

**مُتطلبات إدارة احتياطات الصرف الأجنبي**  
**بالبنوك المركزية**  
**- دراسة حالة بنك الجزائر -**

**جعفر هني محمد**

أستاذ محاضر - ب

معهد العلوم التجارية والاقتصادية وعلوم التسيير

المركز الجامعي أحمد زبانة بغيليزان - الجزائر

djafarhenni@hotmail.com

00213698803906

**الملخص:**

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على متطلبات إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية بالبلدان النامية مع الإشارة إلى بنك الجزائر. وقد توصلت الدراسة إلى: تتطلب إدارة احتياطي الصرف الأجنبي وجود جهة أو هيئة قائمه عليها، تقوم برصد المعلومات وتبني نماذج التنبؤ الحديثة الخاصة بتغيرات أسعار الصرف (العملات الأجنبية) وأسعار الأصول المالية (السندات الحكومية) وأسعار الموارد الأولية (الذهب والمحروقات) بالإضافة إلى معدلات التضخم السائدة في كل فترة، بالإضافة إلى كل هذه المتطلبات فإن إدارة احتياطي الصرف الأجنبي تقتضي تأسيس سياسات ملائمة تتعلق بإدارة مكونات احتياطي الصرف الأجنبي، من خلال البحث عن التوليفة الملائمة للأصول الاحتياطية، بما يتماشى والأوضاع الاقتصادية السائدة.

**الكلمات الدالة:** إدارة احتياطات الصرف الأجنبي، البنوك المركزية، بنك الجزائر، تكلفة الفرصة البديلة.

**Résumé:****Les Exigences relatives à la gestion des réserves de change dans les banques centrales- Etude de cas de la Banque d'Algérie -**

Le but de cette étude est d'essayer d'identifier les besoins de gestion des réserves de change des banques centrales des pays en développement en se référant à la Banque d'Algérie.

L'étude a conclu que: La gestion des réserves de change nécessite l'existence d'un organisme qui surveille les informations et adopte des modèles modernes de prévision des variations du taux de change (devises), des prix des actifs financiers (obligations d'État) et des prix des ressources primaires (or et carburant). Outre toutes ces exigences, la gestion de la réserve de change nécessite la mise en place de politiques appropriées relatives à la gestion des éléments de réserve de change, par la recherche de la combinaison appropriée d'avoirs de réserve, adaptée aux conditions économiques actuelles.

**Mots-clés:** gestion des réserves de change, banques centrales, Banque d'Algérie.

**Classification JEL :** H5, N6, O4...

## مقدمة

تتكون الاحتياطات الأجنبية من تراكم تاريخي للأصول الأجنبية الرسمية، وتبرز عملية تكوين الاحتياطات الأجنبية واستخدامها من خلال السياستين المالية والنقدية، تحقيقاً لأهداف اقتصادية ونقدية، تتمثل دعم الثقة في السياسات النقدية وسعر صرف العملة الوطنية، والحد من الصعوبات الاقتصادية والصدمات الخارجية، ومنح الدليل على وجود أصول خارجية مُساندة للعملة الوطنية، فضلاً عن مُساعدة الحكومة على تلبية احتياجاتها من القطع الأجنبي لتأمين حاجات البلاد من المواد الحياتية ومن مستلزمات الإنتاج المستوردة، كما تبدو أهمية هذه الاحتياطات في مواجهة حالات الطوارئ والكوارث الطارئة.

إنَّ من أهمّ نتائج الأزمات المالية التي شهدتها دول عديدة صاعدة ونامية خلال تسعينيات القرن الماضي ولاسيما الأزمة الآسيوية (1997-1998)، حدوث نمو هائل في حيازة الاحتياطي الأجنبي من قبل الدول المتأثرة بالأزمة. حيث تبلورت وظيفة الاحتياطي الأجنبي كمخزون وقائي Buffer Stock، من صدمات التعرض للتوقف أو للنقص المفاجئ Sudden Stop لتدفقات رأس المال الأجنبي. ومع اتساع نطاق التشابكات الاقتصادية، وعدوى انتقال الأزمات على المستوى العالمي لم يُعد الأمر يتمثل في مجرد حيازة رصيد ضخّم من الاحتياطي الأجنبي، بل أصبح الأكثر أهمية ولاسيما للدول الأكثر عرضة للصدمات هو حيازة الحجم من الاحتياطي الأجنبي الذي يمكن الدولة من تقوية مناعتها من المخاطر المحتملة للصدمات الخارجية بأقل تكلفة ممكنة.

وفي هذا الصدد تبرز أهمية الإدارة السليمة للاحتياطات الأجنبية التي تتطلب تحقيق أقصى العوائد والمنافع المالية والاقتصادية وأقل ما يمكن من خسائر ومخاطر وتسريبات لهذا المورد الحيوي والمحافظة على مخزون البلاد من العملة الصعبة من الانخفاض والتآكل، وعليه فالإدارة لا تقوم بالحسابات وتقدير الخسائر فحسب بقدر ما تبحث عن الحد الأمثل لنسبة الاحتياطي المحتفظ به، بالإضافة إلى البحث عن الفرص البديلة لتوظيف الباقي منه مع إعداد تشكيلة مثلى للعملات المكونة لهذا الاحتياطي في كل فترة لمسايرة التغيرات المتوقعة من جراء الأزمات المالية التي تحدث من فترة إلى أخرى.

إشكالية الدراسة: تأسيساً لما سبق فإنَّ هذه الدراسة تسعى للإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية: فيما تتمثل أهمّ المتطلبات والمعايير الأساسية التي تستخدمها البنوك المركزية في إدارة احتياطاتها الأجنبية بالبلدان النامية؟

هدف الدراسة: تهدف هذه الدراسة إلى محاولة الكشف عن المتطلبات الضرورية والمعايير والسياسات المتبعة في إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية في البلدان النامية بالإشارة إلى حالة الجزائر.

**المنهجية الدراسة:** اعتمدت الدراسة للإجابة على التساؤلات المطروحة، على المنهج الاستنباطي، وذلك بإتباع الأسلوب الوصفي التحليلي، من خلال استعراض مختلف المفاهيم المتعلقة بإدارة احتياطات الصرف الأجنبي ومختلف عناصرها، وكذلك الوقوف على أهم استخدامات وتوظيفات الاحتياطات الأجنبية بالبنوك المركزية بالإشارة إلى التجربة الجزائرية في هذا المجال وذلك من خلال الاستعانة بجدول ورسومات تبين تراكم حجم الاحتياطات الأجنبية في الجزائر وإبراز دور البنك المركزي الجزائري في إدارة وتسيير هذا المخزون الإستراتيجي من الصرف الأجنبي.

**هيكل الدراسة:** تحقيقاً لأهداف الدراسة واختباراً لصحة فرضياتها، تمّ تقسيم الدراسة إلى:

المحور الأول: إدارة احتياطات الصرف الأجنبي (المفهوم – الأهمية – الأهداف)

المحور الثاني: متطلبات الإدارة الرشيدة لاحتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية

المحور الثالث: دور بنك الجزائر في إدارة احتياطات الصرف الأجنبي

المحور الأول: إدارة احتياطات الصرف الأجنبي (المفهوم – الأهمية – الأهداف)

**أولاً: مفهوم إدارة الاحتياطي الصرف الأجنبي**

**1.التعريف الأول:** هي العملية التي تُدار بها الأصول الأجنبية المملوكة للقطاع العام على نحو يكفل إتاحة هذه الأصول للاستخدام في أي وقت، وإدارة المخاطر بحكمة، وتوليد عائد معقول على الأرصدة المستثمرة<sup>1</sup>.

**2.التعريف الثاني:** إدارة الاحتياطات هي عملية تكفل إتاحة قدر كافي من الأصول الأجنبية الرسمية المملوكة للقطاع العام للسلطات المختصة بصفة دائمة، كما تكفل سيطرة السلطات عليها لتحقيق مجموعه محددة من الأهداف لبلد أو إتحاد ما، وفي هذا السياق يعهد

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي، واشنطن، الولايات المتحدة، 2001، ص1.

إلى الجهاز المعنى بمسؤولية إدارة الاحتياطات وتسيير جميع المخاطر المصاحبة، مما يترتب عنه حماية الأصول وضمان توفرها من خلال استثمارها واستخدامها لحمايتها من التآكل.<sup>2</sup>

من خلال التعريفين السابقين نستنتج أن:

• تعتمد إدارة احتياطات الصرف الأجنبي على التنسيق بين إدارة الأصول والخصوم بهدف تفادي حدوث خسائر في الاحتياطات على المدى القصير نتيجة لعدم التوافق بين عُملات الاحتياطي، وعُملات الالتزامات القصيرة الأجل وهو ما يُعرف Currency Mismatch.

• إدارة احتياطي الصرف الأجنبي تقتضي تأسيس سياسات ملائمة تعني بإدارة مكونات احتياطي الصرف الأجنبي، من خلال البحث عن التوليفة الملائمة للأصول الاحتياطية، بما يتماشى والأوضاع الاقتصادية السائدة.

• تتطلب إدارة احتياطي الصرف الأجنبي المتابعة المستمرة (الدائمة) لرصد المعلومات وتبني نماذج التنبؤ الحديثة الخاصة بتغيرات أسعار الصرف (العملات الأجنبية) وأسعار الأصول المالية (السندات الحكومية) وأسعار الموارد الأولية (الذهب والمحروقات) بالإضافة إلى معدلات التضخم السائدة في كل فترة نظراً لتأثيراتها الكبيرة على زيادة أو نقصان حجم الاحتياطات.

• اختيار أدوات الاستثمار والمدة المقبولة لحافطة الاحتياطات، والتي تعكس ترتيبات كل بلد وظروفه الخاصة لحماية أصول الاحتياطات من التآكل وضمان توفرها في أي وقت.

### ثانياً: أهمية إدارة احتياطات الصرف الأجنبي

تنسم الممارسات السليمة لإدارة الاحتياطات بالأهمية البالغة نظراً لأنها:

✓ تستطيع السياسات والممارسات السليمة لإدارة الاحتياطات أن تدعم الإدارة السليمة للاقتصاد الكلي ولكنها ليست بديلاً لها، وكذلك عدم سلامة السياسات الاقتصادية (السياسة المالية، السياسة النقدية، سياسة سعر الصرف) يمكن أن يؤثر سلباً على إدارة احتياطي الصرف الأجنبي.<sup>3</sup>

✓ دعم والحفاظ على الثقة في سياسات إدارة النقدية وسعر الصرف بما في ذلك القدرة على التدخل لدعم العملة الوطنية أو الاتحاد النقدي؛

<sup>2</sup> Jacobo De León, *La gestion des réserves de change de la Banque du Canada*, Revue De La Banque Du Canada, Hiver 2000-2001, p.2.

<sup>3</sup> Jacobo De León, *La gestion des réserves de change de la Banque du Canada*, Revue De La Banque Du Canada, Hiver, 2000-2001, p.5.

- ✓ الحد من التأثير بالعوامل الخارجية من خلال الحفاظ على السيولة بالعملية الأجنبية لامتصاص الصدمات في أوقات الأزمات أو عندما يتم تقليص الوصول إلى الاقتراض لفعل ذلك؛
- ✓ توفير مستوى من الثقة إلى الأسواق بأن البلاد قادرة على تلبية التزاماتها الخارجية؛
- ✓ مساعدة الحكومة في تلبية احتياجات النقد الأجنبي والتزامات الديون الخارجية؛
- ✓ الحفاظ على احتياطي للكوارث أو حالات الطوارئ الوطنية<sup>4</sup>؛
- ✓ ضمان احتياطات كافية للوفاء بالتزاماتها؛
- ✓ توليد العائد على الاستثمار في المدى المتوسط والطويل مع الحفاظ على الأمان والحفاظ على السيولة<sup>5</sup>.

### ثالثاً: أهداف إدارة احتياطي الصرف الأجنبي

- تسعى إدارة احتياطي الصرف الأجنبي إلى تحقيق مجموعة من الأهداف يمكن إجمالها فيما يلي:
- ✓ تعطى الأولوية القصوى في إدارة الاحتياطات عادة إلى توفير السيولة، كما يجب أن يكون تحقيق مستوى معقول من العائدات هدفاً ذي أولوية أيضاً مع مراعاة عاملي السيولة ودرجة المخاطر؛
  - ✓ تحديد حجم أمثل من احتياطي الصرف الأجنبي (كفاية الاحتياطات) لتلبية مجموعة محددة من الأهداف لاقتصاد البلد؛
  - ✓ تقسيم الأصول الاحتياطية والاحتفاظ بجزء سائل للوفاء بالتزامات، وتوظيف جزء آخر واستخدام الجزء الباقي؛
  - ✓ من خلال إدارة الاحتياطات يمكن السيطرة على مخاطر السوق والائتمان بأسلوب حكيم؛
  - ✓ حماية الاحتياطات من التآكل من خلال عملية التوظيف والاستخدام؛
  - ✓ دعم الثقة في سياسات إدارة النقد وسعر الصرف، بما في ذلك القدرة على التدخل لدعم العملة الوطنية أو عملة الإتحاد؛

<sup>4</sup> Olorunfemi Sola and Adebayo A. Fatukasi, *An Appraisal of Foreign Exchange Resources Generation and Management*, Journal of Social Sciences 7 (4), 2011, p585.

<sup>5</sup> Tsvetan Manchev, *International Foreign Exchange Reserves*, Bulgarian National Bank, 2009, p58.

✓ الحد من التعرض للأزمات الاقتصادية والمالية خصوصاً، وبالتالي امتصاص الصدمات في الأوقات الحرجة؛

✓ مساعدة الحكومة على تلبية احتياجاتها من النقد الأجنبي والوفاء بالتزاماتها الخارجية؛

✓ إشاعة درجة من الثقة لدى المتعاملين والأسواق في قدرة البلد المعنى على الوفاء بالتزاماته الخارجية، مما يزيد من درجة جذب الاستثمارات والحصول على مصادر تمويل خارجية<sup>6</sup>؛

✓ توليد عائدات معقولة على المدى المتوسط إلى الطويل على الأصول المستثمرة.

**المحور الثاني: متطلبات الإدارة الرشيدة لاحتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية**

**أولاً: الإطار المؤسسي لإدارة احتياطات الصرف الأجنبي**

إنَّ عملية إدارة الاحتياطات الأجنبية يجب أن تتم من خلال تضافر جهود ثلاث مجموعات عمل لكل منهم صلاحيات مُحددة وبالتالي مسؤوليات تتناسب مع تلك الصلاحيات، ففي حين ستولى كبار المسؤولين عن إدارة الاحتياطات إعداد الإستراتيجية العامة لإدارة الاحتياطات فضلاً عن الرقابة والمتابعة المستمرة لمدى كفاءة تنفيذ تلك الإستراتيجيات، يتم تفويض مجموعات عمل أخرى للقيام بتنفيذ تلك الاستراتيجيات في مسؤوليات وصلاحيات مُحددة.

**1. مسؤولو الإدارة العليا senior management:** يأتي المسؤولون بهذا المستوى على رأس الهيكل التنظيمي لإدارة الاحتياطات الأجنبية، وغالباً ما يكون في شكل لجنة عليا يتم إنشاؤها، ولا يشترط في عضويتها أن يكونوا من العاملين بالبنك المركزي، بل في بعض الأحيان لا تتضمن سوى عضو واحد من البنك المركزي ويكون غالبية الأعضاء من الخبراء وممثلين عن وزارة المالية. ويتضمن هذا المستوى الأشخاص المسؤولين عن رسم الاستراتيجيات الخاصة بعمليات إدارة الاحتياطات، وبما يتضمن الأهداف الرئيسية لهذه العملية، وغالباً ما يتم التنسيق عند وضع هذه الأهداف، مع القائمين على رسم السياسات الاقتصادية الكلية. ويُمكن تصنيف هذا المستوى بأنه مُستوى إشرافي وليس إداري، ويهتم هذا المستوى في هيكل إدارة الاحتياطات ومكوناتها والمفاضلة بين أسعار الفائدة المتاحة بالسوق والمخاطر المتعلقة

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

ومُحدداتها، وكذا تحديد الأسواق التي يُمكن التعامل فيها. ويتمتع هذا المستوى الإداري بتلك الصلاحيات في إطار بنية قانونية مُحددة من جانب السلطات المسؤولة عن الاحتياطات في الدولة سواء كان البنك المركزي أو غيره من المؤسسات الأخرى حسب ما يُطبق في كل دولة.

2. فريق التعامل المباشر في الاحتياطات **The middle office**: ويُطلق على هذا الفريق في بعض الأحيان المكتب الوسطي لإدارة الاحتياطات حيث يتولى عملية ترجمة الاستراتيجيات التي تمَّ إعدادها بواسطة مسؤولي الإدارة العليا، إلى مجموعة من الخطط العملية القابلة للتنفيذ، واتخاذ الخطوات التنفيذية لتكوين المحافظ الاستثمارية، واختيار الأسواق المزمع الاستثمار فيها ومُبررات هذا الاختيار ويقوم هذا المستوى الإداري بإعداد تقرير دوري يتضمن الأدوات المستخدمة في إدارة الاحتياطات، بالإضافة إلى وضع إطار تنظيمي يتضمن اختيار الموظفين المسؤولين عن تنفيذ تلك العمليات وإعداد الموازنة الخاصة بتلك العمليات.

3. مديري المحافظ **Portfolio Managers** : يتولى هذا المستوى الإداري مسؤولية إجراء العمليات اليومية في ضوء السلطات المخولة له وباستخدام الأدوات المالية المحددة في الخطط الاستثمارية الموضوعية من جانب المكتب الوسطي. ويكون اتصال هذا المستوى بالأسواق مُباشراً، ويقوم فريق العمل بهذا المستوى الإداري بالتصرف في ضوء وفي حدود التفويض الممنوح له من جانب مسؤولي الإدارة العليا، والذي غالباً ما يُحدد حجم وصلاحيات كل عضو في الفريق بالتصرف سواء بصورة فردية أو على مُستوى الفريق ككل. ومن الجدير بالذكر أنَّ عملية تحديد الاختصاصات وتقسيم العمل يتم تحديدها في إطار الخطط التنفيذية التي يرسمها مسؤولي المكتب الوسطي وليس رئيس مجموعة مديري المحافظ.<sup>7</sup>

#### ثانياً: تحديد المُستوى الكافي والأمثل للاحتياطات الصرف الأجنبي

على السُلطات في كل دولة أن تُحدد الحجم الملائم للاحتياطاتها، الذي يُمكنها من مُواجهة احتياجاتها الدورية وامتصاص صدماتها الخارجية الغير المتوقعة (ارتفاع أسعار الواردات، نُقص حصيلة الصادرات، صعوبة الاقتراض الخارجي، ارتفاع أسعار الفائدة...الخ). وأنَّ هذا الحجم تحكمه عدة اعتبارات، تتفاوت من دولة إلى أخرى. ومن هنا لا يوجد حجم أو مُستوى أمثل أو عام، أو مقياس كمي مُطلق يصلح لكافة الدول، فالحجم المناسب والأمن للاحتياطات يجب البحث عنه، وتحديد كميّ في ضوء واقع كل دولة وما يُحيط بها من ظُروف ومُشكلات. بيد أنَّه في كل الأحوال يجب ألا يكون هذا الحجم مُغالياً أو أقل من المستوى الآمن، ومع ذلك يُمكن تقسيم الحجم الملائم والأمن للاحتياطات إلى جُزأين أساسيين:

<sup>7</sup> أحمد شفيق الشاذلي، طرق تكوين وإدارة الاحتياطات الأجنبية تجارب بعض الدول العربية والأجنبية، منشورات صندوق النقد العربي، أبوظبي، 2014، ص25.



1. الجزء الأول: يُمثل الحد الأدنى والضروري للاحتياطات التي يتعين توافرها، في جميع الأحوال، لمواجهة الاحتياجات الدورية المتوقعة،

2. الجزء الثاني: يُمكن أن نطلق عليه الأرصدة (أو الاحتياطات) التحوطية، وهي تتمثل في تلك الأصول التي يُمكن اللجوء إليها عند الضرورة لمواجهة أي صدمات غير مُتوقعة في ميزان المدفوعات ويُمكن أن تكون أقل سيولة من الجزء الأول.<sup>8</sup>

### ثالثاً: تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ باحتياطي الصرف الأجنبي

إنّ تكوين حجم مهم من احتياطي الصرف الأجنبي على الرغم من أنّه يُحقق العديد من المنافع لاقتصاد الدولة، يُولد تكلفة وتحملها للاقتصاد الوطني نتيجة احتفاظه بهذه الاحتياطات التي تتمثل في التضحية بالاستخدامات أو الفرص البديلة للموارد التي تمثلها هذه الاحتياطات إذا استغرقت مدة من الزمن دون توظيفها.

يُقصد بتكلفة الفرصة البديلة بأنّها الفرص الضائعة التي تُضحي بها الدولة نتيجة لاحتفاظها بهذه الاحتياطات، تتمثل هذه الفرص في الزيادة الممكنة للواردات الاستهلاكية والوسيطية والإنتاجية مع ما يُمثله ذلك من مُمكنات لزيادة مستوى الاستهلاك والإنتاج والاستثمار، ناهيك على أنّ الدولة إذا كانت تحتفظ بالذهب ضمن مكونات احتياطياتها فإنّ الاحتفاظ بالذهب لا يُدرأي عائد<sup>9</sup>. ويُقصد بها كذلك الفرق بين العائد على احتياطات الصرف الأجنبي وبين الإنتاجية الحدية المضحي بها من الاستثمار البديل في رأس المال الثابت<sup>10</sup>. فإذا ما أردنا حساب تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطات في حالة استثمارها في السندات الأمريكية نحسب الفرق بين أسعار الفائدة الأجنبية طويلة الأجل (مثل معدل الفائدة على سندات الخزنة الأمريكية لمدة 10 سنوات) وأسعار الفائدة الأجنبية القصيرة الأجل (مثل معدل الفائدة على سندات الخزنة الأمريكية لمدة ثلاثة أشهر). كما يُوضّحه الجدول الموالي:

<sup>8</sup> زايري بلقاسم، كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع،

مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، ص49.

<sup>9</sup> رمزي زكي، الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية، دار المستقبل العربي، مصر، 1997، ص128.

<sup>10</sup> Ben Bassant and Gotlich, *On the Effect of Opportunity Cost on International Reserves Holding*, Review of Economics and Statistics, USA, 1991, p329.

جدول رقم (01): الفرق بين العائد على السندات الأمريكية ذات أجل استحقاق 10 سنوات وأذون الخزانة ذات أجل استحقاق 3 أشهر %

2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
2.35	1.8	2.78	3.22	3.32	3.66	4.63	4.8	سندات ذات أجل استحقاق 10 سنوات
0.06	0.09	0.05	0.14	0.15	1.37	4.36	4.73	أذونات الخزانة 3 أشهر
2.29	1.71	2.73	3.08	3.17	2.29	0.27	0.07	تكلفة الفرصة البديلة

المصدر: عبد القادر بوكريدي، متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2016، ص 63.

إنَّ الزيادة الكبيرة في مستوى هذه الاحتياطات على مدى العقود الماضية، نتج عنه هناك جدل حول مدى حيازة احتياطات مفرطة. ويُشير الرأي المعارض إلى أنَّ حيازة كم كبير من الاحتياطات مكلفة، ذلك لأنه انه يعطي عائدا أقل من معدل الفائدة على ديون البلاد على المدى الطويل<sup>11</sup>. فالاحتفاظ بالاحتياطات ينطوي على تكلفة (لأنَّ هذه الاحتياطات يجب أن تكون سائلة أو أقرب للسيولة حتى تكون جاهزة للجوء إليها عند الضرورة وبالسعة المطلوبة)، ويتحملها الاقتصاد الوطني نتيجة احتفاظه بهذه الاحتياطات التي تتمثل التضحية بالاستخدامات (أو الفُرص) البديلة للموارد التي تُمثلها الاحتياطات، وقد قُدرت تكلفة حيازة الاحتياطات الأجنبية 1٪ من الناتج المحلي الإجمالي في البلدان النامية<sup>12</sup>، كما يتعين أن تكون هناك مُساواة بين تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطات الدولية والعائد الاجتماعي الذي يتحقق منها حتى يُمكن تحديد المستوى الأمثل لهذه الاحتياطات. فإذا زاد حجم هذه الاحتياطات إلى مُستوى يزيد فيه التكلفة عن العائد المتحقق منها، نكون هنا إزاء حالة فيها إفراط في الطلب على هذه الاحتياطات، ويتعين في هذه الحالة خفض الاحتياطات واستخدامها في مجالات أكثر إنتاجية. أمَّا إذا كان العائد المتوقع من هذه الاحتياطات يزيد عن تكلفتها، فإنَّنا نكون إزاء حالة فيها نُقص، ويتعين زيادة الاحتياطات إلى مُستواها الأمثل. فلا بد إذن أن تكون هناك تعادل بين حجم المنافع المتوقعة والتكلفة:

<sup>11</sup> Aizenman, J and Marion, N, *The high demand for international reserves in Far East: What is going on?*, *Journal of the Japanese and International Economies*, 17 (2003), p.370-400.

<sup>12</sup> Laura Alfaro and Fabio Kanczuk, *Carry Trade, Reserve Accumulation, and Exchange- Rate Regimes*, Working Paper 13-074, Harvard Business School, Boston, USA, May 2013, p3.

- ✓ إذا كانت المنافع المتوقعة أقل من تكلفة هذه الاحتياطات: فيكون هناك حالة إفراط في هذه الاحتياطات (Excess Reserve)؛
- ✓ إذا كانت المنافع المتوقعة أكبر من كلفة هذه الاحتياطات، فيكون مُستوى تلك الاحتياطات أقل من الفرصة (Deficit)؛
- ✓ الوضع الأمثل (Optimal) بالطبع هو أن تحرص البنوك المركزية على المعادلة بين المنافع والتكلفة<sup>13</sup>.

#### جدول رقم (02): تكلفة حيازة الاحتياطات الأجنبية في بلدان العالم

التكلفة السنوية		التكلفة المتراكمة 10 سنوات		المنطقة
تكلفة دنيا	تكلفة قُصوى	تكلفة دنيا	تكلفة قُصوى	
1.5%	3.1%	15.5%	31.1%	شرق آسيا والباسيفيك
0.5%	1.0%	5.1%	31.1%	جنوب آسيا
0.4%	0.8%	4.7%	9.4%	أمريكا اللاتينية والكاريبي
0.9%	1.8%	10.6%	21.3%	الشرق الأوسط وشمال أمريكا

Source: Wan Leong Fee, International Reserve Accumulation in East Asia, International Review of Business Research Papers, Vol. 2. No. 2, August 2006, p81 .

#### رابعاً: مؤشرات كفاية احتياطات الصرف الأجنبي

هنا نجد عدة مقاييس مقترحة في الأدب الاقتصادي كمؤشر على كفاية احتياطات الصرف الأجنبي في الاقتصاديات المعاصرة، وفيما يلي أهم تلك المؤشرات:

1.نسبة الاحتياطات إلى الواردات (R/IM): حسب تريفن 1947 المؤشر المعتمد لتحديد كفاية الاحتياطات وخاصة في الدول النامية هو المقياس الذي يشير إلى عدد شهور الواردات التي تغطيها الاحتياطات، حيث يرى أنصار هذا المؤشر ومنهم صندوق النقد الدولي أن الواردات هي أهم بنود ميزان المدفوعات نظراً لصلتها الوثيقة بمستويات الاستهلاك المحلي والإنتاج الجاري والنمو الاقتصادي ومن ثم فإن هذا المقياس يربط بين الاحتياطات وأهم إنفاق بالعملات الأجنبية<sup>14</sup>.

يُعتبر هذا المقياس أكثر المقاييس استخداماً خاصة في الدول النامية، وهو المقياس الذي يُشير إلى عدد شهور الواردات التي تُغطيها الاحتياطات، حيث يرى أنصار هذا المؤشر ومنهم

<sup>13</sup> زايري بلقاسم، كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مرجع سبق ذكره، ص47.

<sup>14</sup> Marc-André Gosselin and Nicolas Parent, *An Empirical Analysis of Foreign Exchange Reserves in Emerging Asia*, working paper n°38, Bank Of Canada, 2005, p4.

صندوق النقد الدولي أنَّ الواردات هي أهمّ بنود ميزان المدفوعات نظراً لصلتها الوثيقة بمستويات الاستهلاك المحلي والإنتاج الجاري والنمو الاقتصادي ومن ثمَّ فإنَّ هذا المقياس يربط بين الاحتياطيات والإنفاق بالعمّلات الأجنبيَّة<sup>15</sup>.

وحسب هذا المؤشر فإن الدافع الأساسي لتكوين الاحتياطيات والاحتفاظ بها هو دافع المعاملات ويرى أنصار هذا التوجه أنَّ النسبة المثلى لهذا الاحتياطي تكون بين 30% و 40% من قيمة الواردات السنوية، أو تغطية حجم الاحتياطيات مدة ثلاث أشهر من الواردات.

حيث تقوم الدولة أحيانا بزيادة احتياطياتها إذا زاد حجم وارداتها ومن ثم تؤثر الواردات على الاحتياطيات إيجابيا ويسمى هذا التأثير الإيجابي للواردات على الاحتياطيات " احتياطيات الأمان"، ولذلك غالبا ما نجد أنَّ الدول تعلن عن غطاء تغطية للواردات بفترة زمنية اعتمادا على ما تملكه من احتياطيات الصرف الأجنبي، وإذا أعقب الواردات الأثران معاً، فإنَّ الأثر النهائي للواردات على الاحتياطيات تكون مُحصلة الأثر الأكبر وهما نسجل حالتين<sup>16</sup>:

✓ **الحالة الأولى:** إذا كان أثر المبادلات للواردات على الاحتياطيات أكبر من أثر الأمان للواردات على الاحتياطيات، فإنَّ مُحصلة الأثر النهائي للواردات على الاحتياطيات ستكون سالبة؛

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

2.نسبة الاحتياطيات إلى عجز ميزان المدفوعات: إنَّ الاحتياطيات في هذه الحالة يُمكن اعتبارها رصيذاً لمواجهة العجز Buffer Stock ولتجنب ما عسى أن تضطر إليه الدولة من سياسات غير مرغوبة، ولا ينبع من تأمين المعاملات وإنما من باب التحوُّط أو الاحتياط Precautionary والالتزام بهذه النسبة تعني أنَّ الاحتياطيات الدولية يجب أن تتغير بنفس مُعدلات التغير المتوقع في العجز في ميزان المدفوعات. فإذا كان منحني العجز هو التزايد، فإنَّ الاحتياطيات يجب أن تنمو بنفس مُعدلات نمو هذا العجز، أخذا بعين الاعتبار سلسلة زمنية معقولة لتوضيح اتجاه العجز وتوقعات حدوثه في المستقبل<sup>17</sup>.

3.نسبة الاحتياطيات إلى عرض النقود ( $R/M2$ ): هذه النسبة تمكنا من معرفة درجة هروب رؤوس الأموال التي من شأنها هي الأخرى أن تضغط على الاحتياطيات أو قياس درجة

<sup>15</sup> زابري بلقاسم، كفاية الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مرجع سبق ذكره، ص 57.

<sup>16</sup> نفس المرجع، ص 49.

<sup>17</sup> نفس المرجع، ص 50.

الثقة في العملة ومدى كفاءة النظام المصرفي، وكلما كانت دالة الطلب على النقود مستقرة نسبياً كما هو الحال في بعض الدول والثقة في عملة الدولة متوفرة كانت الحاجة لهذه النسبة غير مهمة، والعكس تماماً بخصوص الدول التي تفتقد إلى عنصر الاستقرار والثقة ولذلك فإن كان رصيد النقود بمعناها الواسع كبير مقارنة بالاحتياطات فإن هذا يوحي بوجود كم هائل وكبير لرؤوس الأموال مع مراعاة جوانب أخرى مثل الالتزامات الخارجية وهذه النسبة مهمة خصوصاً في النظام المصرفي الذي يتميز بالضعف<sup>18</sup>.

4.نسبة الاحتياطات إلى الديون الخارجية قصيرة الأجل (R/STED): يتم مقارنة الاحتياطات بحجم الديون الخارجية خصوصاً على المدى القصير فإذا كانت الديون الخارجية قصيرة الأجل أكبر من الاحتياطات فهذا ينبيء بوجود خطر فعلي وأكد على الاقتصاد المعني لأنه عادة ما تتعلق الديون الخارجية قصيرة الأجل بالتعاملات التي يحتاج إليها الاقتصاد ولا يمكن إيقافها أو الحد منها إلا نادراً مثل تلك المتصلة بالائتمان التجاري والخاصة بالواردات من السلع والخدمات كما تقيس هذه النسبة قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها الخارجية وعدم الوفاء بهذه الالتزامات يعني أن الدولة تعاني من نقص في السيولة مما يؤدي إلى هروب رؤوس الأموال أيضاً<sup>19</sup>.

#### خامساً: استخدامات احتياطات الصرف الأجنبي

تقوم البنوك المركزية بتقسيم الاحتياطات الأجنبية إلى محافظ حسب طبيعة استخدام تلك الاحتياطات، محفظة طويلة الأجل تتعلق باستخدام الاحتياطات في تمويل التنمية وتمويل الإنفاق العمومي وإدارة الدين الخارجي، ومحفظة عالية السيولة ذات طابع قصير الأجل، وتنقسم الأخيرة بدورها إلى شريحتين، إحداها لحساب المعاملات وتعمل كحساب جاري خاص بالتدفقات النقدية الداخلة والخارجة والثانية تتعلق بالاستثمارات السائلة.

1. الاحتياطات الأجنبية كأداة للتحوط من آثار التوقف المفاجئ لتدفقات رؤوس الأموال (Sudden Stop): قد يكون مصدر جزء من الاحتياطات ما يُسمى برؤوس الأموال الأجنبية الساخنة التي تبحث باستمرار عن فرص الاستثمار المريح السريع والمضاربة في الأسواق المالية وأسواق الصرف وفروقات أسعار الفائدة. ففي اقتصاد مفتوح يسمح بدخول وخروج رؤوس الأموال في ظل تحرير حساب رأس المال يجعله أكثر عرضة للصدمات الخارجية التي

<sup>18</sup> محمدي الطيب، إدارة احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر (الواقع والمتطلبات)، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة الشلف، الجزائر، 2008، ص92.

<sup>19</sup> Saade Chami and other, *Jordan's International Reserve Position: Justifiably Strong*, IMF Working Paper, International Monetary Fund, May 2007, p5.

تؤدي إلى الأزمات المالية<sup>20</sup>، فغالباً ما يحدث تدفق كبير لرؤوس الأموال الأجنبية في مثل هكذا اقتصادات مكون فقاعة لجني أرباح هائلة سرعان ما تفكر بعدها وبشكل مدروس المغادرة مخلفة ورائها عوامل انفجار الفقاعة وانهيارات في أسواق المال واستنزاف الاحتياطيات مؤسسة بذلك لأزمة اقتصادية حقيقية كما حدث في الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا عام 1997.<sup>21</sup> كان أحد أسبابها الرئيسية التدفقات الرأسمالية الكبيرة والتي تُعتبر متغير اقتصادي كلي لعب دوراً في المراحل المبكرة لحدوث الأزمة<sup>22</sup>، وقد قُدِّرَت حجم رؤوس الأموال التي هربت من الأسواق الناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية حوالي 60 مليار دولار خلال العامين 1998-1999 مُتجهة نحو المصارف السويسرية ولندن ونيويورك والتي تسببت في ديون خارجية مقدارها 987 مليار دولار، بعد أن كان المشهد قبل نشوب الأزمة المالية الآسيوية في 1997 بالاتجاه المعاكس حينما استقدمت رؤوس أموال ضخمة من الأسواق المالية في أوروبا وأمريكا.<sup>23</sup>

2. الاحتياطيات الأجنبية كمخزون وقائي (Buffer Stock): لاشك أنَّ أهمّ المحطات التاريخية التي تبرز أهمية الاحتياطيات هي الأزمة الآسيوية، حينما تدهورت الاحتياطيات الخارجية لدول جنوب شرق آسيا واضعة اقتصاديات هذه الدول على المحك، بعد أن كان يطلق عليها تسمية النمر الآسيوية. لم تعاني هذه الدول صدمة لحساباتها الخارجية وعُمَلاتها مثلما حدث أثناء تلك الأزمة. فمُنذُ ذلك اليوم، ونظراً للصعوبات التي واجهتها هذه الدول خلال الأزمة، ونتيجة للسياسات التقشفية الناجمة عن برامج المساندة من صندوق النقد الدولي، تحول اتجاه هذه الدول نحو تأمين نفسها من مخاطر اللجوء مرة أخرى إلى الصندوق، وذلك عن طريق تراكم احتياطياتها الخارجية من النقد الأجنبي لمواجهة مخاطر نقص السيولة.<sup>24</sup>

3. الاحتياطيات الأجنبية كأداة للتأمين الذاتي (Self Insurance) ضد التقلب في حصيلة الصادرات : تعود نظرية التأمين الذاتي إلى (Aizenman and Marion Heller (1966)

<sup>20</sup> عبد العزيز عجمية وعبد الرحمن يسري، التنمية الاقتصادية والاجتماعية ومُشكلاتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 1999، ص131.

<sup>21</sup> جليل البيضاني وشعبان الإمارة، مُتطلبات إدارة الاحتياطيات الأجنبية في الدول النامية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 13 العدد1، جامعة القادسية، العراق، 2011، ص98.

<sup>22</sup> محمد الفينيش، البلاد النامية والأزمات المالية العالمية: حول إستراتيجية منع الأزمات وإدارتها، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 2000، ص58.

<sup>23</sup> مُنصف شرقي وفارس قطر، الأزمة الآسيوية: الجذور، الآليات والدروس المستفادة، مجلة رؤى اقتصادية، العدد الثاني، جامعة الوادي، الجزائر، ص38.

<sup>24</sup> وليد بيبي، آليات جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في ظل الأزمة المالية الحالية -دراسة حالة دول شمال إفريقيا، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015، ص31.

al and Aizenman et al (2007, 2008)27, Calvo (2006)26, (2004)25 (2010)28 ، فحسب هذه النظرية فإنه ينظر إلى احتياطي الصرف الأجنبي باعتباره التكيف الوقائي الذي يعكس الرغبة في التأمين الذاتي ضد الصدمات الخارجية، هذه الأخيرة تؤدي إلى أزمات مالية واقتصادية، وهناك عوامل كبيرة تؤدي إلى الصدمات الخارجية كتغير عوائد الصادرات خاصة في البلد الذي يعتمد على سلعة واحدة أو عدد محدود من السلع، وقد استمرت البلدان النامية في تركيز احتياطات الصرف الأجنبي، وهذا ما يعكس القلق المتزايد حيال حالة عدم اليقين السائدة على المستوى الدولي والحاجة إلى نوع من التأمين ضد الصدمات الخارجية<sup>29</sup>.

4. استخدام الاحتياطات الأجنبية في تمويل الإنفاق العمومي وتمويل التنمية: لقد استخدمت البلدان النفطية جزء من العائدات النفطية لتطوير البنية الأساسية اللازمة لتنمية القطاعات الإنتاجية والخدمات الملائمة لظروفها، ويختلف ذلك الجزء المستخدم للتنمية المحلية باختلاف البلدان واختلاف الظروف الزمنية أيضاً<sup>30</sup>.

كما أن استعمال الاحتياطات الأجنبية في تمويل نفقات الدولة يمثل شكلاً من أشكال تمويل الدولة، وهو مُعادل للتمويل النقدي، حيث تتم هذه الطريقة عن طريق منح قرض للخرينة التي تقوم بتعويض جزء كبير من العُملات الأجنبية على مُستوى الأسواق ما بين البنوك للصرف. إن استعمال هذا القرض من العُملات الأجنبية يترجم بتوسع نقدي، ضغطاً على أسعار الاستهلاك، وارتفاع سيولة النظام المصرفي، وأيضاً تفاوتاً ما بين مُستوى العرض والطلب على مُستوى بعض أسواق السلع<sup>31</sup>.

<sup>25</sup> Aizenman J, Marion N, *International Reserves Holding with Sovereign risk and costly tax collection*, *Economic Journal* 114, 2004, pp 569-591.

<sup>26</sup> Calvo G, *Monetary Policy challenges in Emerging Markets: sudden stop, Liability dollarization, and lender of last resort*, NBER Working Paper N° 12788, 2006.

<sup>27</sup> Aizenman J, Lee J W, *Financial versus Monetary mercantilism-Long Run View of Large International reserves Hoarding*, *World Economy* N°31, 2008 and Aizenman J, Lee J W, *International reserves: precautionary versus mercantilist vews, theory and evidence*, *Open Economies Review*, 18(2), 2007, pp.191-214.

<sup>28</sup> Aizenman J, Jinjark Y, Park D, *International Reserves ans Swap Lines: Substitutes or Complements?*, NBER Working Paper, N°15804, 2010.

<sup>29</sup> الملخص التنفيذي، التوقعات بشأن نمو الاقتصاد الدولي والتنمية المستدامة، 2013، ص.6.

<sup>30</sup> ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مجلة النفط والتعاون العربي، المجلد 35، العدد 129، الأمانة العامة لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول، الكويت، ربيع 2009، ص.210.

<sup>31</sup> زايري بلقاسم، إدارة احتياطات الصرف الأجنبي وتمويل التنمية في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.25.

### سادسا: السياسات الاستثمارية لاحتياطات الصرف الأجنبي

تنتهج السلطات النقدية (البنوك المركزية) سياسات لاستثمار الاحتياطي تركز على ثلاث محاور أساسية، هي: تكوين محفظة معيارية تعكس تصور مجلس إدارة البنك للعائد والمخاطر المرتبطة باستثمارات الاحتياطات الأجنبية، والخطوط الإرشادية للاستثمار التي تتضمن أدوات الاستثمار المتاحة وحدود المخاطرة لكل منها، وتتمثل الركيزة الأساسية الثالثة في قياس الأداء، والذي يتم بشكل ربع سنوي ويتم عرضه في تقرير يُرفع إلى مجلس الإدارة<sup>32</sup>.

تحتاج الإدارة العليا إلى تحديد حافظة إستراتيجية طويلة الأجل تمثل أفضل موازنة متاحة بين مختلف المخاطر التي يواجهها جهاز إدارة الاحتياطات، وتكون هذه الحافظة هي حافظ الاستثمار المعيارية للجهاز، وتدخل حيز التنفيذ من خلال إنشاء عدد من الحوافز المعيارية الفعلية<sup>33</sup>، حيث يقوم جهاز إدارة الاحتياطات بتجزئة محفظة الاحتياطات الأجنبية إلى محافظ معيارية حسب طبيعة استثمار تلك الاحتياطات، وفيما يلي أهم تلك المحافظ:

1.محفظة الذهب: يقوم مُدبرو الاحتياطات في هذه المحفظة بالاستثمار في الذهب من خلال الاستفادة من التغيرات السعرية في السوق، ومعرفة العوامل المؤثرة على أسعار الذهب في المستقبل، والتنبؤ بأسعار الذهب؛

2.محفظة الأسهم والسندات: يقوم مُدبرو الاحتياطات بالاستثمار في الأسهم والسندات، حيث يتم توظيف الفائض من الاحتياطات في أسواق البترو دولار لشراء سندات حكومية\* بأجل استحقاق لا يتعدى عشر سنوات (مثل سندات الخزنة الأمريكية) والتي تحظى بتصنيف ائتماني دولي يضع أوراقها المالية المتداولة في السوق العالمية في التصنيف المقبول الذي لا يقل عن (AA) أو ما يُماثله لضمان عدم خسارتها وسيولتها العالية، والاستثمار في أسهم المؤسسات المالية والبنوك الكبيرة (مثل بنك سيتي غروب وميريل لنش) والشركات العالمية؛

<sup>32</sup> أحمد شفيق الشاذلي، طرق تكوين وإدارة الاحتياطات الأجنبية تجارب بعض الدول العربية والأجنبية، مرجع سبق ذكره، ص40.

<sup>33</sup> صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي، مرجع سبق ذكره، ص29.

\* تستثمر البنوك المركزية الفوائض المالية الحكومية في أدوات استثمارية قصيرة الأجل معظمها في سندات الخزينة الأمريكية وما شابهها. وتعكس هذه السياسة الاستثمارية رغبة وزارات مالية هذه الحكومات في وضع هذه الأموال في استثمارات يمكن تسيلها بشكل سريع وتعكس هذه السياسة الاستثمارية القصيرة الأجل للأرصدة المالية الحكومية أنّ هذه الاستثمارات معدة في المقام الأول لتدعم الإنفاق الحكومي عند الحاجة وليست مدخرات للمستقبل البعيد والأجيال القادمة.



3. **محفظة ودائع العملات الأجنبية:** إنَّ أغلب البُلدان تُجيز لبنوكها المركزية أن تستثمر احتياطاتها في ودائع لدى بنوك مركزية أخرى أو لدى بنك التسويات الدولية وودائع لدى بنوك تجارية أجنبية ذات تصنيف ائتماني جيد.

4. **توفير السيولة والأمان وتحقيق العوائد:** هناك أهداف كلاسيكية ثلاثية لإدارة الاحتياطات الرسمية هي: الأمان، السيولة والربحية، وعلاوة على ذلك فإنَّ معظم البنوك المركزية قد اتفقت إلى حد بعيد على أنَّ السيولة والأمان تغلب على هدف الربحية، مع الاقتناع بأنَّ العائدات الإضافية يجب أن تُعقد وفقاً لدرجة الأمان الكافية والسيولة المطلوبة، والسمة الثالثة هذه يجب أن تُركز على الكم والكيف معاً لتقليل المخاطر<sup>34</sup>.

فالهدف من إنشاء المحافظ المعيارية هو استثمار الفائض من الاحتياطات الأجنبية شريطة أن تضمن سيولتها ودون مخاطر تُذكر مع تحقيق شيء من العائد، أي أنَّ "السيولة والأمان" هما الهدفان التوأمين لإدارة هذه الأرصدة، حيث تسهر السلطات النقدية على الحفاظ على قيمة هذه الاحتياطات في الأجل الطويل خاصة ما تعلق بقُدرتها الشرائية مع الحاجة إلى تدنية المخاطر والتقلبات على العائد<sup>35</sup>.

لذلك ينبغي الحرص على توفير سيولة الحافظة، ويكون ذلك عن طريق (تحديد نسبة مئوية دنيا يمكن تحويلها إلى الموازين النقدية دون خسارة كبيرة في رأس المال) وهذه النسبة يجب أن تساوي على الأقل ذلك الجزء من الاحتياطات الذي يطلق عليه مصطلح (الحد الأدنى من الاحتياطات). ويرتبط بهذه النقطة ضرورة تحديد متوسط عمر الحافظة أو ما يعبر عن ذلك كنطاق أو مدى (حد أدنى 3 شهور وحد أقصى 15 شهرا) وهذا يفرض بالتالي قيودا على حرية الاختيار في إدارة هذه الحوافظ فلا يجوز اختيار سندات ذات عمر أطول وبكميات تقلل من نسبة السيولة المبتغاة.

### المحور الثالث: دور بنك الجزائر في إدارة احتياطات الصرف الأجنبي

#### أولاً: تراكم مستوى احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

تشهد الجزائر حالياً تراكم كبير لاحتياطي الصرف الأجنبي وصل مستواه 194 مليار دولار سنة 2014، ويُعتبر مستوى عالي جداً تكوّن في ظل التطورات الإيجابية في الحساب الجاري لميزان المدفوعات الناتجة عن ارتفاع أسعار المحروقات ولم تتكون في ظل انتعاش اقتصادي

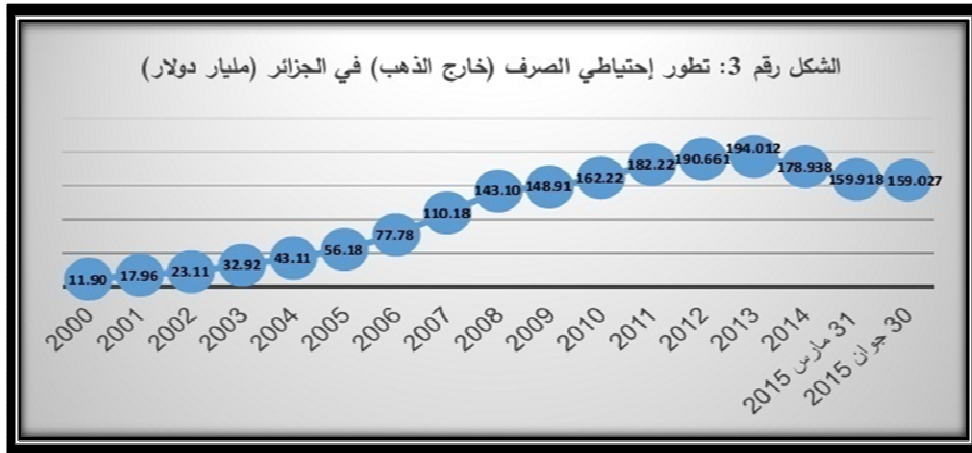
<sup>34</sup> بدر الدين حسين جبر الله، أساليب البنوك المركزية في إدارة مخاطر الاحتياطات بالإشارة لتجربة السودان، مجلة

المصرفي، العدد السادس والسبعون، بنك السودان المركزي، الخرطوم، جمهورية السودان، يونيو 2015، ص14.

<sup>35</sup> الشريف بقة وعبد الحميد مرغيت، إدارة احتياطات النقد الأجنبي في الجزائر: الفرص والتحديات، مجلة التكامل الاقتصادي، مخبر التكامل الاقتصادي الجزائري الإفريقي، جامعة أدرار، الجزائر، 2013، ص215.

حقيقي ناتج عن ارتفاع معدلات الاستثمار والنمو التصدير خارج المحروقات. ولا شك أنَّ هذا الارتفاع الكبير في مستوى الاحتياطيات يطرح العديد من القضايا منها دوافع وجدوى هذا المستوى الكبير من الاحتياطيات، فهناك من يرى ضرورة الإبقاء على هذا المستوى من الاحتياطيات لدعم الاقتصاد الجزائري وتوفير الثقة الدولية في مقابلة الالتزامات الخارجية، في حين البعض الآخر يرى أنَّ هذا المستوى ليس المستوى الأمثل، وأنَّ هناك فائض في الاحتياطيات يُمثل تكلفة على الاقتصاد ولا يُحقق أي عائد.

شكل رقم (01): تطور احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر باستثناء الذهب خلال الفترة (2015-2000)



المصدر: ربيغي هشام، تداعيات الأزمة النفطية على الجزائر وأهمية الاستثمارات الأجنبية المباشرة في ترقية الصادرات الصناعية التحويلية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد الخامس، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2016، ص 239.

واصلت الاحتياطات الخارجية الرسمية للجزائر خلال السنوات الأخيرة اتجاهها التصاعدي المستمر منذ عام 2000، وذلك في ظل التطورات الايجابية الحاصلة في الميزان التجاري، وفي هذا الصدد فقد ارتفع إجمالي الاحتياطيات أكثر من 110 مليار دولار أمريكي سنة 2007 مقابل 77.78 مليار دولار سنة 2006 و11.94 مليار دولار سنة 2000، والشكل الموالي يبين تطور احتياطيات الصرف منذ سنة 2000 إلى سنة 2015.

إنَّ كل الزيادة التي تحققت في احتياطيات الجزائر الدولية في هذه الفترة القصيرة قد تحققت في الحيازات الرسمية من العملات الأجنبية (تحديدا الدولار الأمريكي)، ولقد ساعد على هذا ارتفاع أسعار البترول والمسعّر أساسا بالدولار الأمريكي، أما باقي مكونات الاحتياطيات، وهي:

الرصيد الذهبي، حقوق السحب الخاصة وصافي مركز الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي ، فلم تطرأ عليها زيادة يعتد بها<sup>36</sup>.

### ثانياً: آلية بنك الجزائر في تسيير احتياطات الصرف الأجنبي

تُعتبر وظيفة إدارة الاحتياطات من العملة الأجنبية أهم الوظائف التي يقوم بها بنك الجزائر لما لها من انعكاسات على الاقتصاد الكلي، حيث يقوم بنك الجزائر بإدارة الاحتياطات من العملة الأجنبية القابلة للتحويل وذلك ببيعاً أو شراءً حسب حاجة الطلب والعرض عليها واستخدامها في عمليات التجارة الدولية ويعمل أيضاً على المحافظة على استقرار قيمة سعر صرف الدينار مقابل العملات الأجنبية، ويتم ذلك من خلال الاستثمار في صناديق الأوراق المالية خاصة في الجزائر بمعدل عائد قدره حالياً 2% وكذلك استثمارها في شكل سندات لها هامش كبير من الضمانات المقدمة للجزائر، ويعمل بنك الجزائر على تحقيق هدف تعويض تكلفة الفرصة البديلة بإدارة حافظة الأوراق المالية إدارة مربحة دون أن يُعرض احتياطاته للخطر انطلاقاً من ضمان سلامة رأس المال، وكذلك يعمل على تنوع العملات المشكلة للاحتياطات لتجنب المخاطر الناجمة عن تقلبات أسعار العملات وذلك باختيار عملات مقبولة يكثر استعمالها في الساحة الدولية، كما يتخذ بنك الجزائر إجراءات إدارة الحوافز المالية بزيادة العائدات من كل عملة إلى أقصى حد مع مراعاة التقليل من المخاطر إلى أدنى حد، إذ بظهور الأورو قام بنك الجزائر بإتباع سياسة استقرار سعر الصرف إزاء القيمة الحقيقية للدينار بالموازاة مع اتخاذ إجراءات حذرة في السياسة النقدية من خلال نظام قائم على التثبيت الاسمي الضمني بطريقة تمكنها من الحفاظ على استقرار الأسعار واستهداف التضخم<sup>37</sup>.

يندرج التسيير الحذر للاحتياطات الرسمية للصرف المتبعة من طرف بنك الجزائر في الهدف الإستراتيجي المتمثل في تعزيز الوضعية المالية الخارجية للجزائر، وتتمثل الأهداف المتبعة في هذا المجال في<sup>38</sup>:

الحفاظ على قيمة رأس المال: التقليل من خطر خسارة القيمة السوقية للأصول، بالاحتفاظ بمحفظة متنوعة من الأصول ذات نوعية رفيعة (فيما يخص تنقيط القرض ونوع المصدر) بتطبيق ممارسات ملائمة لتخفيف المخاطر؛

<sup>36</sup> زايري بلقاسم، إدارة احتياطي الصرف و تمويل التنمية في الجزائر، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد، مركز دراسات الوحدة العربية، القاهرة، مصر، 2008، ص21

<sup>37</sup> بوحنيك هدى، دور بنك الجزائر في تسيير العمليات المالية المرتبطة بالخارج، مجلة الباحث، العدد 08، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010، ص8.

<sup>38</sup> محمد لكصاسي، عرض التقرير السنوي التطورات الاقتصادية والنقدية في 2010 من طرف محافظ بنك الجزائر، 25 أوت 2010، ص2.

الاحتفاظ بمستوى عال من السيولة: توظيف الاحتياطات في أصول بتاريخ استحقاق قريب أو في الأصول التي يُمكن إعادة بيعها بسرعة دون فقدان قيمتها؛  
الحصول على المردود الأمثل: الحصول على أفضل مردود ممكن مع احترام الأهداف المتعلقة بالأمان والسيولة.

### ثالثاً: الإطار القانوني والمؤسسي لبنك الجزائر ودوره في إدارة الاحتياطات الأجنبية

تمّ إنشاء بنك الجزائر ووضع النظام الأساسي له بموجب القانون رقم 62-144 المعتمد من طرف الجمعية التأسيسية في 13 ديسمبر 1962 وبعد ذلك أُجريت تعديلات عليه، ثمّ جاء القانون رقم 86-12 في 19 أوت 1986 وبموجب هذا القانون استعاد المركزي وظيفته كبنك للبنوك، وأصبح يتكفل بالمهام التقليدية للبنوك المركزية، ثمّ القانون رقم 90-10 بتاريخ 14 أفريل 1990، ليمنح الاستقلالية العضوية والوظيفية لبنك الجزائر، ثمّ جاء الأمر 03-11 بتاريخ 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض ليُلغي القانون رقم 90-10، ثمّ الأمر رقم 10-04 بتاريخ 26 أوت 2010 المعدل والمتمم للمرسوم رقم 03-11 بتاريخ 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض، وفقاً لهذا الأمر تتم إدارة وتنظيم بنك الجزائر من قِبَل المحافظ ومجلس الإدارة، برئاسة المحافظ وثنين من المراقبين، يضم المجلس ثلاثة نواب للمحافظين وثلاثة من كبار المسؤولين يشهد لهم بالكفاءة في المسائل الاقتصادية والمالية. لذلك نجد أنّ وظيفة إدارة الاحتياطات من وظائف ومهام بنك الجزائر وفقاً للموارد التالية:

يُسلم المحافظ دورياً لرئيس الجمهورية مع الإبلاغ لرئيس الحكومة ومجلس النقد والقرض تقريراً حول إدارة احتياطات الصرف الأجنبي<sup>39</sup>؛

يُدير بنك الجزائر احتياطات الصرف الأجنبي ويوظفها<sup>40</sup>؛

يُحدد مجلس النقد والقرض كيفية تسيير احتياطات الصرف الأجنبي<sup>41</sup>.

كما يعهد بنك الجزائر وظيفة إدارة وتسيير احتياطات الصرف الأجنبي إلى مديرية تسيير الأصول الخارجية (DGAE) وهي المسؤولة عن:

✓ المشاركة في تطوير سياسات الاستثمار والمبادئ التوجيهية التشغيلية لإدارة احتياطات الصرف الأجنبي بما في ذلك الذهب؛

<sup>39</sup> بنك الجزائر، أمر رقم 11-03 مؤرخ 27 جمادى الثانية عام 1424 الموافق ل 26 أوت سنة 2003 المتعلق بالنقد والقرض، المادة 18، ص3.

<sup>40</sup> نفس المرجع، المادة 29، ص4.

<sup>41</sup> نفس المرجع، المادة 40، ص6.

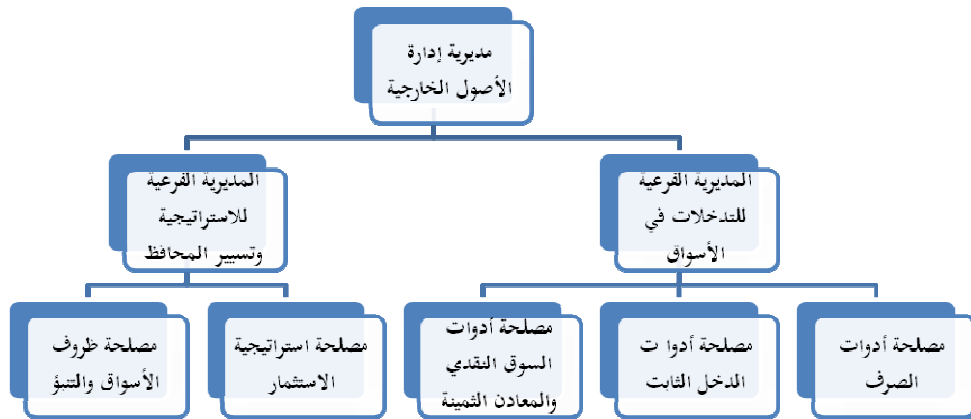
✓ معالجة جميع المنتجات المالية المعتمدة؛

✓ تنظيم وضمان السيولة في سوق الصرف الأجنبي ما بين البنوك، وتنفيذ سياسات سعر الصرف؛

✓ ضمان الامتثال الصارم للمعايير التي وضعها مجلس النقد والقرض ولجنة الاستثمار لإدارة المخاطر المختلفة الكامنة في إدارة احتياطات الصرف الأجنبي، اقتراح استراتيجيات الاستثمار، اختيار الأدوات وفقاً للإطار الذي وضعته لجنة الاستثمار؛

✓ إعداد تقارير دورية عن تنفيذ إدارة احتياطات النقد الأجنبي.

شكل رقم (02): الهيكل التنظيمي لمديرية تسيير الأصول الخارجية ببنك الجزائر



المصدر: بوكريدي عبد القادر، متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية - دراسة حالة بنك الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 189.

رابعاً: إستراتيجية بنك الجزائر في إدارة احتياطات الصرف الأجنبي

لغرض تحقيق الأهداف السالفة الذكر قامت مديرية تسيير الأصول الخارجية لبنك الجزائر بتجزئة محفظة احتياطات الصرف الأجنبي إلى ثلاثة شرائح وفقاً لمعيار العوائد/المخاطر<sup>42</sup>:

1. شريحة رأس المال العامل: بهدف التعامل اليومي مع احتياجات البنوك التجارية من العملات الصعبة، وتتألف هذه الشريحة بشكل أساسي من الأوراق المالية السيادية الودائع العادية والودائع المهيكلة؛

<sup>42</sup> سلطاني عادل، إدارة احتياطي الصرف الأجنبي دراسة حالة الجزائر للفترة (1992-2012)، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2016، ص 77.

2. شريحة السيولة: تُمثل حوالي 10% من إجمالي محفظة الاحتياطيات لبنك الجزائر، ومُشكلة أساساً من الأدوات النقدية وأدوات الدخل الثابت لدافع وقائي احترازي على المدى القصير يتمثل في تغطية الواردات الدين الخارجي؛

3. شريحة الاستثمار: تُمثل الجزء الأكبر في محفظة الاحتياطيات، وتُستثمر أساساً في أدوات الدخل الثابت وبمعدلات متغيرة، القصيرة والتي تكون مدتها أقل من 52 أسبوع، والطويلة أكثر من سنتين، وفقاً لإستراتيجية الشراء والاحتفاظ، والفائدة من هذه الإستراتيجية أنها تُقلل من التعرض لمخاطر السوق، وبالتالي تُقلل بشكل كبير من مخاطر الخسارة الناجمة عن التقلبات في أسعار الفائدة، وتهدف هذه السيولة إلى تلبية احتياجات السيولة في المدى المتوسط وتعظيم العائد وفقاً لأهداف وقيود الإدارة.

خامساً: سياسات إدارة المخاطر احتياطيات الصرف الأجنبي بالبنك المركزي الجزائري  
جهاز إدارة مخاطر احتياطيات الصرف الأجنبي ببنك الجزائر: تتمثل أهم المهام الموكلة لهذا الجهاز فيما يلي:

- ✓ التحليل الكمي المرتبط بتنفيذ المعايير وسياسة الاستثمار والتوجيهات التشغيلية؛
  - ✓ مقترحات لتطوير سياسة الاستثمار والمبادئ التوجيهية التشغيلية؛
  - ✓ تقييم المخاطر المختلفة التي اتخذتها مديرية إدارة الأصول الخارجية ومدى امتثالها لسياسة الاستثمار والمعايير والقواعد والإجراءات المتعلقة بالمهام الموكلة له؛
  - ✓ قياس بانتظام أداء إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي.
- شكل رقم (03): الهيكل التنظيمي لمديرية تسيير الخطر والأداء في بنك الجزائر



المصدر: بوكريدي عبد القادر، متطلبات كفاءة إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية – دراسة حالة بنك الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص202.

تتولى مديرية تسيير الخطر والأداء وتسيير المخاطر التي ترتبط بإدارة احتياطات الصرف الأجنبي، فقد عمل بنك الجزائر على إعداد إطار تنظيمي مناسب يضمن الامتثال ومطابقة التوظيفات لأهم أهداف إدارة هذه الاحتياطات والمتمثلة في السلامة، وفي هذا الصدد قام مجلس النقد والقرض من خلال الأمر 11-03 بإصدار بعض المواد المرتبطة بمخاطر احتياطات الصرف الأجنبي وتسييرها:

المادة 40: إنَّ اكتتاب بنك الجزائر في السندات المالية المحررة بالعملة الأجنبية يكون في الأدوات المالية المسعرة بانتظام في الأسواق المالية الدولية من الفئة الأولى (AAA)؛

المادة 62: يُخول لمجلس النقد والقرض تحديد مقاييس وشروط العمليات الخاصة بالعملة الأجنبية لغرض تسيير احتياطات بنك الجزائر؛

الاستثمار فقط في الأوراق المصدرة التي وافقت عليها هيئة الاستثمار؛

الاستثمار فقط في ودائع البنوك الرائدة الدولية التي لها تصنيف على الأقل (A)؛

احترام حدود المبلغ المسموح به (سقف) الذي من المرجح أن يعقد لكل طرف أو إصدار؛

احترام تكوين وزن كل عملة في المحفظة؛

لضمان السيولة وتقليل مخاطر التركيز، يجب ألا يتجاوز المبلغ المستثمر سقف 30% من المبلغ الإجمالي للإصدار؛

من أجل تقليل أي مخاطر للصرف ينبغي الالتزام بقاعدة " صفر النقدية في نهاية اليوم" فإنَّ جميع المراكز ينبغي أن تكون مغلفة في فترة ما بعد الظهر.

سادساً: مردودية احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر

حسب مجلس النقد والقرض فإنَّ الأدوات المرخص بها لتوظيف احتياطات بنك الجزائر تتمثل في الآتي:

الأوراق المالية: وتشمل كل من السندات السيادية وأوراق الوكالات الحكومية والجهات الرسمية الأخرى والمنظمات والهيئات المتعددة الأطراف، والتي تحظى بأفضل تنقيط لدى وكالات التصنيف الائتماني؛

الودائع: لبنك الجزائر إمكانية أن يضع احتياطاته في شكل ودائع عادية أو الودائع المهيكلية وفي أي مؤسسة بشرط أن لا يقل تصنيفها عن A بواسطة وكالات التصنيف الائتماني العالمية والمؤهلة من طرف لجنة الاستثمار خصوصاً لدى البنوك المركزية والمؤسسات المالية الدولية كبنك التسويات الدولية وبنوك تجارية دولية تتمتع بأعلى تنقيط في مجال القرض.

## جدول رقم (03): تطور عوائد أدوات توظيف احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
العائد	0.38	0.58	0.68	0.82	0.99	1.43	2.42	3.81
احتياطيات الصرف	11.9	17.96	23.11	32.92	43.11	56.18	77.78	110.18
السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
العائد	5.13	4.74	4.60	4.45	3.73	3.54	3.17	
احتياطيات الصرف	143.10	148.91	162.22	182.22	190.66	194.01	178.93	

المصدر: بوكريدي عبد القادر، متطلبات كفاءة إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية - دراسة حالة بنك الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص199.

## سابعاً: إستراتيجية بنك الجزائر في إدارة الذهب النقدي في الجزائر

1. احتياطي الذهب النقدي في الجزائر: على غرار ما تقوم به البنوك المركزية الأخرى على المستوى العالمي فإن لبنك الجزائر الحق المطلق في إدارة الاحتياطي من الذهب النقدي كما ورد في نص المادة 39 من الأمر 03/11 " الاحتياطي من الذهب الذي يتوفر عليه بنك الجزائر ملك للدولة ويمكن لبنك الجزائر أن يقوم بكل العمليات على الذهب ولاسيما بالشراء والبيع والاقتراض والرهن وذلك نقداً ولأجل، يمكن أن تستعمل هذه الأرصدة من الذهب كضمان لأي تسبيق موجه للتسيير النشط للديون العمومية الخارجية وفي هذه الحالة يتمتع مجلس النقد والقرض ويخطر رئيس الجمهورية بذلك " .

## جدول رقم (04): نسبة الذهب إلى إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر (%)

السنوات	2001	2003	2006	2009	2010	2011	2012	2013
نسبة احتياطي الذهب إلى إجمالي الاحتياطيات	8.67	6.57	4.62	3.62	4.37	4.62	4.72	3.72

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات صندوق النقد الدولي.(بتصرف)

لقد حافظت الجزائر خلال السنوات الماضية الثلاث على موقعها عربياً فيما يتعلق باحتياطي الذهب الذي تملكه استناداً إلى تقديرات المجلس العالمي للذهب باحتياطي يقدر بحوالي 137.6 طن يضاف إليه احتياطات لدى بنك الجزائر مما يجعلها ثاني دولة عربية بعد لبنان من حيث الاحتياطي ويمثل احتياطي الذهب نسبة 5.6% من احتياطي الذهب العالمي



وبذلك فقد تجاوزت الجزائر في هذا المجال دول الخليج وعلى رأسها المملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة فضلاً عن ليبيا.

2. معايير استثمار موجودات الذهب لبنك الجزائر: لتعظيم قيمة الموجودات الذهبية لبنك الجزائر، يُمكن استثمارها على شكل ودائع ذهب أي تأجير الذهب للبنوك الأجنبية مع مُراعاة المعايير التالية:

- إنَّ أحد الاعتبارات الرئيسية لعملية توظيف موجودات بنك الجزائر من الذهب هو العمل على تقليل مخاطر الاستثمار في هذا الجانب، وهو ما تتم معه مُراعاة مجموعة من المخاطر على رأسها مخاطر الائتمان والمتمثلة في عدم قدرة الطرف المقابل على الوفاء بالالتزامات عند تاريخ الاستحقاق، ويُقصد بالطرف المقابل البنوك الأجنبية بغرض توظيف الموجودات الذهبية لديها والتي قد تكون من بينها ودائع الذهب؛

- ينبغي لبنك الجزائر أن يقوم بتصنيف البنوك الأجنبية المؤهلة للتعامل معها إلى فئات وفقاً للجدارة الائتمانية الحاصلة عليها وفقاً لذلك يتم وضع حدود قصوى للموجودات الممكن توظيفها معها، مع وضع شرط عدم التعامل إلاّ مع البنوك الحاصلة على تصنيف AAA؛

- يُعتبر معيار العائد من استثمار الذهب من أهم المعايير، وتجدر الإشارة إلى أنَّ الاستثمار في ودائع الذهب ترتبط معها في بعض الحالات عملية نقل فعلي لسبائك الذهب من موضعها الحالي إلى موقع البنوك المستثمر فيها وفي تاريخ الاستحقاق يتم نقلها إلى موقع آخر في حالة عدم الرغبة في الاستمرار بتجديد الوديعة، وعليه يتم تحمل تكلفة الشحن السبائك الذهبية المنقولة وهو الأمر الذي يأخذ بعين الاعتبار في مستوى صافي العائد ( العائد الصافي = معدل إيجار الذهب - تكاليف الشحن والتأمين).

ثامناً: تكلفة الفرصة البديلة والمستوى الأمثل لاحتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر

### 1. تكلفة الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطات الأجنبية في الجزائر:

1.1. الفرق بين الإنتاجية الحدية لرأس المال وسعر الفائدة على استثمار الأصول المالية الأجنبية: هناك بديل آخر لاستثمار الاحتياطات في الخارج وهو الاستثمار المحلي حيث يُمكن استعمال هذه الاحتياطات في استيراد مزيد من الواردات من السلع الرأسمالية أو الوسيطة لزيادة القدرة الإنتاجية للمنشآت القائمة لتحسين معدل النمو الاقتصادي وفي هذه الحالة فإنَّ تكلفة الفرصة البديلة عبارة عن قيمة الناتج المحلي الإجمالي الذي كان من الممكن تحقيقه إذا استخدمت هذه الاحتياطات المتاحة في استيراد المدخلات الضرورية لزيادة الإنتاج كما أنَّ المشروعات الصغيرة (وعلى الخصوص الصناعية) في الجزائر تواجه مشاكل منها مشكل التمويل الذي يحد من قدرتها الإنتاجية. وفي هذا الإطار قد تمَّ تخصيص جزء كبير من

الاحتياطات الأجنبية لتنفيذ وتمويل البرامج الاستثمارية في الجزائر واستخدامه في زيادة الاستثمارات المحلية، وفي هذا الصدد، تبنت الجزائر خلال الآونة الأخيرة مجموعة برامج استثمارية ضخمة مُتمثلة في:

✓ برنامج الإنعاش الاقتصادي للفترة 2000-2004 بغلاف مالي قدره 525 مليار دينار؛

✓ برنامج دعم النمو الأول للفترة 2005-2009 بغلاف مالي قدره 140 مليار دينار؛

✓ برنامج دعم النمو الثاني للفترة 2010-2014 بغلاف مالي قدره 286 مليار دينار.

إذ خصصت هذه البرامج تعزيز البنية التحتية (المنشآت القاعدية) من مُنطلق أنّها إحدى المكاسب أو الركائز التي تُشكل الأرضية الرئيسية لتشجيع الاستثمار الخاص وكذلك جلب الاستثمار الأجنبي على حد سواء.

إنّ تمويل برامج الاستثمارات العمومية استهلك ما يُقارب 50% من احتياطات الجزائر من المحروقات، حيث أنّ الوضعية الاقتصادية الراهنة للبلاد تتسم باستهلاك مُفرط لموارد غير مُتجددة يُفترض استعمالها للتخضير لمرحلة ما بعد نضوب النفط، غير أنّها تُوجه لتمويل مشاريع البنية التحتية يُعتبر خطأً استراتيجيًّا لأنّه من المفروض توجيهها لتمويل استثمارات إنتاجية تضمن ديمومة مشاريع البيئة التحتية التي أُنجزت بأموال النفط<sup>43</sup>.

**2.1. الفرق بين العائد من توظيف الاحتياطي والعائد على الأصول الخارجية طويلة الأجل:** إنّ استثمار الاحتياطات في أصول طويلة الأجل تُدر عائداً أكبر ممّا تُدره الأصول قصيرة الأجل، وتكلفة الفرصة البديلة في هذه الحالة يُمكن حسابها باعتبارها الفرق بين العائد الأولي المحقق من الأصول قصيرة الأجل والعائد على البدائل إيراداً. ويُعتبر الفرق عن التكلفة فرصة بديلة أو ما يُسمى تكلفة السيولة أو "علاوة السيولة" جزئياً مشكل المكون للاستثمار والذي كان يُمثل مشكلة كبيرة في السنوات الماضية، بسبب قيد ندرة العملات الصعبة والذي يُشكل عائقاً أمام تنفيذ العديد من المشروعات الاستثمارية<sup>44</sup>.

**3.1. الفرق بين تكلفة الاقتراض الخارجي وعوائد توظيف الاحتياطي:** لقد قامت الجزائر بتخفيض الدين الخارجي للتقليل من تكلفة الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطات الدولية كما أنّ

<sup>43</sup> أحمد طرطار وصورية مساني، دور الجباية البترولية في تمويل برامج الاستثمارات العمومية للفترة الممتدة ما بين (2000-2014) بين تحديات الواقع ورهان المستقبل، مُداخلة ضمن المؤتمر الدولي حول: تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والنمو الاقتصادي خلال الفترة 2000-2014، جامعة سطيف، الجزائر، 11-12 مارس 2013، ص 21.

<sup>44</sup> فوزي زغاد، إشكالية إدارة الاحتياطات المالية الدولية دراسة حالة بنك الجزائر (2000-2012)، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، الجزائر، 2014، ص 75.

الحكومة تنظر إلى سداد الدين الخارجي باعتباره البديل المناسب، وذلك لأنَّ الدولة تُعطي أولوية عالية لسداد الديون الخارجية في موعدها لأنَّ بسداد الدين الخارجي تحتفظ بالجدارة الائتمانية العالمية وتُقاس هذه التكلفة من خلال طرح تكاليف الاقتراض الأجنبي للبلد مطروحاً منه ما تكسبه من عوائد من توظيفها للاحتياطات الدولية (في حالة سندات الخزينة الأمريكية لمدة 03 أشهر)، كما يُبينه الجدول التالي:

**جدول رقم (05): الفرق بين سعر الفائدة على سندات الخزينة الأمريكية وأسعار الفائدة على الدين الخارجي الجزائري**

السنوات	أسعار فائدة السندات الأمريكية (%)	أسعار فائدة الدين الخارجي (%)
2000	6	6.6
2001	5	6.4
2002	4.6	5.4
2003	4	4.8
2004	4.2	4.8
2005	4.3	/

المصدر: دربال عبد القادر، إدارة المداخل النفطية وصناديق الثروة السيادية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي: التنمية المستدامة والكفاءة الإستخدامية للموارد المتاحة، جامعة فرحات عباس سطيف، أفريل 2008، ص 67.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه سعر الفائدة أنَّ أسعار فائدة السندات الأمريكية للسنوات 2001 حتى 2005 على قُدرت ب 6 %، 5 %، 4.6 %، 4 %، 4.2 %، 4.3 % على التوالي بينما كانت أسعار فائدة الدين الخارجي أعلى من أسعار فائدة السندات الأمريكية ممَّا أدى بصانعي القرار بالجزائر إلى عملية التسديد المسبق للديون الخارجية.

**خاتمة:** تناولنا من خلال هذه الدراسة مُتطلبات إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية بالبلدان النامية، حيث تطرقنا لمفهوم إدارة احتياطات الصرف الأجنبي وأهميتها وأهدافها، كما سلطنا الضوء على أهم الخطوات والمراحل التي تمر بها وظيفة إدارة الاحتياطات الأجنبية بالبنوك المركزية وسياساتها الاستخدامية والاستثمارية، أمَّا في المبحث الأخير من هذه الدراسة فقد عرضنا تجربة الجزائر في إدارة احتياطاتها الرسمية ودور بنك الجزائر في هذا المجال.

### النتائج: قد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- تتطلب إدارة احتياطي الصرف الأجنبي وجود جهة أو هيئة قائمه عليها، تقوم برصد المعلومات وتبني نماذج التنبؤ الحديثة الخاصة بتغيرات أسعار الصرف (العملات الأجنبية) وأسعار الأصول المالية (السندات الحكومية) وأسعار الموارد الأولية (الذهب والمحروقات) بالإضافة إلى معدلات التضخم السائدة في كل فترة، نظرا لتأثيراتها الكبيرة على زيادة أو نقصان حجم الاحتياطيات،

- تعتبر عملية تجزئة الإحتياطيات إلى شرائح أداة مهمة في تسيير الإحتياطيات والسعي لتعظيم العائد على الأصول الإحتياطية المستثمرة، كما أن اللجوء إلى الدفع المسبق للدين الخارجي، كانت بمثابة الأداة لتخفيض تكاليف حيازة إحتياطيات الصرف الفائضة؛

- مستويات إحتياطيات الصرف في الجزائر، بلغت رقما فيه إفراط شديد للغاية، ونظرا لشذوذ نسبة الإحتياطي فلا حاجة لنا إلى إستخدام أية نماذج أو إجراء أية حسابات للتدليل على أن هذه النسبة قد تجاوزت بكثير المستوى الأمثل، حتى لو إعتدنا على مؤشرات غير مألوفة مثل نسبة الإحتياطيات إلى عجز الميزان التجاري أو رصيد الحساب الجاري؛

- إدارة الفوائض المالية بالنقد الأجنبي المتراكمة لدى بنك الجزائر، يكون تحقيقا لثلاثة أهداف: حماية الأصول الإحتياطية، تحقيق عوائد في إطار مخاطر متدنية والحفاظ على وسيولة مرتفعة. حيث يتم توظيف الإحتياطيات في الأوراق المالية بنسبة 98% والباقي في ودائع البنوك المركزية، ويتكون هيكل العملات الأجنبية بشكل أساسي من عملة الدولار الأمريكي والأورو فضلا عن عملات أخرى وهذا إستنادا لدفع المعاملات.

### التوصيات: توصي الدراسة:

- استثمار جزء من الأصول الاحتياطية الفائضة في شكل أصول خارجية أصول الأجل وأعلى عائد (هذا النوع من الاستثمارات سينزع عن الجزء من الاحتياطيات صفة كونه احتياطيات دولية، وهذا نظرا لغياب شرط السيولة والأمان)، واستثمار الجزء الباقي منها بشكل مريح وحذر في أصول خارجية قصيرة الأجل وأقل عائدا (هذا النوع من الاستثمارات لا ينزع عن هذا الجزء من الاحتياطيات صفة كونه إحتياطيا دوليا لأنه يضمن له شرط السيولة ويجنبه المخاطر، وعليه يمكن للسلطات النقدية للجوء إلى هذا الجزء من الاحتياطيات كلما دعت الحاجة لذلك).

- كذلك هنالك خيار آخر، وهو استثمار جزء من الاحتياطيات الفائضة في تمويل القطاع الخاص المحلي (تمويل المشروعات الصغيرة)، بشكل مباشر لما لهذه المشروعات من أهمية في

- الاقتصاد الوطني؛ واستثمار الجزء الباقي في شكل أصول قصيرة الأجل تدير عائد مضمون يستخدم أيضا في تمويل القطاع الخاص المحلي.
- إعادة تصميم السياسة التجارية للجزائر من أجل حماية أكثر للمحزون الاحتياطي بالنقد الأجنبي من التآكل والاستنزاف.
- العمل على الخروج من التبعية لقطاع المحروقات عن طريق استخدام الموارد المالية الفائضة لتنويع الاقتصاد، والصادرات وإيجاد مداخل بديلة لتحسين وضعية ميزان المدفوعات في ظل عدم استقرار أسعار البترول.
- الإفصاح الدوري والإبلاغ عن حجم ومستويات احتياطات الصرف لدى السلطات النقدية، وهذا من تقاليد الحكم الراشد وتعزيز مستويات الشفافية.

## المراجع:

## أولاً: الكتب

1. عبد العزيز عجمية وعبد الرحمن يسري، (1999)، التنمية الاقتصادية والاجتماعية ومُشكلاتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية.
2. محمد الفنيش، (2000)، البلاد النامية والأزمات المالية العالمية: حول إستراتيجية منع الأزمات وإدارتها، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية..
3. رمزي زكي، (1997)، الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية، دار المستقبل العربي، مصر.

## ثانياً: الرسائل الجامعية

3. محمدي الطيب، (2008)، إدارة احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر ( الواقع والمتطلبات)، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة الشلف، الجزائر.
4. عبد القادر بوكريدي، (2016)، متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر.
5. وليد ببيي، (2015)، آليات جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في ظل الأزمة المالية الحالية –دراسة حالة دول شمال إفريقيا، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر.
6. فوزي زغاد، (2014)، إشكالية إدارة الاحتياطات المالية الدولية دراسة حالة بنك الجزائر (2000-2012)، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، الجزائر.

## ثالثاً: المقالات المحكمة

7. أحمد شفيق الشاذلي، (2014)، طرق تكوين وإدارة الاحتياطات الأجنبية تجارب بعض الدول العربية والأجنبية، منشورات صندوق النقد العربي، أبوظبي.
8. ماجد عبد الله المنيف، (2009) صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مجلة النفط والتعاون العربي، المجلد 35، العدد 129، الأمانة العامة لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول، الكويت.

10. بدر الدين حسين جبر الله، (2015)، أساليب البنوك المركزية في إدارة مخاطر الاحتياطات بالإشارة لتجربة السودان، مجلة المصرفي، العدد السادس والسبعون، بنك السودان المركزي، الخرطوم، جمهورية السودان.
  11. زايري بلقاسم، (2010)، كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر.
  12. جليل البيضاني وشعبان الإمارة، (2011)، مُتطلبات إدارة الاحتياطات الأجنبية في الدول النامية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 13 العدد1، جامعة القادسية، العراق..
  13. الشريف بقة وعبد الحميد مرغيت، (2013)، إدارة احتياطات النقد الأجنبي في الجزائر: الفرص والتحديات، مجلة التكامل الاقتصادي، مخبر التكامل الاقتصادي الجزائري الإفريقي، جامعة أدرار، الجزائر.
  14. ريغي هشام، (2016)، تداعيات الأزمة النفطية على الجزائر وأهمية الاستثمارات الأجنبية المباشرة في ترقية الصادرات الصناعية التحويلية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد الخامس، جامعة أم البواقي، الجزائر..
  15. زايري بلقاسم، (2008)، إدارة احتياطي الصرف وتمويل التنمية في الجزائر، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد، مركز دراسات الوحدة العربية، القاهرة، مصر.
  16. مُنصف شرفي وفارس قطر، (2012)، الأزمة الآسيوية: الجذور، الآليات والدروس المستفادة، مجلة رؤى اقتصادية، العدد الثاني، جامعة الوادي، الجزائر.
  17. بوحنيك هدى، (2010)، دور بنك الجزائر في تسيير العمليات المالية المرتبطة بالخارج، مجلة الباحث، العدد 08، جامعة ورقلة، الجزائر
- رابعاً: المؤتمرات
18. أحمد طرطار وصورية مساني، (2013)، دور الجباية البترولية في تمويل برامج الاستثمارات العمومية للفترة الممتدة ما بين (2000-2014) بين تحديات الواقع وهران المستقبل، مُداخلة ضمن المؤتمر الدولي حول: تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والنمو الاقتصادي خلال الفترة 2000-2014، جامعة سطيف، الجزائر.

19. دربال عبد القادر، (2008)، إدارة المداخل النفطية وصناديق الثروة السيادية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي: التنمية المستدامة والكفاءة الإستخدامية للموارد المتاحة، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر.

**Jacobo De León, (2001), « La gestion des réserves de change de la Banque du Canada», Revue De La Banque Du Canada, Hiver .**

**Olorunfemi Sola and Adebayo A. Fatukasi,(2011), An Appraisal of Foreign Exchange Resources Generation and Management, Journal of Social Sciences 7 (4).**

**Tsvetan Manchev,(2009) ,International Foreign Exchange Reserves, Bulgarian National Bank.**

**Kenneth.G.jone.p.(2001), Les systèmes d'information de gestion, organisation de réseaux et Stratégique, 6ème édition, paris, France.**

**Ben Bassant and Gotlich ,(1991),On the Effet of Opportunity Cost on International Reserves Holding, Review of Economics and Statistics, USA.**

**enman, J and Marion, N, (2003) , The high demand for international reseves in Fare East: What is going on?, Journal of the Japanese and International Economies, VOL 17.**

**Laura Alfaro and Fabio Kanczuk,(2013), Carry Trade, Reserve Accumulation, and Exchange- Rate Regimes, Working Paper 13-074, Havard Business School, Boston , USA .**

**Wan Leong Fee, (2006), International Reserve Accumulation in East Asia, International Review of Business Research Papers, Vol. 2. No. 2.**

**Marc-André Gosselin and Nicolas Parent,(2005), An Empirical Analysis of Foreign Exchange Reserves in Emerging Asia, working paper n°38, Bank Of Canada.**

**Saade Chami and other, (2007), Jordan's International Reserve Position: Justifiably Strong, IMF Working Paper, International Monetary Fund,USA.**



Aizenman J, Marion N,(2004), **International Reserves Holding with Sovereign risk and costly tax collection**, Economic Journal , Vol 114.

Calvo G, (2006), **Monetary Policy challenges in Emerging Markets: sudden stop**, Liability dollarization, and lender of last resort, NBER Working Paper N° 12788.

**Aizenman J, Lee J W**,(2008), Financial versus Monetary mercantilism-Long Run View of Large International reserves Hoarding,World Economy N°31

**Aizenman J, Lee J W**,(2007), International reserves: precautionary versus mercantilist vews, theory and evidence, Open Economies Review, 18(2).

**Aizenman J, Jinjark Y**,(2010), Park D, International Reserves ans Swap Lines: Substitutes or Complements?; NBER Working Paper, N°15804.