تساوي (15.49471)، و بالتالي فإننا نرفض فرض العدم H_0 و نقبل الفرض البديل H_1 ، أي وجود علاقة تكامل مشترك.
- **الفرضية (6):** $r=5$ فان القيمة المحسوبة (Trace Statistic) تساوي (8.831216) و هي أكبر من القيمة الحرجة (Critical Value) عند المستوى 5 % و التي تساوي (3.841466)، و بالتالي فإننا نرفض فرض العدم H_0 و نقبل الفرض البديل H_1 ، أي وجود علاقة تكامل مشترك.

أما الجدول رقم (4-62) فانه يوضح عدد المتجهات للتكامل المشترك لاختبار جوهانسن عند مستوى معنوية 5 %

الجدول رقم (4-62): اختبار القيمة العظمى للتكامل المشترك لجوهانسن

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.866559	52.36656	40.07757	0.0013
At most 1 *	0.751112	36.15954	33.87687	0.0262
At most 2 *	0.660502	28.08746	27.58434	0.0431
At most 3	0.393015	12.98054	21.13162	0.4540
At most 4	0.363242	11.73550	14.26460	0.1210
At most 5 *	0.287989	8.831216	3.841466	0.0030

Max-eigenvalue test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
 * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
 **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

المصدر: مخرجات 9 Eviews

كذلك من خلال الجدول أعلاه يمكن استخراج النتائج التالية:

- **الفرضية (1):** $r=0$ فان القيمة المحسوبة (Max-Eigen value) تساوي (52.36656) و هي أكبر من القيمة الحرجة (Critical Value) عند المستوى 5 % و التي تساوي (40.07757)، و بالتالي فإننا نرفض فرض العدم H_0 و نقبل الفرض البديل H_1 ، أي وجود علاقة تكامل مشترك.
- **الفرضية (2):** $r=1$ فان القيمة المحسوبة (Max-Eigen value) تساوي (36.15954) و هي أكبر من القيمة الحرجة (Critical Value) عند المستوى 5 % و التي تساوي (33.87687)، و بالتالي فإننا نرفض فرض العدم H_0 و نقبل الفرض البديل H_1 ، أي وجود علاقة تكامل مشترك.

- **الفرضية (3):** $r=2$ فان القيمة المحسوبة (Max-Eigen value) تساوي (28.08746) و هي أكبر من القيمة الحرجة (Critical Value) عند المستوى 5 % و التي تساوي (27.58434)، و بالتالي فإننا نرفض فرض العدم H_0 و نقبل الفرض البديل H_1 ، أي وجود علاقة تكامل مشترك.
- **الفرضية (4):** $r=3$ فان القيمة المحسوبة (Max-Eigen value) تساوي (12.98054) و هي أصغر من القيمة الحرجة (Critical Value) عند المستوى 5 % و التي تساوي (21.13162)، و بالتالي فإننا نقبل فرض العدم H_0 و نرفض الفرض البديل H_1 ، أي عدم وجود علاقة تكامل مشترك.
- **الفرضية (5):** $r=4$ فان القيمة المحسوبة (Max-Eigen value) تساوي (11.73550) و هي أصغر من القيمة الحرجة (Critical Value) عند المستوى 5 % و التي تساوي (14.26460)، و بالتالي فإننا نقبل فرض العدم H_0 و نرفض الفرض البديل H_1 ، أي عدم وجود علاقة تكامل مشترك.

كما تقدم فإننا نلاحظ أن نتائج اختبار جوهانسون توضح أن هناك أكثر من متجهة لاختبار التكامل المشترك و ذلك لتفوق القيمة القيمة الإحصائية (المحسوبة) على القيمة الحرجة لكافة المتجهات عند مستوى معنوية 5 % . أما اختبار القيمة العظمي (Eigen Value)، فيوضح أيضا وجود ثلاث متجهات للتكامل المشترك عند مستوى معنوية 5 % ، مما يشير إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.

رابعا- تقدير نموذج تصحيح الخطأ و اختبار صلاحيته: يعتمد نموذج تصحيح الخطأ على إضافة حد تصحيح الخطأ، و الذي يشير إلى سرعة التعديل في الأجل القصير إلى الأجل الطويل ، أي مقدار التغير في المتغير التابع نتيجة لانحراف قيمة المتغير المستقل في الأجل القصير عن القيمة التوازنية في الأجل الطويل بمقدار وحدة واحدة.

من خلال الملحق رقم (06) تحصلنا على المعادلة التالية:

$$D(RCH) = -0.518884 \cdot RCH(-1) - 0.127983 \cdot PIB(-1) - 4.952024 \cdot OC(-1) + 3.347680 \cdot CC(-1) + 1.121500 \cdot TCH(-1) + 2.016060 \cdot TINF(-1) + 116.1930 + 0.633700 \cdot D(RCH(-1)) + 0.366699 \cdot D(PIB(-1)) - 0.561065 \cdot D(OC(-1)) + 0.490143 \cdot D(CC(-1)) - 0.244648 \cdot D(TCH(-1)) + 0.481769 \cdot D(TINF(-1)) + 0.787679$$

$$R^2 = 0.582981 \quad F = 3.594784$$

من خلال المعادلة أعلاه يتضح بأن قيمة معامل التحديد تبلغ ($R^2 = 0.582981$)، مما يدل على أن المتغيرات المستقلة تفسر ما مقداره 58.29 % ، من التغيرات التي تحصل في الاحتياطيات من الصرف الاجنبي في الجزائر، أما النسبة المتبقية و المقدرة بـ 41.71 % تعود إلى عوامل أخرى متضمنة في حد الخطأ، و هي العوامل غير المشخصة في النموذج، و تدل إحصائية فيشر المحسوبة ($F = 3.594784$) و هي أكبر من القيمة الجدولة على أن النموذج مقبول معنويا.

خامسا- دراسة السببية بين المتغيرات: من اجل معرفة المتغير الذي يؤثر في الآخر يستخدم اختبار السببية بين المتغيرين بطريقة جرانجر، و هو اختبار يستخدم من أجل تحديد السببية بين متغيرات البحث، و بعد إجراء الاختبارات كانت النتائج كما يأتي:

الجدول رقم (4-63): اختبار السببية لجرانجر

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 05/20/19 Time: 12:21			
Sample: 1990 2017			
Lags: 2			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
PIB does not Granger Cause RCH	26	7.23986	0.0041
RCH does not Granger Cause PIB		8.90787	0.0016
OC does not Granger Cause RCH	26	21.2009	9.E-06
RCH does not Granger Cause OC		0.09338	0.9112
CC does not Granger Cause RCH	26	13.6644	0.0002
RCH does not Granger Cause CC		1.12403	0.3437
TCH does not Granger Cause RCH	26	3.14691	0.0638
RCH does not Granger Cause TCH		3.53867	0.0474
TINF does not Granger Cause RCH	26	1.14337	0.3378
RCH does not Granger Cause TINF		0.02477	0.9756

المصدر: مخرجات 9 Eviews

نلاحظ من الجدول أعلاه :

- ✓ وجود علاقة سببية مباشرة و في الاتجاهين بين كل من الناتج الداخلي الخام (PIB) و الاحتياطيات من الصرف الاجنبي (RCH)، بمعنى أن ارتفاع الاحتياطيات يؤدي بدوره إلى زيادة الناتج الداخلي الخام، و العكس في حالة انخفاض الاحتياطيات.
- ✓ عدم وجود علاقة سببية مباشرة و في الاتجاهين بين كل من احتياطيات الصرف الاجنبي (RCH)، و الانفتاح التجاري (OC)، و ذلك بسبب تركيز وتبعية الصادرات للمحروقات بشكل كبير متجاوزة 93%، و عدم تنوع الصادرات مما لا يكون هناك أثر للانفتاح التجاري.
- ✓ وجود علاقة سببية باتجاه واحد من الحساب الجاري (CC) باتجاه الاحتياطيات من الصرف الاجنبي (RCH)، حيث أن الحساب الجاري يتأثر بمستوى الاحتياطيات من الصرف الاجنبي فكلما ارتفعت الاحتياطيات فان الحساب الجاري يتحسن و العكس صحيح.
- ✓ وجود علاقة سببية باتجاه واحد من احتياطيات الصرف الاجنبي (RCH) باتجاه سعر الصرف (TCH)، أي أنهما مرتبطان مع بعضهما البعض، و ذلك باعتبار أن سعر الصرف يتحدد من طرف بنك الجزائر بناء على مستويات الاحتياطيات من الصرف الاجنبي ، فكلما ارتفعت تحسن سعر صرف الدينار و العكس إذا انخفض هذا المستوى

✓ عدم وجود علاقة سببية مباشرة في الاتجاهين بين كل من احتياطيات الصرف الاجنبي (RCH) و معدل التضخم (TINF)، وذلك باعتبار أن أغلب السلع مستوردة بالعملة الصعبة و بالتالي هي عرضة للارتفاع مما ينعكس على مستويات الأسعار في الداخل و التي تتجه نحو الارتفاع بسبب انخفاض الدينار تجاه عملات الاستيراد.

سادسا- تحليل دوال استجابة النبضة للنموذج المقدر: إن تحليل النبضات هو مقياس لقياس درجة الاحتياطيات الدولية (RCH) للمتغيرات الأخرى المستقلة ممثلة في كل من الحساب الجاري (CC) و الناتج الداخلي الخام (PIB) و الانفتاح التجاري (OC) و سعر الصرف (TCH) و أخيرا معدل التضخم (TINF) .

الجدول رقم (4-64): تحليل درجة استجابة تباين الاحتياطيات و بعض المؤشرات الاقتصادية في الجزائر

Variance Decomposition of RCH							
Period	S.E.	RCH	PIB	OC	CC	TCH	TINF
1	5.528532	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	9.513289	46.11779	25.88717	23.17805	1.214311	0.041912	3.560771
3	12.88595	32.90237	34.77927	24.93740	3.534836	0.022926	3.823208
4	16.06892	27.44910	35.70982	26.89726	5.125221	0.019598	4.798997
5	19.04443	24.47819	33.86001	28.97060	6.207658	0.026067	6.457479
6	21.69245	22.59546	31.26343	30.67715	6.983302	0.044890	8.435757
7	23.92004	21.28458	28.63299	31.97622	7.522692	0.080884	10.50263
8	25.68110	20.30573	26.25290	32.91589	7.857038	0.139465	12.52899
9	26.97655	19.53737	24.27960	33.52714	8.011857	0.226190	14.41784
10	27.85359	18.91669	22.82989	33.82075	8.016752	0.345794	16.07012

المصدر: مخرجات 9 Eviews

يوضح الجدول رقم (4-15) نتائج تحليل مكونات التباين الخاص للاحتياطيات الدولية المتأني من الصدمات التي تحدث في متغيرات النموذج و بين الخطأ المعياري (S.E)، أما الأعمدة الأخرى فتمثل نسبة تباين كل متغير من التباين الكلي. و من الجدول أعلاه نجد بان متغير الاحتياطيات الدولية (RCH) يفسر 100 % من مكونات التباين للمتغير ذاته في السنة الأولى عند حدوث صدمة بمقدار انحراف معياري واحد للمتغير نفسه، ثم يأخذ في الانخفاض بشكل كبير إلى أن يصل إلى 18.91669 % بعد مرور 10 سنوات.

أما متغير الناتج الداخلي الخام (PIB) فانه لا يفسر شيئ من مكونات التباين في الاحتياطيات الدولية في السنة الأولى عند حدوث صدمة بمقدار انحراف معياري واحد ثم يتراوح بين الارتفاع و الانخفاض طيلة السنوات العشر ليصل إلى 22.82989 % بمعنى أن تفسير ال (PIB) يتذبذب بين الارتفاع تارة و الانخفاض تارة أخرى في مكونات تباين الاحتياطيات الدولية طيلة المدة المدروسة (1990-2017). كذلك نجد أن المتغير (OC) لا يساهم في تفسير مكونات التباين للاحتياطيات الدولية عند حدوث صدمة بمقدار انحراف معياري واحد في السنة الأولى، ثم يأخذ في الارتفاع التدريجي إلى أن يصل إلى 33.82075 % ، و بشكل عام فان درجة استجابة الاحتياطيات للمتغيرات الأخرى ممثلة في كل من الحساب الجاري (CC) ، و سعر الصرف (TCH) ، و معدل التضخم (TINF) تعد ضعيفة نسبيا ، و قد يعود ذلك إلى الاختلالات الهيكلية التي يعاني منها الاقتصاد الجزائري، ناهيك عن أن هذه المتغيرات لا تعمل وفق منطق النظرية الاقتصادية لتلك الأسباب و هذا ما يتفق مع فرضية البحث.

المطلب الثالث: تفسير النتائج

من خلال الدراسة القياسية للعلاقة بين المتغير التابع (الاحتياطيات الدولية)، و المتغيرات المستقلة (الناتج الداخلي الخام، الحساب الجاري ، الانفتاح التجاري، سعر الصرف، و معدل التضخم) تبين مايلي:

1. تعتبر الاحتياطيات الدولية وسيلة السيولة الدولية لتحويل الأصول إلى نقد من اجل معالجة الالتزامات المترتبة على التعاملات الدولية، و هي ترتبط بعلاقة مع بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية مثل الناتج الداخلي الخام، الحساب الجاري ، الانفتاح التجاري، سعر الصرف، و معدل التضخم.
2. للاحتياطيات الدولية دور كبير و مهم في نمو و استقرار الناتج الداخلي الخام، و ذلك من خلال وجود علاقة سببية في الاتجاهين بين الاحتياطيات الدولية و الناتج الداخلي الخام.
3. وجود علاقة سببية باتجاه واحد من الحساب الجاري (CC) باتجاه الاحتياطيات من الصرف الاجنبي (RCH)، حيث أن الحساب الجاري يتأثر بمستوى الاحتياطيات من الصرف الاجنبي فكلما ارتفعت الاحتياطيات فان الحساب الجاري يتحسن و العكس صحيح.
4. وجود علاقة سببية باتجاه واحد من احتياطيات الصرف الاجنبي (RCH) باتجاه سعر الصرف (TCH)، أي أنهما مرتبطان مع بعضهما البعض، و ذلك باعتبار أن سعر الصرف يتحدد من طرف بنك الجزائر بناء على مستويات الاحتياطيات من الصرف الاجنبي ، فكلما ارتفعت تحسن سعر صرف الدينار و العكس إذا انخفض هذا المستوى.

خلاصة الفصل:

تناولنا في هذا الفصل كفاءة إدارة بنك الجزائر للاحتياطيات الأجنبية و مصادر تراكمها، حيث خصص بنك الجزائر مديرية عامة مكلفة بإدارة الاحتياطيات الأجنبية ، من تقديم أولوية الأمان و سرعة السيولة ، على العائد المرتفع، و فيما يتعلق بمصادر تراكم الاحتياطيات فقد خلصنا إلى أن فوائض ميزان المدفوعات المتأتية من رصيد الميزان التجاري و حساب رأس المال هي المصدر الأساسي لهذا التراكم.

غير أن هذا التراكم في الاحتياطيات يولد تكلفة من جراء هذه الحيازة لذلك و جب تحديد المستوى الأمثل للاحتياطيات بمعنى كفاية الاحتياطيات لمواجهة الأزمات المالية و الاقتصادية التي يمكن أن تحدث، و ضرورة تعقيم الاحتياطيات من خلال جملة من الإجراءات أو ما يسمى بأدوات التعقيم .

ثم لجوء السلطات النقدية في الجزائر ممثلة في بنك الجزائر إلى كيفية استخدام هذه الاحتياطيات بما يخدم الأهداف من حيازتها، و يحافظ على مستوياتها المثلى من خلال آليات عدة و التي يمن بينها سواء التسديد المسبق للديون الخارجية ، و إنشاء صندوق ضبط الموارد، و بعث برامج التنمية الاقتصادية، و التوظيف في الأصول المالية السيادية الآمنة كسندات الخزنة الأمريكية.

كما تم التطرق في هذا الفصل للتحليل الإحصائي و الاقتصادي للمتغيرات الاقتصادية موضوع الدراسة ، و التي تتمثل في كل من الاحتياطيات الدولية كمتغير تابع ، و بقية المتغيرات المستقلة المتمثلة في كل من الناتج المحلي الإجمالي، و الحساب الجاري

، و سعر الصرف، و الانفتاح التجاري، معدل التضخم، ثم الكشف عن الخصائص الإحصائية لهذه المتغيرات من خلال استخدام بعض مؤشرات النزعة المركزية، و بعض مقاييس التشتت، إضافة إلى معاملات الارتباط الخطي، و قد أشارت نتائج التحليل الإحصائي إلى وجود تذبذب في جميع المتغيرات، و هذا التذبذب تراوح بين البسيط و العنيف، كما أشار معامل الارتباط الخطي إلى وجود علاقة بين المتغير التابع و بعض المتغيرات المستقلة، في حين لم تكن هناك معنوية مع البعض الأخر من المتغيرات المستقلة.

خاتمة

تؤدي المستويات المثلى من الاحتياطيات الأجنبية دورا بارزا في تحديد درجة ثقة العالم الخارجي في الاقتصاد الوطني، فهي تعتبر عاملا مهما في اطمئنان المستثمرين الأجانب فيما يتعلق باستقرار السياسات الاقتصادية و المالية للبلد، و التي ترتبط بوجود مستوى كافي من الاحتياطيات، و الذي يعتبر عاملا مهما في الحد من إمكانية تدهور أسعار صرف العملة الوطنية ، و مواجهة الأزمات الاقتصادية منها و المالية، و كذلك تغطية الاختلال في ميزان المدفوعات.

كما و ترتب على حيابة الاحتياطيات من الصرف الاجنبي على تكلفة حيازة ترتبط بحجم هذه الاحتياطيات حيث كلما كان المستوى كبير كلما زادت تكلفة الحيازة ، و التي تعبر عن الفرق بين العائد على استثمار الاحتياطيات في قنوات اعتيادية أي بهدف تحقيق عائد أكبر و بين الاستثمار الذي يأخذ في الحسبان درجة السيولة و الأمان لهذه الاحتياطيات.

و قد تمحورت إشكالية الموضوع حول إلى أي مدى تستخدم آليات التحوط في إدارة الاحتياطيات الدولية بينك الجزائر للحد من تراجع القيمة الحقيقية لهذه الاحتياطيات ، و من أجل تحقيق أهداف الموضوع، فقد قسمنا دراستنا إلى أربعة فصول حيث تناولنا الفصل الأول الإطار النظري و أهم المفاهيم المرتبطة باحتياطيات الصرف الاجنبي، و البنوك المركزية، أما في الفصل الثاني فقد تطرقنا إلى المشتقات المالية كآليات للتعامل و المخاطر المرتبطة بها ، و في الفصل الثالث تناولنا كيفية إدارة احتياطيات الصرف الاجنبي و الآليات المستخدمة و أهم التجارب الدولية في إدارة هذه الفوائض ، و فيما يتعلق بالفصل الرابع فقد تطرقنا فيه إلى تجربة بنك الجزائر في ادارة احتياطيات الصرف الاجنبي، و الدراسة القياسية لأثر و درجة الاستجابة بين الاحتياطيات الدولية و بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية خلال الفترة 1990-2017.

أولاً- نتائج اختبار الفرضيات: بخصوص فرضيات الموضوع، فانه و من خلال دراستنا النظرية و التطبيقية تم التوصل إلى النتائج التالية:

1. الفرضية الأولى و التي مفادها أن بنك الجزائر يستخدم العديد من المشتقات المالية كآلية للحد من مخاطر تراجع احتياطيات الصرف الأجنبي، فقد أثبتت الدراسة عدم صحة هذه الفرضية، و ذلك باعتبار أن حل البنوك المركزية لا تستخدم أدوات المشتقات المالية في التحوط ، ما عدى آلية مبادلة العملات ما بين البنوك المركزية و التي تعبر غائبة بالنسبة لبنك الجزائر.
2. أما فيما يتعلق بالفرضية الثانية و التي تعتبر أن المستويات المثلى للاحتياطيات الأجنبية تتحدد من خلال محددات الطلب عليها و الخصائص الاقتصادية لكل بلد، فقد تحققت صحتها .
3. و بخصوص الفرضية الثالثة و التي نصت على أن آليات إدارة و توظيف الاحتياطيات الأجنبية، تتضمن الاستثمار في الأصول المالية السيادية و الودائع بالبنوك الدولية، فقد ثبت صحة هذه الفرضية من خلال ما تناولناه في الفصل الثالث من أن البنوك المركزية تضع في أولوياتها عند الاستثمار في الاحتياطيات درجة السيولة و الأمان ، ثم تعظيم الأرباح ، و ذلك من خلال الاستثمار في سندات الخزانة الدولية و التي برغم عائدها الضعيف إلا أنها تعتبر أصول مالية مضمونة.
4. بالنسبة للفرضية الأخيرة و التي تعتقد بوجود أثر و درجة استجابة بين الاحتياطيات الأجنبية و بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية، كذلك قد ثبت صحتها في بعض المتغيرات و خطأها في متغيرات أخرى، و ذلك من خلال الدراسة القياسية و التي خلصت إلى أن هناك علاقة طردية و موجبة كما هو الحال في علاقة الاحتياطيات بالنتائج الداخلي الخام و التي تشكل فيه الاحتياطيات أكثر من 45 % من إجمالي الناتج المحلي، في حين أن متغيرات اقتصادية

أخرى كالتضخم فإن العلاقة بينه و بين الاحتياطات طردية و لكن سالبة فزيادة الاحتياطات تزداد معدلات التضخم نتيجة ارتفاع أسعار السلع و الخدمات، و زيادة الاستهلاك.

ثانيا- نتائج الدراسة: فيما يتعلق بالنتائج التي يمكن استخلاصها من هذه الدراسة نجد مايلي:

- توجد العديد من المؤشرات التي تستخدم في تحديد المستوى الأمثل للاحتياطات الأجنبية تبعا للسياسة المالية لكل بلد و ظروفه الاقتصادية.
- تمثل الصادرات من المحروقات أهم مصدر لتراكم الاحتياطات من الصرف الاجني في الجزائر خلال الفترة 2000-2017.
- تتم إدارة الاحتياطات الأجنبية من طرف مديريات عامة تابعة لبنك الجزائر تسمى مديرية إدارة العلاقات المالية الخارجية.
- تعتبر مستويات الاحتياطات في الجزائر مستويات مثلى ، بل تجاوزت المستويات المعيارية المحددة من قبل الاقتصاديين المتخصصين في إدارة الاحتياطات.
- ساهم التسديد المسبق للمديونية الخارجية في تراكم الاحتياطات بعد 2006، و بعث المشاريع الاقتصادية الكبرى من طرف الحكومات المتعاقبة.
- يتحمل الاقتصاد الجزائري تكلفة فرصة بديلة تتمثل في الفرق بين عائدات توظيف الاحتياطات الأجنبية في سندات الخزنة الأمريكية و البدائل ذات العائد الأكبر.
- تتأثر الاحتياطات من الصرف الاجني بعجز الحساب الجاري مما يؤدي إلى استنزافها لتغطية العجز في هذا الحساب و تغطية الفرق السلي في الميزان التجاري.
- بنهاية 2017 تم استنفاد رصيد صندوق ضبط الإيرادات ليسجل عجزا لأول مرة سنة 2017 في تغطية العجز في موازنة الخزينة العامة.

ثالثا- التوصيات و الاقتراحات: بناء على النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة يمكننا تقديم التوصيات و الاقتراحات التالية:

- ✓ ضرورة الاستفادة من تجارب الدول في إنشاء الصناديق السيادية ، حتى يتسنى للسلطات النقدية في الجزائر توظيفها في إنشاء مثل هكذا صناديق.
- ✓ ضرورة الإفصاح عن النشاطات الاستثمارية لبنك الجزائر و نشر تقارير دورية خاصة فيما يتعلق باستثمارات الاحتياطات في الأصول المالية كالسندات السيادية.
- ✓ استثمار قسم من الاحتياطات في المشاريع ذات الجدوى الاقتصادية لما له من تأثير على بقية القطاعات الأخرى.
- ✓ ضرورة استفادة بنك الجزائر من خبرات البنوك المركزية للدول المتقدمة في إدارة الاحتياطات و التكوين الجيد للإطارات التي ستولى إدارة الاحتياطات.

رابعا- آفاق الدراسة: بالرغم من كل البحوث و الدراسات التي تناولت موضوع الاحتياطات، إلا أنها تبقى غير كافية ، لذلك من الضروري التفكير الجدي في كيفية تقديم دراسات علمية و عملية لإدارة الاحتياطات الأجنبية التي تبقى محل نقاش دائم و مستفيض، و عليه نقترح بعض المواضيع المتعلقة بالاحتياطات التي يمكن دراستها في المستقبل:

1. التجارب العملية في إدارة الاحتياطيات الأجنبية.
2. استثمارات صناديق الثروة السيادية كآلية لتراكم الاحتياطيات الدولية.
3. أثر تراكم الاحتياطيات الأجنبية على التنمية في الجزائر.

المصادر و المراجع

1. ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم و تقييم الأدوات ، دار اليازوردي ، الأردن، 2010.
2. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
3. أمين صيد ، سياسة الصرف كأداة لتسوية الاختلال في ميزان المدفوعات، مكتبة حسين العصرية للطباعة و النشر و التوزيع، لبنان، 2013.
4. توفيق عبد الرحيم يوسف، الإدارة المالية و التعامل بالعملات الأجنبية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر، عمان، 2004.
5. حاكم الربيعي، ميثاق الفتاوي و آخرون ، المشتقات المالية - عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات - ، الطبعة الأولى، دار اليازوردي - الأردن، 2011.
6. حكمت النشاشيبي، استثمار الأرصدة و تطوير الأسواق المالية، المؤسسة العربية للدراسات و النشر، بيروت، لبنان، 1980.
7. خالد أمين عبد الله ، إسماعيل إبراهيم الطراد ، إدارة العمليات المصرفية المحلية و الدولية ، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر ، الأردن ، 2006.
8. خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية ، الطبعة الأولى ، دار الميسرة للنشر و التوزيع و الطباعة، الأردن، 2009.
9. رمزي زكي، الاحتمالات الدولية و الأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري، دار المستقبل العربي، القاهرة، 1994.
10. زكريا الدوري، يسري السامرائي، البنوك المركزية و السياسات النقدية، الطبعة العربية، دار اليازوردي، 2006.
11. زياد رمضان ، مروان شموط ، الأسواق المالية ، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات ، مصر ، 2007.
12. سامي عفيفي حاتم، التجارة الخارجية بين التنظيم و التنظير، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 1999.
13. سمير عبد الحميد رضوان ، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها - دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الإسلامية- ، الطبعة الأولى ، دار النشر للجامعات ، القاهرة، مصر، 2005.
14. سمير فخري نعمة ، العلاقة التبادلية بين سعر الصرف و سعر الفائدة و انعكاساتها على ميزان المدفوعات، دار اليازوردي العلمية للنشر و التوزيع، الأردن ، 2011 .
15. شقيري نوري موسى، محمود إبراهيم نور و آخرون ، إدارة المخاطر ، الطبعة الأولى ، دار الميسرة للنشر و التوزيع و الطباعة ، الأردن، 2012.
16. صادق راشد الشمري، إدارة المصارف الواقع و التطبيقات العملية ، الطبعة الأولى ، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان ، 2009 .
17. طارق عبد العال حماد ، المشتقات المالية - المفاهيم ، إدارة المخاطر، المحاسبة - ، الدار الجامعية ، مصر ، 2001.

18. طراد إسماعيل إبراهيم، إدارة العملات الأجنبية، الطبعة الثانية، عمان، 2005.
19. عادل أحمد حشيش، مجدي محمود شهاب، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005.
20. عادل المهدي، التمويل الدولي، دار العربي للنشر و التوزيع، القاهرة، مصر، 1992.
21. عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية (دراسة تحليلية تقييمية)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
22. عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالي، سعر الصرف و إدارته في ظل الصدمات الاقتصادية - نظرية و تطبيق - ، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع - الأردن، 2011.
23. عدنان تايه النعيمي، إدارة العملات الأجنبية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة - الأردن، 2012.
24. علي عباس، إدارة الأعمال الدولية - المدخل العام -، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، الأردن، 2009.
25. علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر و التوزيع، الأردن، 2008.
26. علي عبد الفتاح أبو شرار، الاقتصاد الدولي - نظريات و سياسات -، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 2007.
27. غازي عبد الرزاق النقاش، التمويل الدولي و العمليات المصرفية الدولية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، الأردن، 2006.
28. فاطمة الزهراء حبابي، النظام النقدي الدولي (المنافسة-أورو-دولار)، دار اليازوردي، عمان، 2013.
29. محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
30. مدحت صادق، النقود الدولية و عمليات الصرف الأجنبي، الطبعة الأولى، دار غريب للطباعة و النشر و التوزيع، القاهرة، 1997.
31. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثاني، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2003.
32. موسى بخاري لخلو، سياسة، سعر الصرف و علاقتها بالسياسة النقدية، الطبعة الأولى، مكتبة حسن العصرية - لبنان، 2010.
33. موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى، ياسر المومني، التمويل الدولي، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
34. موسى سعيد مطر و آخرون، المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2003.
35. مؤيد عبد الرحمان الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر و التوزيع، الأردن، 2012.
36. نشأت الوكيل، التوازن النقدي و معدل الصرف - دراسة تحليلية مقارنة لسوق النقود و سعر الصرف -، الطبعة الأولى، شركة تاس للطباعة، مصر، 2006.
37. نعمان سعدي، البعد الدولي للنظام النقدي برعية صندوق النقد الدولي، الطبعة الأولى، دار بلقيس، الجزائر، 2011.

38. هجيري عدنان زكي أمين ، الاقتصاد الدولي - النظريات و التطبيقات - ، الطبعة الأولى ، إثراء للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2010.

39. هوشيار معروف ، الاستثمارات و الأسواق المالية ، الطبعة الأولى ، دار الصفاء للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2009.

II. المجالات و الدوريات :

40. احمد شفيق الشاذلي، طرق تكوين و إدارة احتياطات الصرف الأجنبي تجارب بعض الدول العربية و الأجنبية، دراسات اقتصادية ، صندوق النقد العربي، 2014.

41. بربري محمد أمين، مبررات و دوافع التوجه و تمويل التنمية في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، السادس الثاني، 2009.

42. بلقاسم زايري، إدارة احتياطات الصرف الأجنبي و تمويل التنمية في الجزائر، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، 2008.

43. بلقاسم زايري، كفاية الاحتياطات الدولية في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، دورية سداسية، جامعة الشلف، السادس الثاني 2009.

44. بن علي عزوز، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، دورية سنوية، جامعة ورقلة العدد السابع، 2009-2010.

45. بوفليح نبيل، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخيل النفط في الدول العربية، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية، دورية سداسية، جامعة الشلف، السادس الثاني 2010.

46. بوفليح نبيل، دراسة تقييمية لسياسة الإنعاش الاقتصادي المطبقة في الجزائر للفترة (2000-2010)، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية، أبحاث اقتصادية و إدارية، جامعة الشلف، العدد 12، ديسمبر 2012.

47. جون فرانسوا سيزنيك، صناديق الثروة السيادية لدول الخليج، الاقتصاد السياسي لمنطقة الخليج، تقرير موجز رقم 3 ، مركز الدراسات الدولية و الإقليمية، قطر، 2012.

48. صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي، 2001.

49. مسعي محمد، سياسة الإنعاش الاقتصادي في الجزائر و أثرها على النمو، مجلة الباحث، دورية سنوية، جامعة ورقلة، 2012.

50. وليد عيدي، ميزان المدفوعات بوصفه أداة في التحليل الاقتصادي المديرية العامة للإحصاء و الأبحاث، البنك المركزي العراقي، بغداد.

51. هاشم صبيحة قاسم و آخرون، التحوط المالي لمخاطرة أسعار الصرف باستعمال أدوات الهندسة المالية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العدد 25، العراق، 2009.

III. الأطروحات و المذكرات :

52. أمحمد محمدي الطيب، إدارة احتياطي الصرف الاجنبي في الجزائر (الواقع و المتطلبات)، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاجتماعية و العلوم الإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بين بوعلي، الشلف، السنة الجامعية 2007-2008.

53. سميرة محسن، المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية - دراسة حالة البنك BNP PARIBAS - ، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، السنة الجامعية 2005-2006.
54. سهيلة مواكبي، محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي- دراسة قياسية للفترة من 1990-2011 ، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، السنة الجامعية 2013-2014.
55. عبد القادر بوكريدي، متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الاجنبي بالبنوك المركزية-دراسة حالة بنك الجزائر-، أطروحة دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، السنة الجامعية 2015-2016.
56. فوزي زغاد، إشكالية إدارة الاحتياطات المالية الدولية- دراسة حالة بنك الجزائر (2000-2012)، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة المسيلة، السنة الجامعية 2013-2014.
57. مريم سرامة ، دور المشتقات المالية و تقنية التوريق في أزمة 2008 - دراسة تحليلية - ، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، السنة الجامعية 2012-2012.

IV. التقارير و النشرات :

58. التقارير السنوية لبنك الجزائر من 2000 إلى 2017.
59. بنك الجزائر، النشرات الإحصائية الثلاثية ، 2000-2017،

ثانيا- باللغة الأجنبية :

I. Ouvrages :

60. AFTALION F. **Marchés de change et produits dérivés**, Publications Universitaires française, 1995.
61. BARREAU Jean, **Gestion financière - cas pratique -**, 8^{ème} édition, DUNOD, Paris, 2006.
62. BARNETO Pascal, GRUSON Pierre, **Instruments financiers et IFRS**, DUNOD, Paris, 2007.
63. BELLALAH Mondher, **Gestion des risques de taux d'intérêt et de change**, 1^{er} édition, Edition De Boeck Université, Bruxelles, 2005.
64. BELLALAH Mondher, YVES Simon, **Option, contras à terme et gestion de risque**, 2^{ème} édition, ECONOMICA, Paris, 2003.
65. BEN BASSAT A., **Reserve currency diversification & the substitution account**, Princeton studies in international finance, 1984.
66. COLLOMB Jean-Albert, **Finance de marché**, Ed. ESKA, Paris, 2000.
67. COPLAND S.L., **Exchange rates & international finance**, Addison-Wesley publishing company, London, 1990.

68. DEBEAUVAIS Maurice, SINNAH Yvon, **La gestion globale du risque de change - Nouveaux enjeux et nouveaux risques** -, 2^{ème} édition, Ed. ECONOMICA, Paris, 1992.
69. DE CAUSSERGUES Sylvie, **Gestion de la banque**, 4^{ème} édition, DUNOD, Paris, 2005.
70. DE LA BRUSLERIE Hubert, ELIEZ Catherine, **Trésorerie d'entreprise – gestion des liquidités et des risques** -, 2^{ème} édition, DUNOD, Paris, 2009.
71. DE SERVIGNY Arnaud, Benoît Métayer et autres, **Le risque de crédit**, 3^{ème} édition, DUNOD, Paris, 2006.
72. EITEMAN David, STONEHILL Arthur & MOFFET Michel, **Gestion et finance internationales**, Ed. PEARSON Education, Paris, 2004.
73. FAYE J F., **Comment gérer les risques financiers**, Edition Formatrice, 1993.
74. FONTAINE Patrice, **Gestion du risque de change**, Ed. ECONOMICA, Paris, 1996.
75. FONTAINE Patrice, **Marchés des changes**, PEARSON Education, France, 2009.
76. FRANCOIS Pascal, **Les produits dérivés financiers**, DUNOD, Paris, 2005.
77. HAFTMAN Phillip P., **Currency competition & foreign exchange markets**, Cambridge University press, 1998.
78. JURA Michel, **Technique financière internationale**, 2^{ème} édition, DUNOD, Paris, 2003.
79. KRUGMAN Paul, OBSTFELD Maurice et autres, **Economie internationale**, 9^{ème} édition, Nouveaux Horizons, Paris, 2012.
80. MISHKIN Frédéric, BORDES Christian et autres, **Monnaie, banque et marchés financiers**, 9^{ème} édition, Nouveaux horizons, Paris, 2010.
81. OGIEN Dove, **Pratique des marchés financiers**, 2^{ème} édition, DUNOD, Paris, 2007.
82. PEYARAD Josette, **Gestion financière internationale**, 5^{ème} édition, VUIBERT, Paris, 1999.
83. PLIHON Dominique, **Les enjeux de la globalisation financière mondialisation au-delà des mythes**, Ed. CASBAH, Alger, 1997.
84. RAMAGE Pierre, **Finance de marché**, Edition d'organisation, Paris, 2002.
85. YVES Simon, **Marché des changes et gestion du risque de change**, Ed. DALLOZ, Paris, 1995.
86. YVES Simon, LAUTIER Delphine & MOREL Christophe, **Finance Internationale**, 10^{ème} édition, ECONOMICA, Paris, 2009.

II. Autres documents

87. FRANK J. Fabozzi ,**U.S. Treasury and Agency Securities**, the handbook of fixed income securities, seventh edition, Yale University, april2004.
88. GABRIELE Galati ,**The euro as a reserve currency: a challenge to the pre-eminence of the US dollar** ?,BIS Working Papers no 218, October 2006.
89. GARRETH Rule, **Issuing central bank securities**, Handbook, N°30, Centre for Central Banking Studies ,Bank of England London,2011.
90. GUSTAVO Adler, **Foreign exchange intervention: A Shield against appreciation winds?**, IMF working paper, July, 2011.
91. Heller, H.R., **Optimal International Reserves**,, Economic Journal, Vol.76, June, 1966.
92. IMF, **International reserves and foreign currency liquidity: guidelines for a data template**, 2013.

93. IMF, **Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves Cofer** ,2014.
94. JANNEY Montgomery, **Agency Bonds**, Philadelphia, USA, 2014.
95. JERMY Foster , **Central bank risk management and international standards**, central banking publications, london,2004.
96. JOSHUA Aizenman and HANS Genberg ,**Research on the demand for international reserves : developments in academia, the contribution of IMF researchers, and influence on IMF surveillance** , IEO Background paper,2012.
97. JUKKA Pihlman and HAN VAN DER Hoorn, **Procyclicality in Central bank reserve management : evidence from the crisis**, IMF working paper, WP/10/150.
98. JURGEN Odenius, ARVIND Rajan, **Central Bank FX reserve adequacy , a historical perspective**, September 2013.
99. KAIJA Leena Rikkinen, **The optimal currency distribution of a central bank's foreign exchange reserves**, Bank of Finland, 1989.
100. KAMINSKY G.L, **Currency and banking crises: the early warnings of Distress"**, IMF working paper 99/178.
101. LORENZO Bini Smaghi, **Risk management in central banking**, international risk management conference 2011, Free University of Amsterdam, 15 June 2011.
102. M S Mohanty, **Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications?**, BIS Quarterly review, September 2006.

ثالثا- المواقع الالكترونية:

1. <https://www.salldem.free.fr/>
2. <https://www.cambiste.info/>
3. <https://www.bank-of-algeria.dz/>
4. <https://www.banque-france.fr/>

الملاحق

الملحق رقم (01) : متغيرات الدراسة

ANNES	RCH	PIB	OC	TCH	CC	TINF
1990	1.168	62.045	35.02	8.957	2.289	16.652
1991	3.25	45.715	44.21	18.437	5.177	25.886
1992	3.035	48.003	41.27	21.836	2.708	31.669
1993	2.953	49.946	36.84	23.345	1.602	20.54
1994	6.285	42.542	42.41	35.085	-4.327	29.048
1995	4.8	41.764	48.75	47.663	-5.363	29.779
1996	9.021	46.941	47.53	54.749	2.663	18.679
1997	16.702	48.178	45.55	57.707	7.16	5.733
1998	14.205	48.188	38.95	58.738	-1.888	4.95
1999	9.305	48.64	43.75	66.574	0.041	2.645
2000	21.945	54.79	56.58	75.26	16.298	0.339
2001	33.027	54.745	52.19	77.215	12.896	4.226
2002	40.939	56.76	54.12	79.682	7.669	1.418
2003	48.81	67.864	55.67	77.395	13.026	4.269
2004	50.684	85.325	58.8	72.061	13.032	3.962
2005	54.558	103.198	64.14	73.276	20.524	1.382
2006	66.577	117.027	64.54	72.647	24.715	2.314
2007	87.73	134.977	64.41	69.292	22.488	3.674
2008	83.767	171.001	68.17	64.583	19.856	4.863
2009	108.622	137.211	60.19	72.647	0.314	5.734
2010	100.873	161.207	59.54	74.386	7.58	3.913
2011	91.402	200.019	58.9	72.938	8.836	4.524
2012	91.504	209.059	58.98	77.536	5.784	8.891
2013	92.828	209.755	57.14	79.368	0.566	3.254
2014	84.008	213.81	56.03	80.579	-4.446	2.917
2015	87.221	165.874	52.58	100.691	-16.416	4.784
2016	71.922	159.049	49.51	109.443	-16.459	6.398
2107	57.295	170.371	49.04	110.973	-12.969	5.591

الملحق رقم (02) : دراسة استقرارية متغيرات الدراسة في مستوياتها الأصلية

1- الحساب الجاري (CC) :

- بقاطع (Intercept)

Null Hypothesis: CC has a unit root
Exogenous : Constant
Lag Length: 0 (Automatic – based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.302507	0.6135
Test critical values :		
1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable : D(CC)
Method : Least Squares
Date : 03/23/19 Time : 09 :51
Sample (adjusted) : 1991 2017
Included observations : 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CC(-1)	-0.169222	0.129920	-1.302507	0.2046
C	0.351976	1.509159	0.233227	0.8175
R-squared	0.063549	Mean dependent var		-0.565111
Adjusted R-squared	0.026090	S.D. dependent var		7.028355
S.E. of regression	6.936062	Akaike info criterion		6.782533
Sum squared resid	1202.724	Schwarz criterion		6.878521
Log likelihood	-89.56419	Hannan-Quinn criter.		6.811075
F-statistic	1.696525	Durbin-Watson stat		1.818355
Prob(F-statistic)	0.204615			

- بدون قاطع (Non) :

Null Hypothesis: CC has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.374809	0.1532
Test critical values:		
1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(CC)
 Method: Least Squares
 Date: 03/23/19 Time: 09:56
 Sample (adjusted): 1991 2017
 Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CC(-1)	-0.155085	0.112805	-1.374809	0.1809
R-squared	0.061511	Mean dependent var		-0.565111
Adjusted R-squared	0.061511	S.D. dependent var		7.028355
S.E. of regression	6.808764	Akaike info criterion		6.710632
Sum squared resid	1205.341	Schwarz criterion		6.758626
Log likelihood	-89.59353	Hannan-Quinn criter.		6.724903
Durbin-Watson stat	1.839838			

- الانجاه و القاطع (Trend and intercept) :

Null Hypothesis: CC has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.381658	0.8433
Test critical values:		
1% level	-4.339330	
5% level	-3.587527	
10% level	-3.229230	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(CC)
 Method: Least Squares
 Date: 03/23/19 Time: 09:59
 Sample (adjusted): 1991 2017
 Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CC(-1)	-0.179143	0.129658	-1.381658	0.1798
C	3.052522	2.868157	1.064280	0.2978
@TREND("1990")	-0.189055	0.171033	-1.105371	0.2800
R-squared	0.108914	Mean dependent var		-0.565111
Adjusted R-squared	0.034657	S.D. dependent var		7.028355
S.E. of regression	6.905491	Akaike info criterion		6.806950
Sum squared resid	1144.459	Schwarz criterion		6.950932
Log likelihood	-88.89383	Hannan-Quinn criter.		6.849763
F-statistic	1.466713	Durbin-Watson stat		1.892298
Prob(F-statistic)	0.250632			

2- الانفتاح التجاري (OC) :

- بقاطع (Intercept) :

Null Hypothesis: OC has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.132778	0.2342
Test critical values:		
1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(OC)
Method: Least Squares
Date: 03/23/19 Time: 10:09
Sample (adjusted): 1991 2017
Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OC(-1)	-0.203375	0.095357	-2.132778	0.0429
C	11.18341	5.072543	2.204694	0.0369
R-squared	0.153940	Mean dependent var		0.519259
Adjusted R-squared	0.120098	S.D. dependent var		4.731215
S.E. of regression	4.438026	Akaike info criterion		5.889484
Sum squared resid	492.4019	Schwarz criterion		5.985471
Log likelihood	-77.50803	Hannan-Quinn criter.		5.918026
F-statistic	4.548741	Durbin-Watson stat		1.820117
Prob(F-statistic)	0.042945			

- بدون قاطع (Non) :

Null Hypothesis: OC has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.224109	0.7437
Test critical values:		
1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(OC)
 Method: Least Squares
 Date: 03/23/19 Time: 10:11
 Sample (adjusted): 1991 2017
 Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OC(-1)	0.003856	0.017207	0.224109	0.8244
R-squared	-0.010557	Mean dependent var		0.519259
Adjusted R-squared	-0.010557	S.D. dependent var		4.731215
S.E. of regression	4.756122	Akaike info criterion		5.993076
Sum squared resid	588.1381	Schwarz criterion		6.041070
Log likelihood	-79.90653	Hannan-Quinn criter.		6.007347
Durbin-Watson stat	1.905318			

- الاتجاه و القاطع (Trend and intercept) :

Null Hypothesis: OC has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.384074	0.8426
Test critical values:		
1% level	-4.339330	
5% level	-3.587527	
10% level	-3.229230	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(OC)
 Method: Least Squares
 Date: 03/23/19 Time: 10:12
 Sample (adjusted): 1991 2017
 Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OC(-1)	-0.191257	0.138184	-1.384074	0.1791
C	10.82273	5.942773	1.821158	0.0811
@TREND("1990")	-0.019623	0.158906	-0.123489	0.9027
R-squared	0.154477	Mean dependent var		0.519259
Adjusted R-squared	0.084017	S.D. dependent var		4.731215
S.E. of regression	4.528103	Akaike info criterion		5.962922
Sum squared resid	492.0892	Schwarz criterion		6.106904
Log likelihood	-77.49945	Hannan-Quinn criter.		6.005736
F-statistic	2.192408	Durbin-Watson stat		1.844575
Prob(F-statistic)	0.133506			

3- الناتج الداخلي الخام (PIB) :

- بقاطع (Intercept) :

Null Hypothesis: PIB has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.514114	0.8736
Test critical values:		
1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(PIB)
Method: Least Squares
Date: 03/23/19 Time: 10:18
Sample (adjusted): 1991 2017
Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PIB(-1)	-0.029434	0.057252	-0.514114	0.6117
C	7.046641	6.858431	1.027442	0.3141
R-squared	0.010462	Mean dependent var		4.012074
Adjusted R-squared	-0.029120	S.D. dependent var		17.88955
S.E. of regression	18.14815	Akaike info criterion		8.706201
Sum squared resid	8233.882	Schwarz criterion		8.802189
Log likelihood	-115.5337	Hannan-Quinn criter.		8.734743
F-statistic	0.264313	Durbin-Watson stat		1.793462
Prob(F-statistic)	0.611687			

- بدون قاطع (Non) :

Null Hypothesis: PIB has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.726038	0.8658
Test critical values:		
1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(PIB)
 Method: Least Squares
 Date: 03/23/19 Time: 10:20
 Sample (adjusted): 1991 2017
 Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PIB(-1)	0.021190	0.029186	0.726038	0.4743
R-squared	-0.031322	Mean dependent var		4.012074
Adjusted R-squared	-0.031322	S.D. dependent var		17.88955
S.E. of regression	18.16756	Akaike info criterion		8.673485
Sum squared resid	8581.562	Schwarz criterion		8.721479
Log likelihood	-116.0921	Hannan-Quinn criter.		8.687757
Durbin-Watson stat	1.810933			

– الاتجاه و القاطع (Trend and intercept) :

Null Hypothesis: PIB has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.109920	0.5175
Test critical values:		
1% level	-4.339330	
5% level	-3.587527	
10% level	-3.229230	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(PIB)
 Method: Least Squares
 Date: 03/23/19 Time: 10:21
 Sample (adjusted): 1991 2017
 Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PIB(-1)	-0.255522	0.121105	-2.109920	0.0455
C	2.688101	6.772670	0.396904	0.6949
@TREND("1990")	1.976258	0.948523	2.083512	0.0480
R-squared	0.162030	Mean dependent var		4.012074
Adjusted R-squared	0.092200	S.D. dependent var		17.88955
S.E. of regression	17.04490	Akaike info criterion		8.614019
Sum squared resid	6972.691	Schwarz criterion		8.758001
Log likelihood	-113.2893	Hannan-Quinn criter.		8.656832
F-statistic	2.320328	Durbin-Watson stat		1.684689
Prob(F-statistic)	0.119878			

4- سعر الصرف (TCH) :

- بقاطع

Null Hypothesis: TCH has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.459336	0.5384
Test critical values: 1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TCH)
Method: Least Squares
Date: 03/23/19 Time: 10:33
Sample (adjusted): 1991 2017
Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCH(-1)	-0.067133	0.046002	-1.459336	0.1569
C	8.060166	3.129845	2.575260	0.0163
R-squared	0.078499	Mean dependent var		3.778370
Adjusted R-squared	0.041639	S.D. dependent var		5.783234
S.E. of regression	5.661549	Akaike info criterion		6.376459
Sum squared resid	801.3283	Schwarz criterion		6.472447
Log likelihood	-84.08220	Hannan-Quinn criter.		6.405001
F-statistic	2.129661	Durbin-Watson stat		1.365538
Prob(F-statistic)	0.156925			

- بدون قاطع :

Null Hypothesis: TCH has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	2.486704	0.9956
Test critical values: 1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TCH)
Method: Least Squares
Date: 03/23/19 Time: 10:34

Sample (adjusted): 1991 2017
 Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCH(-1)	0.043925	0.017664	2.486704	0.0196
R-squared	-0.165955	Mean dependent var		3.778370
Adjusted R-squared	-0.165955	S.D. dependent var		5.783234
S.E. of regression	6.244701	Akaike info criterion		6.537677
Sum squared resid	1013.904	Schwarz criterion		6.585671
Log likelihood	-87.25864	Hannan-Quinn criter.		6.551948
Durbin-Watson stat	1.214152			

- الاتجاه و القاطع:

Null Hypothesis: TCH has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 6 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.666445	0.2582
Test critical values:		
1% level	-4.467895	
5% level	-3.644963	
10% level	-3.261452	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(TCH)
 Method: Least Squares
 Date: 03/23/19 Time: 10:35
 Sample (adjusted): 1997 2017
 Included observations: 21 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCH(-1)	-0.437648	0.164132	-2.666445	0.0205
D(TCH(-1))	0.293801	0.210004	1.399027	0.1871
D(TCH(-2))	-0.072298	0.220100	-0.328477	0.7482
D(TCH(-3))	0.548174	0.277789	1.973344	0.0719
D(TCH(-4))	0.313588	0.310609	1.009589	0.3326
D(TCH(-5))	0.341511	0.267969	1.274438	0.2266
D(TCH(-6))	0.724515	0.285244	2.539986	0.0259
C	1.775837	7.928097	0.223993	0.8265
@TREND("1990")	1.611381	0.410283	3.927488	0.0020
R-squared	0.656252	Mean dependent var		2.677333
Adjusted R-squared	0.427087	S.D. dependent var		5.720877
S.E. of regression	4.330192	Akaike info criterion		6.066628
Sum squared resid	225.0067	Schwarz criterion		6.514280
Log likelihood	-54.69959	Hannan-Quinn criter.		6.163780
F-statistic	2.863661	Durbin-Watson stat		2.023821
Prob(F-statistic)	0.049179			

5- معدل التضخم (TINF) :

- بقاطع :

Null Hypothesis: TINF has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.486654	0.5249
Test critical values:		
1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TINF)
Method: Least Squares
Date: 03/23/19 Time: 10:43
Sample (adjusted): 1991 2017
Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TINF(-1)	-0.153114	0.102992	-1.486654	0.1496
C	1.021911	1.379652	0.740702	0.4658
R-squared	0.081225	Mean dependent var		-0.409667
Adjusted R-squared	0.044474	S.D. dependent var		5.251962
S.E. of regression	5.133846	Akaike info criterion		6.180774
Sum squared resid	658.9094	Schwarz criterion		6.276762
Log likelihood	-81.44045	Hannan-Quinn criter.		6.209317
F-statistic	2.210140	Durbin-Watson stat		1.737095
Prob(F-statistic)	0.149610			

- بدون قاطع :

Null Hypothesis: TINF has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.365949	0.1555
Test critical values:		
1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TINF)
Method: Least Squares

Date: 03/23/19 Time: 10:45
Sample (adjusted): 1991 2017
Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TINF(-1)	-0.099868	0.073113	-1.365949	0.1837
R-squared	0.061062	Mean dependent var		-0.409667
Adjusted R-squared	0.061062	S.D. dependent var		5.251962
S.E. of regression	5.089089	Akaike info criterion		6.128409
Sum squared resid	673.3695	Schwarz criterion		6.176402
Log likelihood	-81.73351	Hannan-Quinn criter.		6.142680
Durbin-Watson stat	1.798560			

- الاتجاه و القاطع:

Null Hypothesis: TINF has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.774898	0.6887
Test critical values:		
1% level	-4.339330	
5% level	-3.587527	
10% level	-3.229230	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TINF)
Method: Least Squares
Date: 03/23/19 Time: 10:46
Sample (adjusted): 1991 2017
Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TINF(-1)	-0.246863	0.139086	-1.774898	0.0886
C	4.303385	3.551195	1.211813	0.2374
@TREND("1990")	-0.171782	0.171302	-1.002802	0.3260
R-squared	0.118174	Mean dependent var		-0.409667
Adjusted R-squared	0.044688	S.D. dependent var		5.251962
S.E. of regression	5.133270	Akaike info criterion		6.213802
Sum squared resid	632.4110	Schwarz criterion		6.357784
Log likelihood	-80.88633	Hannan-Quinn criter.		6.256615
F-statistic	1.608124	Durbin-Watson stat		1.634813
Prob(F-statistic)	0.221104			

6- احتياطات الصرف (RCH) المتغير التابع "

- بقاطع:

Null Hypothesis: RCH has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.256493	0.6344
Test critical values:		
1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RCH)
Method: Least Squares
Date: 03/23/19 Time: 10:56
Sample (adjusted): 1991 2017
Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RCH(-1)	-0.061497	0.048943	-1.256493	0.2206
C	5.010460	2.951965	1.697331	0.1021
R-squared	0.059400	Mean dependent var		2.078778
Adjusted R-squared	0.021776	S.D. dependent var		9.500503
S.E. of regression	9.396493	Akaike info criterion		7.389737
Sum squared resid	2207.352	Schwarz criterion		7.485725
Log likelihood	-97.76145	Hannan-Quinn criter.		7.418279
F-statistic	1.578774	Durbin-Watson stat		1.674310
Prob(F-statistic)	0.220552			

- بدون قاطع:

Null Hypothesis: RCH has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.134108	0.7167
Test critical values:		
1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RCH)
 Method: Least Squares
 Date: 03/23/19 Time: 10:57
 Sample (adjusted): 1991 2017
 Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RCH(-1)	0.004164	0.031048	0.134108	0.8943
R-squared	-0.048992	Mean dependent var		2.078778
Adjusted R-squared	-0.048992	S.D. dependent var		9.500503
S.E. of regression	9.730446	Akaike info criterion		7.424730
Sum squared resid	2461.721	Schwarz criterion		7.472724
Log likelihood	-99.23386	Hannan-Quinn criter.		7.439001
Durbin-Watson stat	1.596701			

– الاتجاه و القاطع:

Null Hypothesis: RCH has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.076009	0.9952
Test critical values:		
1% level	-4.339330	
5% level	-3.587527	
10% level	-3.229230	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(RCH)
 Method: Least Squares
 Date: 03/23/19 Time: 10:58
 Sample (adjusted): 1991 2017
 Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RCH(-1)	0.010198	0.134168	0.076009	0.9400
C	6.717212	4.214297	1.593911	0.1240
@TREND("1990")	-0.366042	0.636448	-0.575133	0.5706
R-squared	0.072187	Mean dependent var		2.078778
Adjusted R-squared	-0.005130	S.D. dependent var		9.500503
S.E. of regression	9.524842	Akaike info criterion		7.450123
Sum squared resid	2177.343	Schwarz criterion		7.594105
Log likelihood	-97.57666	Hannan-Quinn criter.		7.492936
F-statistic	0.933645	Durbin-Watson stat		1.811341
Prob(F-statistic)	0.406934			

الملحق رقم (03) : دراسة استقرارية متغيرات الدراسة عند المستوى الأول

1- الحساب الجاري (CC) :

- بدون قاطع :

Null Hypothesis: D(CC) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.035798	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.656915	
5% level	-1.954414	
10% level	-1.609329	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(CC,2)
Method: Least Squares
Date: 03/23/19 Time: 11:09
Sample (adjusted): 1992 2017
Included observations: 26 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CC(-1))	-1.008631	0.200292	-5.035798	0.0000
R-squared	0.503564	Mean dependent var		0.023154
Adjusted R-squared	0.503564	S.D. dependent var		10.17350
S.E. of regression	7.168064	Akaike info criterion		6.814851
Sum squared resid	1284.529	Schwarz criterion		6.863239
Log likelihood	-87.59306	Hannan-Quinn criter.		6.828785
Durbin-Watson stat	1.979459			

- بقاطع :

Null Hypothesis: D(CC) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.983976	0.0005
Test critical values:		
1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(CC,2)

Method: Least Squares
Date: 03/23/19 Time: 11:11
Sample (adjusted): 1992 2017
Included observations: 26 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CC(-1))	-1.019048	0.204465	-4.983976	0.0000
C	-0.711658	1.435060	-0.495908	0.6245
R-squared	0.508600	Mean dependent var		0.023154
Adjusted R-squared	0.488125	S.D. dependent var		10.17350
S.E. of regression	7.278678	Akaike info criterion		6.881579
Sum squared resid	1271.500	Schwarz criterion		6.978356
Log likelihood	-87.46053	Hannan-Quinn criter.		6.909447
F-statistic	24.84002	Durbin-Watson stat		1.984817
Prob(F-statistic)	0.000043			

– الاتجاه و القاطع:

Null Hypothesis: D(CC) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.791036	0.0040
Test critical values:		
1% level	-4.374307	
5% level	-3.603202	
10% level	-3.238054	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(CC,2)
Method: Least Squares
Date: 03/23/19 Time: 11:11
Sample (adjusted): 1993 2017
Included observations: 25 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CC(-1))	-1.463270	0.305418	-4.791036	0.0001
D(CC(-1),2)	0.367458	0.207622	1.769846	0.0913
C	3.797024	3.388697	1.120497	0.2752
@TREND("1990")	-0.318797	0.210433	-1.514957	0.1447
R-squared	0.587530	Mean dependent var		0.238360
Adjusted R-squared	0.528605	S.D. dependent var		10.32271
S.E. of regression	7.087382	Akaike info criterion		6.900156
Sum squared resid	1054.851	Schwarz criterion		7.095176
Log likelihood	-82.25195	Hannan-Quinn criter.		6.954246
F-statistic	9.970923	Durbin-Watson stat		2.045500
Prob(F-statistic)	0.000273			

2- الانفتاح التجاري (OC) :

- بدون قاطع:

Null Hypothesis: D(OC) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.503432	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.656915	
5% level	-1.954414	
10% level	-1.609329	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(OC,2)
Method: Least Squares
Date: 03/23/19 Time: 11:13
Sample (adjusted): 1992 2017
Included observations: 26 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(OC(-1))	-1.018743	0.185111	-5.503432	0.0000
R-squared	0.546361	Mean dependent var		-0.371538
Adjusted R-squared	0.546361	S.D. dependent var		6.670424
S.E. of regression	4.492710	Akaike info criterion		5.880492
Sum squared resid	504.6112	Schwarz criterion		5.928880
Log likelihood	-75.44639	Hannan-Quinn criter.		5.894426
Durbin-Watson stat	1.895453			

- بقاطع:

Null Hypothesis: D(OC) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.386296	0.0002
Test critical values:		
1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(OC,2)
Method: Least Squares
Date: 03/23/19 Time: 11:15
Sample (adjusted): 1992 2017

Included observations: 26 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(OC(-1))	-1.023637	0.190045	-5.386296	0.0000
C	0.198942	0.904579	0.219928	0.8278
R-squared	0.547274	Mean dependent var		-0.371538
Adjusted R-squared	0.528410	S.D. dependent var		6.670424
S.E. of regression	4.580740	Akaike info criterion		5.955402
Sum squared resid	503.5962	Schwarz criterion		6.052178
Log likelihood	-75.42022	Hannan-Quinn criter.		5.983270
F-statistic	29.01218	Durbin-Watson stat		1.893125
Prob(F-statistic)	0.000016			

- الاتجاه و القاطع:

Null Hypothesis: D(OC) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.472716	0.0008
Test critical values:		
1% level	-4.356068	
5% level	-3.595026	
10% level	-3.233456	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(OC,2)
 Method: Least Squares
 Date: 03/23/19 Time: 11:16
 Sample (adjusted): 1992 2017
 Included observations: 26 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(OC(-1))	-1.086559	0.198541	-5.472716	0.0000
C	2.164223	2.055923	1.052677	0.3034
@TREND("1990")	-0.133118	0.125136	-1.063788	0.2985
R-squared	0.568504	Mean dependent var		-0.371538
Adjusted R-squared	0.530983	S.D. dependent var		6.670424
S.E. of regression	4.568228	Akaike info criterion		5.984295
Sum squared resid	479.9803	Schwarz criterion		6.129460
Log likelihood	-74.79583	Hannan-Quinn criter.		6.026097
F-statistic	15.15148	Durbin-Watson stat		1.914900
Prob(F-statistic)	0.000063			

3- الناتج الداخلي الخام (PIB) :

- بدون قاطع:

Null Hypothesis: D(PIB) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.512213	0.0001
Test critical values:		
1% level	-2.656915	
5% level	-1.954414	
10% level	-1.609329	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(PIB,2)
Method: Least Squares
Date: 03/23/19 Time: 11:20
Sample (adjusted): 1992 2017
Included observations: 26 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(PIB(-1))	-0.889610	0.197156	-4.512213	0.0001
R-squared	0.447787	Mean dependent var		1.063538
Adjusted R-squared	0.447787	S.D. dependent var		24.64312
S.E. of regression	18.31256	Akaike info criterion		8.690754
Sum squared resid	8383.746	Schwarz criterion		8.739142
Log likelihood	-111.9798	Hannan-Quinn criter.		8.704688
Durbin-Watson stat	1.957481			

- بقاطع:

Null Hypothesis: D(PIB) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.726819	0.0009
Test critical values:		
1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(PIB,2)

Method: Least Squares
Date: 03/23/19 Time: 11:21
Sample (adjusted): 1992 2017
Included observations: 26 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(PIB(-1))	-0.941045	0.199086	-4.726819	0.0001
C	4.574504	3.626550	1.261393	0.2193
R-squared	0.482120	Mean dependent var		1.063538
Adjusted R-squared	0.460542	S.D. dependent var		24.64312
S.E. of regression	18.09983	Akaike info criterion		8.703485
Sum squared resid	7862.491	Schwarz criterion		8.800262
Log likelihood	-111.1453	Hannan-Quinn criter.		8.731354
F-statistic	22.34281	Durbin-Watson stat		1.989889
Prob(F-statistic)	0.000083			

- الاتجاه و القاطع:

Null Hypothesis: D(PIB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.620675	0.0055
Test critical values:		
1% level	-4.356068	
5% level	-3.595026	
10% level	-3.233456	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(PIB,2)
Method: Least Squares
Date: 03/23/19 Time: 11:22
Sample (adjusted): 1992 2017
Included observations: 26 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(PIB(-1))	-0.941268	0.203708	-4.620675	0.0001
C	4.442592	7.900405	0.562325	0.5793
@TREND("1990")	0.009155	0.484276	0.018904	0.9851
R-squared	0.482128	Mean dependent var		1.063538
Adjusted R-squared	0.437096	S.D. dependent var		24.64312
S.E. of regression	18.48897	Akaike info criterion		8.780393
Sum squared resid	7862.369	Schwarz criterion		8.925558
Log likelihood	-111.1451	Hannan-Quinn criter.		8.822195
F-statistic	10.70628	Durbin-Watson stat		1.989500
Prob(F-statistic)	0.000517			

4- سعر الصرف (TCH) :

- بدون قاطع :

Null Hypothesis: D(TCH) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.043753	0.0038
Test critical values:		
1% level	-2.656915	
5% level	-1.954414	
10% level	-1.609329	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TCH,2)
Method: Least Squares
Date: 03/23/19 Time: 11:25
Sample (adjusted): 1992 2017
Included observations: 26 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TCH(-1))	-0.503218	0.165328	-3.043753	0.0054
R-squared	0.268866	Mean dependent var		-0.305769
Adjusted R-squared	0.268866	S.D. dependent var		6.843410
S.E. of regression	5.851553	Akaike info criterion		6.408994
Sum squared resid	856.0169	Schwarz criterion		6.457382
Log likelihood	-82.31692	Hannan-Quinn criter.		6.422928
Durbin-Watson stat	1.949600			

- بقاطع :

Null Hypothesis: D(TCH) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.637112	0.0119
Test critical values:		
1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TCH,2)

Method: Least Squares
Date: 03/23/19 Time: 11:26
Sample (adjusted): 1992 2017
Included observations: 26 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TCH(-1))	-0.693775	0.190749	-3.637112	0.0013
C	2.375563	1.324034	1.794185	0.0854
R-squared	0.355334	Mean dependent var		-0.305769
Adjusted R-squared	0.328473	S.D. dependent var		6.843410
S.E. of regression	5.607952	Akaike info criterion		6.360052
Sum squared resid	754.7790	Schwarz criterion		6.456828
Log likelihood	-80.68067	Hannan-Quinn criter.		6.387920
F-statistic	13.22858	Durbin-Watson stat		1.853740
Prob(F-statistic)	0.001311			

- الاتجاه و القاطع:

Null Hypothesis: D(TCH) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.561232	0.0535
Test critical values:		
1% level	-4.356068	
5% level	-3.595026	
10% level	-3.233456	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TCH,2)
Method: Least Squares
Date: 03/23/19 Time: 11:27
Sample (adjusted): 1992 2017
Included observations: 26 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TCH(-1))	-0.697657	0.195903	-3.561232	0.0017
C	2.783917	2.639361	1.054769	0.3025
@TREND("1990")	-0.027128	0.150604	-0.180126	0.8586
R-squared	0.356242	Mean dependent var		-0.305769
Adjusted R-squared	0.300263	S.D. dependent var		6.843410
S.E. of regression	5.724531	Akaike info criterion		6.435565
Sum squared resid	753.7157	Schwarz criterion		6.580730
Log likelihood	-80.66235	Hannan-Quinn criter.		6.477367
F-statistic	6.363861	Durbin-Watson stat		1.850093
Prob(F-statistic)	0.006314			

5- معدل التضخم (TINF):

- بدون قاطع:

Null Hypothesis: D(TINF) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.283050	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.656915	
5% level	-1.954414	
10% level	-1.609329	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TINF,2)
Method: Least Squares
Date: 03/23/19 Time: 11:29
Sample (adjusted): 1992 2017
Included observations: 26 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TINF(-1))	-0.992648	0.187893	-5.283050	0.0000
R-squared	0.526141	Mean dependent var		-0.386192
Adjusted R-squared	0.526141	S.D. dependent var		7.329354
S.E. of regression	5.045339	Akaike info criterion		6.112509
Sum squared resid	636.3862	Schwarz criterion		6.160898
Log likelihood	-78.46262	Hannan-Quinn criter.		6.126443
Durbin-Watson stat	2.109967			

- بقاطع:

Null Hypothesis: D(TINF) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.285691	0.0002
Test critical values:		
1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TINF,2)
Method: Least Squares
Date: 03/23/19 Time: 11:33

Sample (adjusted): 1992 2017
 Included observations: 26 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TINF(-1))	-1.003770	0.189903	-5.285691	0.0000
C	-0.782064	1.000059	-0.782018	0.4419
R-squared	0.537915	Mean dependent var		-0.386192
Adjusted R-squared	0.518662	S.D. dependent var		7.329354
S.E. of regression	5.084999	Akaike info criterion		6.164270
Sum squared resid	620.5732	Schwarz criterion		6.261047
Log likelihood	-78.13551	Hannan-Quinn criter.		6.192138
F-statistic	27.93853	Durbin-Watson stat		2.144809
Prob(F-statistic)	0.000020			

– الاتجاه و القاطع:

Null Hypothesis: D(TINF) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.319279	0.0011
Test critical values:		
1% level	-4.356068	
5% level	-3.595026	
10% level	-3.233456	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(TINF,2)
 Method: Least Squares
 Date: 03/23/19 Time: 11:34
 Sample (adjusted): 1992 2017
 Included observations: 26 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TINF(-1))	-1.014097	0.190646	-5.319279	0.0000
C	-2.614232	2.183511	-1.197261	0.2434
@TREND("1990")	0.126076	0.133487	0.944481	0.3547
R-squared	0.555168	Mean dependent var		-0.386192
Adjusted R-squared	0.516487	S.D. dependent var		7.329354
S.E. of regression	5.096474	Akaike info criterion		6.203142
Sum squared resid	597.4032	Schwarz criterion		6.348307
Log likelihood	-77.64085	Hannan-Quinn criter.		6.244944
F-statistic	14.35245	Durbin-Watson stat		2.213731
Prob(F-statistic)	0.000090			

6- احتياطات الصرف (RCH) :

- بدون قاطع:

Null Hypothesis: D(RCH) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.996063	0.0003
Test critical values:		
1% level	-2.656915	
5% level	-1.954414	
10% level	-1.609329	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RCH,2)
Method: Least Squares
Date: 03/23/19 Time: 11:35
Sample (adjusted): 1992 2017
Included observations: 26 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RCH(-1))	-0.823648	0.206115	-3.996063	0.0005
R-squared	0.388097	Mean dependent var		-0.642654
Adjusted R-squared	0.388097	S.D. dependent var		12.49708
S.E. of regression	9.775746	Akaike info criterion		7.435388
Sum squared resid	2389.130	Schwarz criterion		7.483777
Log likelihood	-95.66005	Hannan-Quinn criter.		7.449322
Durbin-Watson stat	2.016902			

بقاطع:

Null Hypothesis: D(RCH) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.056163	0.0044
Test critical values:		
1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RCH,2)
Method: Least Squares
Date: 03/23/19 Time: 11:37
Sample (adjusted): 1992 2017

Included observations: 26 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RCH(-1))	-0.878641	0.216619	-4.056163	0.0005
C	1.748400	2.014885	0.867742	0.3941
R-squared	0.406711	Mean dependent var		-0.642654
Adjusted R-squared	0.381991	S.D. dependent var		12.49708
S.E. of regression	9.824404	Akaike info criterion		7.481420
Sum squared resid	2316.454	Schwarz criterion		7.578196
Log likelihood	-95.25845	Hannan-Quinn criter.		7.509288
F-statistic	16.45246	Durbin-Watson stat		1.946566
Prob(F-statistic)	0.000457			

- الاتجاه و القاطع :

Null Hypothesis: D(RCH) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.294527	0.0115
Test critical values:		
1% level	-4.356068	
5% level	-3.595026	
10% level	-3.233456	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(RCH,2)
 Method: Least Squares
 Date: 03/23/19 Time: 11:38
 Sample (adjusted): 1992 2017
 Included observations: 26 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RCH(-1))	-0.929033	0.216330	-4.294527	0.0003
C	6.888307	4.305241	1.599982	0.1233
@TREND("1990")	-0.345019	0.256554	-1.344823	0.1918
R-squared	0.449962	Mean dependent var		-0.642654
Adjusted R-squared	0.402132	S.D. dependent var		12.49708
S.E. of regression	9.662982	Akaike info criterion		7.482649
Sum squared resid	2147.584	Schwarz criterion		7.627814
Log likelihood	-94.27443	Hannan-Quinn criter.		7.524451
F-statistic	9.407639	Durbin-Watson stat		1.974400
Prob(F-statistic)	0.001034			

الملحق رقم (04) : اختبار التكامل المشترك للأثر و القيمة العظمى

Date: 03/30/19 Time: 14:36
 Sample (adjusted): 1992 2017
 Included observations: 26 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: RCH PIB OC CC TCH TINF
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.866559	150.1608	95.75366	0.0000
At most 1 *	0.751112	97.79425	69.81889	0.0001
At most 2 *	0.660502	61.63471	47.85613	0.0015
At most 3 *	0.393015	33.54725	29.79707	0.0177
At most 4 *	0.363242	20.56671	15.49471	0.0079
At most 5 *	0.287989	8.831216	3.841466	0.0030

Trace test indicates 6 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
 * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
 **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.866559	52.36656	40.07757	0.0013
At most 1 *	0.751112	36.15954	33.87687	0.0262
At most 2 *	0.660502	28.08746	27.58434	0.0431
At most 3	0.393015	12.98054	21.13162	0.4540
At most 4	0.363242	11.73550	14.26460	0.1210
At most 5 *	0.287989	8.831216	3.841466	0.0030

Max-eigenvalue test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
 * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
 **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

الملحق رقم (05) : درجة تأخر النموذج

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-591.8536	NA	3.78e+12	45.98874	46.27907	46.07234
1	-418.1989	253.8030*	1.03e+08	35.39991	37.43222*	35.98515
2	-373.1119	45.08696	85611367*	34.70092*	38.47521	35.78778*

* indicates lag order selected by the criterion
 LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
 FPE: Final prediction error
 AIC: Akaike information criterion
 SC: Schwarz information criterion
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

الملحق رقم (06) : معادلة النموذج

$$D(RCH) = C(1) * (RCH(-1) - 0.127983467794 * PIB(-1) - 4.95202412678 * OC(-1) + 3.34767985066 * CC(-1) + 1.12150030616 * TCH(-1) + 2.0160602893 * TINF(-1) + 116.193004329) + C(2) * D(RCH(-1)) + C(3) * D(PIB(-1)) + C(4) * D(OC(-1)) + C(5) * D(CC(-1)) + C(6) * D(TCH(-1)) + C(7) * D(TINF(-1)) + C(8)$$

الملحق رقم (07) : نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ

Cointegrating Eq:	CointEq1
RCH(-1)	1.000000
PIB(-1)	-0.127983 (0.02491) [-5.13741]
OC(-1)	-4.952024 (0.30362) [-16.3102]

CC(-1)	3.347680 (0.33461) [10.0046]					
TCH(-1)	1.121500 (0.11922) [9.40670]					
TINF(-1)	2.016060 (0.22535) [8.94635]					
C	116.1930					
Error Correction:	D(RCH)	D(PIB)	D(OC)	D(CC)	D(TCH)	D(TINF)
CointEq1	-0.518884 (0.23278) [-2.22910]	1.218551 (0.47269) [2.57793]	0.226128 (0.15534) [1.45568]	0.077271 (0.24805) [0.31152]	-0.309721 (0.13194) [-2.34747]	0.374092 (0.14675) [2.54917]
D(RCH(-1))	0.633700 (0.26915) [2.35441]	0.056273 (0.54656) [0.10296]	-0.216391 (0.17962) [-1.20472]	-0.027476 (0.28681) [-0.09580]	-0.103805 (0.15256) [-0.68043]	-0.393101 (0.16968) [-2.31665]
D(PIB(-1))	0.366699 (0.21806) [1.68166]	-0.037327 (0.44280) [-0.08430]	-0.117953 (0.14552) [-0.81056]	-0.079166 (0.23236) [-0.34070]	0.077915 (0.12360) [0.63041]	-0.294976 (0.13747) [-2.14573]
D(OC(-1))	-0.561065 (0.87551) [-0.64084]	1.921834 (1.77785) [1.08099]	0.853709 (0.58427) [1.46116]	0.295992 (0.93294) [0.31727]	-0.430550 (0.49624) [-0.86762]	1.649766 (0.55195) [2.98896]
D(CC(-1))	0.490143 (0.47802) [1.02537]	-0.484533 (0.97068) [-0.49917]	-0.412955 (0.31900) [-1.29452]	-0.033309 (0.50937) [-0.06539]	-0.141244 (0.27094) [-0.52131]	-0.571873 (0.30136) [-1.89765]
D(TCH(-1))	-0.244648 (0.56312) [-0.43445]	0.916056 (1.14350) [0.80110]	-0.208462 (0.37580) [-0.55472]	0.286741 (0.60006) [0.47785]	0.111815 (0.31918) [0.35032]	-0.615680 (0.35501) [-1.73425]
D(TINF(-1))	0.481769 (0.47733) [1.00929]	-0.828772 (0.96930) [-0.85502]	-0.350547 (0.31855) [-1.10046]	-0.171274 (0.50864) [-0.33673]	0.114068 (0.27055) [0.42161]	-0.642958 (0.30093) [-2.13658]
C	0.787679 (3.49495) [0.22538]	-0.507118 (7.09700) [-0.07146]	1.108578 (2.33233) [0.47531]	-1.692526 (3.72420) [-0.45447]	3.301806 (1.98095) [1.66678]	2.183851 (2.20334) [0.99115]
R-squared	0.582981	0.488619	0.135114	0.126362	0.623846	0.373238
Adj. R-squared	0.420807	0.289748	-0.201231	-0.213386	0.477563	0.129497
Sum sq. resid	978.6389	4035.423	435.8342	1111.232	314.4018	388.9584
S.E. equation	7.373522	14.97298	4.920672	7.857171	4.179326	4.648527
F-statistic	3.594784	2.456968	0.401712	0.371928	4.264670	1.531288
Log likelihood	-84.05726	-102.4744	-73.54155	-85.70907	-69.29588	-72.06229
Akaike AIC	7.081328	8.498032	6.272427	7.208390	5.945837	6.158637
Schwarz SC	7.468435	8.885138	6.659534	7.595497	6.332943	6.545744
Mean dependent	2.078654	4.794462	0.185769	-0.697923	3.559077	-0.780577
S.D. dependent	9.688650	17.76651	4.489636	7.132908	5.782151	4.982302
Determinant resid covariance (dof adj.)		45869962				
Determinant resid covariance		5050371.				

Log likelihood	-422.0091
Akaike information criterion	36.61608
Schwarz criterion	39.22905

الملحق رقم (08) : اختبار السببية لجرانجر

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 05/20/19 Time: 13:06

Sample: 1990 2017

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
PIB does not Granger Cause RCH	26	7.23986	0.0041
RCH does not Granger Cause PIB		8.90787	0.0016
OC does not Granger Cause RCH	26	21.2009	9.E-06
RCH does not Granger Cause OC		0.09338	0.9112
CC does not Granger Cause RCH	26	13.6644	0.0002
RCH does not Granger Cause CC		1.12403	0.3437
TCH does not Granger Cause RCH	26	3.14691	0.0638
RCH does not Granger Cause TCH		3.53867	0.0474
TINF does not Granger Cause RCH	26	1.14337	0.3378
RCH does not Granger Cause TINF		0.02477	0.9756
OC does not Granger Cause PIB	26	2.38553	0.1165
PIB does not Granger Cause OC		0.59702	0.5595
CC does not Granger Cause PIB	26	0.90685	0.4190
PIB does not Granger Cause CC		1.99472	0.1610
TCH does not Granger Cause PIB	26	0.81261	0.4572
PIB does not Granger Cause TCH		1.35006	0.2808
TINF does not Granger Cause PIB	26	0.66054	0.5270
PIB does not Granger Cause TINF		0.01315	0.9869
CC does not Granger Cause OC	26	0.73815	0.4900
OC does not Granger Cause CC		0.22590	0.7997
TCH does not Granger Cause OC	26	1.48622	0.2491
OC does not Granger Cause TCH		0.64355	0.5355
TINF does not Granger Cause OC	26	1.69246	0.2082
OC does not Granger Cause TINF		0.88738	0.4266
TCH does not Granger Cause CC	26	0.54107	0.5900
CC does not Granger Cause TCH		3.89729	0.0364
TINF does not Granger Cause CC	26	0.03293	0.9677

CC does not Granger Cause TINF		0.04339	0.9576
TINF does not Granger Cause TCH	26	0.04238	0.9586
TCH does not Granger Cause TINF		2.90017	0.0772

الملحق رقم (09) : نتائج تقدير نموذج (VAR)

Vector Autoregression Estimates						
Date: 05/20/19 Time: 14:50						
Sample (adjusted): 1991 2017						
Included observations: 27 after adjustments						
Standard errors in () & t-statistics in []						
	RCH	PIB	OC	CC	TCH	TINF
RCH(-1)	0.520671 (0.10774) [4.83250]	1.106440 (0.24989) [4.42767]	0.080646 (0.08730) [0.92383]	0.106583 (0.12216) [0.87250]	-0.241765 (0.07465) [-3.23859]	0.022468 (0.08980) [0.25021]
PIB(-1)	0.099665 (0.04652) [2.14232]	0.564789 (0.10790) [5.23441]	-0.037559 (0.03769) [-0.99647]	-0.139450 (0.05275) [-2.64380]	0.085420 (0.03223) [2.65006]	0.011938 (0.03877) [0.30790]
OC(-1)	1.464367 (0.48076) [3.04591]	-2.475735 (1.11505) [-2.22030]	0.577082 (0.38952) [1.48152]	0.338570 (0.54509) [0.62113]	0.777792 (0.33310) [2.33499]	-0.036485 (0.40069) [-0.09106]
CC(-1)	-0.065491 (0.31184) [-0.21001]	1.636459 (0.72327) [2.26260]	0.065907 (0.25266) [0.26085]	0.505257 (0.35357) [1.42904]	-0.748061 (0.21606) [-3.46222]	-0.116845 (0.25990) [-0.44957]
TCH(-1)	-0.190254 (0.14229) [-1.33705]	0.677591 (0.33002) [2.05315]	-0.032627 (0.11529) [-0.28301]	-0.058756 (0.16133) [-0.36419]	0.706722 (0.09859) [7.16832]	-0.235274 (0.11859) [-1.98389]
TINF(-1)	-0.471277 (0.27885) [-1.69005]	1.519349 (0.64675) [2.34920]	-0.194147 (0.22593) [-0.85932]	-0.203152 (0.31616) [-0.64256]	-0.528029 (0.19321) [-2.73298]	0.423636 (0.23241) [1.82283]
C	-45.23545 (14.4772) [-3.12459]	59.66094 (33.5774) [1.77682]	26.26218 (11.7296) [2.23896]	-0.694265 (16.4141) [-0.04230]	-6.590503 (10.0307) [-0.65703]	20.22972 (12.0658) [1.67661]
R-squared	0.982369	0.968040	0.785071	0.752105	0.979013	0.826048
Adj. R-squared	0.977080	0.958452	0.720592	0.677736	0.972716	0.773862
Sum sq. resids	611.2932	3288.301	401.2785	785.8052	293.4548	424.6129
S.E. equation	5.528532	12.82244	4.479277	6.268194	3.830502	4.607672
F-statistic	185.7316	100.9630	12.17566	10.11321	155.4925	15.82905
Log likelihood	-80.42783	-103.1422	-74.74540	-83.81811	-70.52081	-75.50844
Akaike AIC	6.476136	8.158685	6.055215	6.727268	5.742282	6.111737
Schwarz SC	6.812093	8.494643	6.391172	7.063225	6.078240	6.447694
Mean dependent	49.75067	107.1096	52.95519	4.854333	67.55948	8.940074
S.D. dependent	36.51777	62.90632	8.474006	11.04172	23.19024	9.689363

Determinant resid covariance (dof adj.)	30299768
Determinant resid covariance	5005376.
Log likelihood	-438.1194
Akaike information criterion	35.56440
Schwarz criterion	37.58014

الملحق رقم (10): نتائج قياس النبضات و درجة استجابة الاحتماليات لبعض المؤشرات الاقتصادية في الجزائر

Variance Period	Decomposition S.E.	of RCH RCH	PIB	OC	CC	TCH	TINF
1	5.528532	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	9.513289	46.11779	25.88717	23.17805	1.214311	0.041912	3.560771
3	12.88595	32.90237	34.77927	24.93740	3.534836	0.022926	3.823208
4	16.06892	27.44910	35.70982	26.89726	5.125221	0.019598	4.798997
5	19.04443	24.47819	33.86001	28.97060	6.207658	0.026067	6.457479
6	21.69245	22.59546	31.26343	30.67715	6.983302	0.044890	8.435757
7	23.92004	21.28458	28.63299	31.97622	7.522692	0.080884	10.50263
8	25.68110	20.30573	26.25290	32.91589	7.857038	0.139465	12.52899
9	26.97655	19.53737	24.27960	33.52714	8.011857	0.226190	14.41784
10	27.85359	18.91669	22.82989	33.82075	8.016752	0.345794	16.07012

Variance Period	Decomposition S.E.	of PIB RCH	PIB	OC	CC	TCH	TINF
1	12.82244	22.52051	77.47949	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	16.40685	13.98046	67.32244	5.963758	0.066962	0.223611	12.44277
3	18.60671	14.01291	67.92653	5.631442	0.074158	0.190872	12.16410
4	21.53156	14.97254	65.97029	9.265825	0.523462	0.142542	9.125338
5	25.18490	15.80910	61.62341	13.82130	1.630202	0.104483	7.011502
6	29.26925	16.34453	56.17964	18.03638	2.991655	0.077401	6.370392
7	33.45394	16.57992	50.67447	21.55092	4.266622	0.061395	6.866669
8	37.43648	16.58542	45.65349	24.32349	5.316027	0.057928	8.063649
9	40.97791	16.43553	41.31742	26.43565	6.110768	0.069809	9.630831
10	43.91975	16.18675	37.71272	27.98899	6.663031	0.100825	11.34769

Variance Period	Decomposition S.E.	of OC RCH	PIB	OC	CC	TCH	TINF
1	4.479277	3.093452	28.27390	68.63265	0.000000	0.000000	0.000000
2	5.343611	6.831757	27.39603	62.40895	1.445726	0.002214	1.915326
3	6.031054	8.735426	25.81678	57.71754	2.965218	0.009563	4.755479
4	6.586659	9.694208	24.11819	54.63359	4.151320	0.032191	7.370501
5	7.017582	10.13772	22.41516	52.74673	4.933686	0.075923	9.690783
6	7.330669	10.25704	20.90742	51.58865	5.373039	0.145200	11.72865
7	7.539813	10.17590	19.78663	50.80621	5.550745	0.244082	13.43644
8	7.669125	9.992555	19.19924	50.15162	5.548250	0.374239	14.73409
9	7.750934	9.792965	19.22513	49.45101	5.455484	0.532117	15.54329
10	7.820669	9.651355	19.84002	48.59897	5.373618	0.706660	15.82938

Variance Period	Decomposition S.E.	of CC RCH	PIB	OC	CC	TCH	TINF
1	4.479277	3.093452	28.27390	68.63265	0.000000	0.000000	0.000000
2	5.343611	6.831757	27.39603	62.40895	1.445726	0.002214	1.915326
3	6.031054	8.735426	25.81678	57.71754	2.965218	0.009563	4.755479
4	6.586659	9.694208	24.11819	54.63359	4.151320	0.032191	7.370501
5	7.017582	10.13772	22.41516	52.74673	4.933686	0.075923	9.690783
6	7.330669	10.25704	20.90742	51.58865	5.373039	0.145200	11.72865
7	7.539813	10.17590	19.78663	50.80621	5.550745	0.244082	13.43644
8	7.669125	9.992555	19.19924	50.15162	5.548250	0.374239	14.73409
9	7.750934	9.792965	19.22513	49.45101	5.455484	0.532117	15.54329
10	7.820669	9.651355	19.84002	48.59897	5.373618	0.706660	15.82938

1	6.268194	0.137828	74.39205	6.785639	18.68448	0.000000	0.000000
2	7.339934	4.765263	63.02640	10.93264	20.16248	0.001714	1.111505
3	8.378055	6.993489	50.76888	17.73470	18.76341	0.013613	5.725899
4	9.146624	7.573687	43.30419	21.03055	18.07257	0.011824	10.00717
5	9.639072	7.568945	39.03852	22.34278	17.75837	0.017834	13.27356
6	9.935319	7.330071	36.89309	22.62618	17.45419	0.046378	15.65009
7	10.12254	7.063683	36.41356	22.25985	17.03897	0.102532	17.12141
8	10.29016	6.953154	37.20890	21.54847	16.49489	0.182701	17.61189
9	10.51968	7.132781	38.70057	20.84817	15.87006	0.273343	17.17507
10	10.86688	7.629300	40.15412	20.49440	15.26132	0.354426	16.10644
Variance: Decomposition of TCH							
Period	S.E.	RCH	PIB	OC	CC	TCH	TINF
1	3.830502	20.89765	20.98386	16.47760	5.482046	36.15884	0.000000
2	5.881969	9.399665	22.76198	21.72645	8.642995	25.77597	11.69294
3	6.975799	7.051185	27.71758	16.00202	11.46840	25.74921	12.01161
4	8.011007	6.641633	31.42421	12.75619	14.79585	24.99902	9.383097
5	9.134721	6.904724	32.62853	11.96801	18.05451	23.07024	7.373987
6	10.28565	7.295025	31.74052	12.54839	20.78497	20.83569	6.795407
7	11.37000	7.550238	29.65302	13.61748	22.91160	18.85593	7.411722
8	12.30732	7.587288	27.13595	14.62679	24.54185	17.32822	8.779906
9	13.04883	7.420179	24.73485	15.29480	25.78425	16.25938	10.50654
10	13.58625	7.114790	22.85127	15.51407	26.67694	15.57314	12.26979
Variance Decomposition of TINF							
Period	S.E.	RCH	PIB	OC	CC	TCH	TINF
1	4.607672	1.169046	1.302964	4.318270	23.61035	1.257048	68.34232
2	5.107828	2.209847	1.654818	3.828330	23.47135	3.241323	65.59433
3	5.434640	2.755319	1.652328	6.008141	21.06454	4.828833	63.69084
4	5.693501	2.641249	2.932208	7.144846	19.21834	6.171594	61.89176
5	5.908562	2.478763	5.590580	6.911834	18.27729	7.390158	59.35137
6	6.145954	2.634427	9.182370	6.436309	18.03091	8.338351	55.37764
7	6.448578	3.179974	12.83797	6.515130	18.28886	8.863757	50.31431
8	6.819774	3.966713	15.69955	7.356378	18.86192	8.960522	45.15492
9	7.232301	4.769183	17.35092	8.732291	19.57516	8.754262	40.81818
10	7.644791	5.414762	17.85525	10.26804	20.30474	8.406074	37.75113
Cholesky Ordering: RCH PIB OC CC TCH TINF							