

## طرق تكوين وإدارة الاحتياطيات الأجنبية تجارب بعض الدول العربية والأجنبية

إعداد  
د. أحمد شفيق الشاذلي

صندوق النقد العربي  
أبوظبي - الإمارات العربية المتحدة



2014





## صندوق النقد العربي

طرق تكوين وإدارة الاحتياطيات الأجنبية

تجارب بعض الدول العربية والأجنبية

إعداد

د. أحمد شفيق الشاذلي

2014





## المحتويات

### الصفحة

1.....	مقدمة:
2 .....	أولاً : ماهية الاحتياطيات بالعملات الأجنبية والمفاهيم المرتبطة بها.....
8.....	ثانياً : أسباب وأهمية تكوين الاحتياطيات بالعملات الأجنبية.....
11.....	ثالثاً : طرق تكوين الاحتياطيات بالعملات الأجنبية و الأثار المترتبة عليها.....
13.....	رابعاً : تحديد الحجم الأمثل للاحتياطيات بالعملات الأجنبية.....
19.....	خامساً : إدارة الاحتياطيات بالعملات الأجنبية (المفاهيم والأطر).....
26.....	سادساً : تجارب بعض الدول في إدارة الاحتياطيات بالعملات الأجنبية.....
27.....	- تجربة مصر.....
29.....	- تجربة بوتسوانا.....
33.....	- تجربة الأردن.....
35.....	- تجربة الهند.....
38.....	- تجربة كندا.....
40.....	- تجربة البرازيل.....
45.....	سابعاً : الخلاصة والتوصيات.....
51.....	المراجع.....



## المقدمة

تتمثل الاحتياطيات الأجنبية لدولة ما في تلك الأصول الخارجية التي تكون متاحة، وتحت تصرف، السلطات النقدية لاستخدامها في التمويل المباشر لاختلالات المدفوعات، والتنظيم غير المباشر لكميات هذه الاختلالات من خلال التدخل في أسواق الصرف للحفاظ على استقرار سعر العملة المحلية، أو لأغراض أخرى. وتصنف الاحتياطيات الأجنبية بالنسبة للعديد من الدول، وخاصة الناشئة منها، ضمن تصنيفين رئيسيين، الأول يُعتبر الاحتياطيات أصل من الأصول التي تحتفظ بها الدولة خارج حدودها لاستخدامها كصمام أمان يحول دون، أو يحد من، الآثار الاقتصادية السلبية التي تقترن عادة بالأزمات الاقتصادية الخارجية، وترتبط تداعياتها ارتباطاً مباشراً بوضع ميزان المدفوعات. ويركز التصنيف الثاني على دور الاحتياطيات الدولية في دعم ومساندة السياسات الاقتصادية المختلفة التي تنتهجها الدول لتحقيق أهداف اقتصادية يتم تحديدها في إطار برامج أداء، وخاصة السياسة النقدية وسياسة سعر الصرف، حيث ينعكس النجاح في إدارة الاحتياطيات في صورة زيادة الثقة في السياسات الاقتصادية المطبقة وفي مقدمتها السياسة النقدية .

ويتم تحديد حجم الاحتياطيات وفق التصنيف الذي تعتمد عليه الدولة في هذا الشأن. وبناءً على حجم وطبيعة الاحتياطيات الدولية بالإضافة للظروف الاقتصادية الداخلية والخارجية لتلك الدول يتم وضع استراتيجية لإدارة تلك الاحتياطيات، للحفاظ على قيمتها في حدود المستوى المستهدف، من خلال استثمارها خارج حدود الدولة ، مع مراعاة عدم الإخلال بمبدأي الأمان والسيولة. وفي حقيقة الأمر فإن أي من التصنيفين، المنوه عنهما أعلاه، لا يتعارض مع الآخر، فكون الاحتياطيات أصل يمكن استخدامه وقت الحاجة إليه لا يمنع استخدامه كأداة لتنفيذ السياسات الاقتصادية. ونظراً للأهمية التي تكتسبها الاحتياطيات، ولتعدد استخداماتها، فإن التعامل مع هذه الاحتياطيات لابد وأن يلقى أكبر قدر من الاهتمام والحرص، ويجب أن تدار تلك الأصول (وفق التصنيف الأول) بشكل احترافي، ووفق قواعد محددة تختلف عن

قواعد الإدارة الاعتيادية للأصول المالية، والتي يتم العمل بها في المؤسسات المالية باختلاف أشكالها.

وتعد عملية إدارة الاحتياطات الأجنبية من الأمور التي تتسم بالتعقيد، حيث يجب أولاً تحديد الهدف من وراء إدارة هذه الأموال، والذي غالباً ما يختلف عن أهداف إدارة الأموال المتعارف عليها، والتي يستصدرها هدف تعظيم الربح. أما في حالة إدارة الاحتياطات الدولية، فإن ترتيب الأهداف المرجوة من تلك العملية يختلف، حيث يأتي هدف السيولة في مقدمتها يليه هدف تحقيق أكبر قدر من الأمان ثم يأتي هدف تعظيم الربحية في المرتبة التالية. وعادة ما يتمتع القائمون على إدارة الأموال بقدر من الحرية في التصرف بموجب تفويض من مالكيها، إلا أنه في حالة الاحتياطات الأجنبية للدول، فإن التصرف فيها تحكمه مجموعة من القواعد الصارمة وتخضع لحزمة من المبادئ والمحددات التي تحد من حرية القائمين على إدارتها في التصرف ويكون التفويض في حدود ضيقة .

وتتناول هذه الورقة في جزئها الأول تعريف بماهية الاحتياطات الأجنبية ومفاهيمها المختلفة، والأسباب التي تدعو الدول لتكوينها، والطرق المتبعة في هذا الشأن والآثار المترتبة عليها. ثم يتناول الجزء الثاني مفاهيم وأطر إدارة الاحتياطات من العملة الأجنبية، والمبادئ الحاكمة لإعداد وتنفيذ استراتيجيات إدارة الاحتياطات. ويستعرض الجزء الثالث من الدراسة تجارب بعض الدول العربية، وكذلك بعض الدول بالمناطق الاقتصادية المختلفة، في إدارة احتياطياتها بالعملة الأجنبية. وتختتم الورقة بالخلاصة والتوصيات.

## أولاً : ماهية الاحتياطات بالعملة الأجنبية والمفاهيم المرتبطة بها

من التعريفات الشائعة للاحتياطات الأجنبية، أنها عبارة عن الأصول المقومة بعملة أجنبية، والتي تسيطر عليها السلطات النقدية، والمتاحة تحت تصرفها لأغراض التمويل

المباشر لمواجهة الاختلالات التي قد تحدث بمصادر تمويل المدفوعات الخارجية، فضلاً عن إمكانية اللجوء لتلك الاحتياطيات للقيام بالتنظيم غير المباشر لهذه الاختلالات من خلال التدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف العملة الوطنية، وغير ذلك من الأغراض. ويأتي ضمن الاحتياطيات الأجنبية، الأصول الاحتياطية، وهي أصول مالية بالعملة الأجنبية تتضمن، طبقاً لتصنيف العديد من الدول، الذهب النقدي وحقوق السحب الخاصة ووضع الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي، والنقد الأجنبي، واستحقاقات أخرى.

وانطلاقاً من التعريف الأساسي للاحتياطيات الأجنبية، ولكونها مجموعة من الأصول المقومة بالعملة الأجنبية والتي يمكن للدولة ممثلة في السلطات النقدية اللجوء إليها حال حدوث عجز طارئ مؤقت في ميزان المدفوعات، فإنه يتم استخدام هذه الاحتياطيات لتغطيه هذا العجز بدون اللجوء لانتهاج سياسات اقتصادية غير مرغوب فيها كتخفيض قيمة العملة أو فرض قيود على الواردات، وهو ما قد ينتج عنه آثار انكماشية، أو الاقتراض من العالم الخارجي، وتحمل تكلفة القروض وأعبائها.

وقد تعكس التغيرات التي قد تحدث في حيازة الدول للاحتياطيات الأجنبية وجود اختلالات في المدفوعات، وأن هذه التغيرات هي نتيجة جهود السلطات لمواجهة مثل هذه الاختلالات، أو نتيجة تدخل السلطات في سوق الصرف للتأثير على سعر الصرف، أو غير ذلك من السياسات أو التأثيرات أو جميعها. وتتأثر درجة حساسية الدولة للتقلبات الخارجية بحجم الاحتياطيات الأجنبية لديها، وكذلك بحجم الديون الخارجية، من خلال كونها مؤشراً لقدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها الخارجية. لذا ستعنى هذه الدراسة، في جانب منها، بالأصول والخصوم الخارجية مع التركيز على التزامات الدين. ووفقاً لما ورد في تعريف صندوق النقد الدولي، ضمن دليل ميزان المدفوعات الطبعة الخامسة الصادرة في 1993، تتكون الاحتياطيات الأجنبية من الأموال التي تملكها السلطة النقدية والتي تتمثل في أربعة عناصر أساسية تشكل ما يسمى أحياناً بالاحتياطي الدولي وهي:

1. الحيابة الرسمية من العملات الأجنبية، والتي تكون رهن تصرف البنك المركزي.
2. الذهب المحتفظ به في خزائن البنك المركزي.
3. حقوق السحب الخاصة التي تملكها الدولة لدى صندوق النقد الدولي.
4. صافي موقف الدولة لدى صندوق النقد الدولي، والمؤسسات الدولية المشابهة كصندوق النقد العربي بالنسبة للدول العربية.

حسب هذا التعريف، لابد وأن تكون هذه العناصر الأربعة تحت تصرف السلطة النقدية ويمكن اللجوء إليها عند الطلب وبالسرية المناسبة. وبهذا المعنى، يمكننا أن نخلص إلى أن الاحتياطي الأجنبي هو بحكم التعريف وبحكم التكوين، مملوك للسلطة النقدية والتي تتمثل في غالبية الأحوال في البنك المركزي.

وأخذاً في الاعتبار مقتضيات هذا التعريف، فإنه يتعين أن تكون الأصول الاحتياطية أصولاً سائلة أو أصول موقومةً بعملات أجنبية قابلة للتداول، وأن تكون تحت السيطرة الفعلية لجهاز إدارة الاحتياطيات، أو قابلة للاستخدام من جانبه وأن تكون حيازتها في صورة استحقاقات للسلطة على غير المقيمين. كما يتعين أن يكون الذهب في حيازة السلطة النقدية في صورة ذهب نقدي كشرط لاعتباره جزءاً من الاحتياطيات الرسمية بالنقد الأجنبي. وجدير بالذكر أن عقود الذهب الأجل لا تدخل ضمن الاحتياطيات حيث أنها تفتقد لشرط إمكانية استخدام قيمة الذهب، محل التعاقد، في أي وقت، فعقود شراء الذهب الأجل تتيح للمشتري التصرف فيه وقت حلول أجل استحقاقه فقط. ولا تخدم آلية بيع وشراء هذه العقود الأهداف المتعلقة بتكوين الاحتياطيات.

وانطلاقاً من طبيعة الاحتياطيات، وارتباط عملية تكوينها بالمواقف الطارئة التي يمكن أن تتعرض لها الدولة، وخاصة تلك المتعلقة بصعوبة الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل، فإن الجزء من الاحتياطيات بالعملات الأجنبية يمثل نحو 90 في المائة من مجموع الاحتياطيات

## طرق تكوين وإدارة الاحتياطيات الأجنبية تجارب بعض الدول العربية والأجنبية

في غالبية الدول، وعلى سبيل المثال فإن نسبة الذهب في الاحتياطيات في الدول العربية لا يتعدى 5 في المائة في غالبية الدول في حين تصل نسبة العملات الأجنبية إلى نحو 95 في المائة في المتوسط، وهو ما يعزى إلى حالة عدم الاستقرار بغالبية دول المنطقة، وعدم إمكانية الاعتماد على مصادر ثابتة لتمويل الواردات أو الوفاء بالالتزامات الديون. جدول (1)

الجدول رقم (1) : مكونات الاحتياطيات الأجنبية الرسمية للدول العربية (2008-2013)															
2013		2012				2011				متوسط الفترة (2008 - 2010)					
مجموع	مكونات الأجنبية	حقوق المسحب الخاصة بمرکز الإحتياطی والى صندوق النقد الدولي	الذهب	مجموع	مكونات الأجنبية	حقوق المسحب الخاصة بمرکز الإحتياطی والى صندوق النقد الدولي	الذهب	مجموع	مكونات الأجنبية	حقوق المسحب الخاصة بمرکز الإحتياطی والى صندوق النقد الدولي	الذهب	مجموع	مكونات الأجنبية	حقوق المسحب الخاصة بمرکز الإحتياطی والى صندوق النقد الدولي	
1,391,648	1,341,900	31,197	18,551	1,278,449	1,222,672	31,872	23,984	1,102,372	1,049,844	31,608	20,919	959,103	922,847	20,977	15,279
13,824	13,010	214	600	8,829	7,869	221	740	12,106	11,242	226	638	10,903	10,288	153	462
68,203	66,951	1,252	0	47,035	45,826	1,209	0	37,269	36,091	1,179	0	30,195	29,459	736	0
5,354	5,038	309	7	5,211	4,898	307	7	4,551	4,239	306	7	4,291	4,038	247	7
7,449	6,832	456	161	8,363	7,899	461	3	7,451	6,996	452	3	9,794	9,487	304	3
195,014	192,357	2,356	301	191,597	189,010	2,287	300	183,122	180,574	2,248	300	151,935	150,297	1,336	303
425	411	14	-	249	234	14	-	244	229	16	-	232	208	14	-
725,725	710,485	14,807	433	656,879	640,975	15,489	415	541,092	525,521	15,156	415	423,636	422,991	9,230	415
1,931	1,700	231	-	2,093	1,856	238	-	1,222	1,129	193	-	1,176	1,046	130	-
435	-	435	-	430	-	430	-	429	-	429	-	18,029	17,667	308	54
77,743	74,296	1,816	1,631	70,328	66,746	1,987	1,594	61,035	58,738	2,000	297	48,353	46,631	1,510	212
15,951	15,552	398	1	14,402	14,014	386	2	14,367	13,983	382	2	12,271	12,023	247	1
42,203	41,022	580	601	33,189	31,957	564	668	16,825	15,641	557	626	19,997	19,178	369	450
174	150	23	1	195	176	18	1	156	139	16	1	137	127	9	1
32,290	29,180	2,998	113	28,988	25,964	2,911	113	25,972	22,921	2,937	114	19,664	17,614	1,937	113
47,852	36,399	350	11,104	52,498	36,837	349	15,312	48,141	33,392	349	14,401	37,322	26,697	257	10,368
115,355	112,243	2,954	158	118,571	115,473	2,941	158	104,954	101,872	2,925	158	97,083	94,406	2,482	194
16,118	12,243	1,265	2,510	14,930	10,368	1,260	3,303	17,659	13,658	1,258	2,743	34,524	31,802	891	1,831
19,256	17,918	486	852	17,534	15,812	543	1,179	20,642	18,802	724	1,116	23,297	21,887	616	793
998	982	2	14	969	946	3	19	903	484	2	18	240	228	0	13
5,349	5,033	251	65	6,157	5,814	253	90	4,531	4,195	254	82	7,833	6,774	201	59

مصدر: تحليل قنصل القوي الاقتصادي العربي الممارس 2013، 2014، 2015، IMF, JBS

### بعض المفاهيم المرتبطة بالاحتياطيات الأجنبية

- صافي الأصول الأجنبية، ويشمل إجمالي الأصول بالعملة الأجنبية مخصوماً منه الالتزامات قصيرة الأجل بالعملة الأجنبية، أي يمثل رصيد معاملات المقيمين داخل الدولة مع غير المقيمين، ويعد صافي الأصول الأجنبية أكثر مكونات الاحتياطيات سيولة وغالباً ما تكون تحت تصرف السلطة النقدية بالدولة، والمثلة في البنك المركزي.

• **الأصول الاحتياطية**، تتكون الأصول الاحتياطية الرسمية عادة من أصول سائلة أو قابلة للتداول ومحركة بالعملة الأجنبية، وتخضع لسيطرة الجهة المناط بها إدارة الاحتياطات وتكون متاحة لتصرفها بصفة دائمة. وعلاوة على ذلك فإن هذه الأصول لا بد من الاحتفاظ بها في صورة استحقاقات للسلطات النقدية على غير المقيمين محررة بالعملة الأجنبية وقابلة للتحويل والاستخدام بحرية في تسوية المعاملات الدولية . وتتضمن الأصول الاحتياطية، صافي المعاملات في الأصول المخصصة لغرض الوفاء باحتياجات ميزان المدفوعات وكذلك الوفاء باحتياجات أخرى في بعض الأحيان. وتشمل الأصول الاحتياطية الذهب النقدي وحقوق السحب الخاصة ووضع الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي والأصول من النقد الأجنبي (عملات وودائع وأوراق مالية)، وأصول أخرى.

وتستبعد الطبعة الخامسة للدليل المعد بواسطة صندوق النقد الدولي، لإعداد بيانات الاحتياطات الدولية، تغيرات التقييم في الأصول الاحتياطية والقيود المقابلة لتلك التغيرات، وذلك على خلاف ما جاء في الطبعة الرابعة من هذا الدليل. كما تستبعد أيضاً تخصيص وإلغاء حقوق السحب الخاصة ولا تعترف بالصفة النقدية للذهب والقيود الخاصة بالتغيرات في قيمة احتياطات الذهب نتيجة إعادة التقييم. كما تشمل الاحتياطات الأصول الأجنبية الرسمية لدى القطاع العام التي تكون متاحة للسلطة النقدية بصفة دائمة وخاضعة لسيطرتها، كذلك قد يتسع نطاق ليشمل أنشطة إدارة الاحتياطات إدارة الخصوم وغيرها من المراكز المكشوفة بالعملة الأجنبية واستخدام الأدوات المالية كالمشتقات.

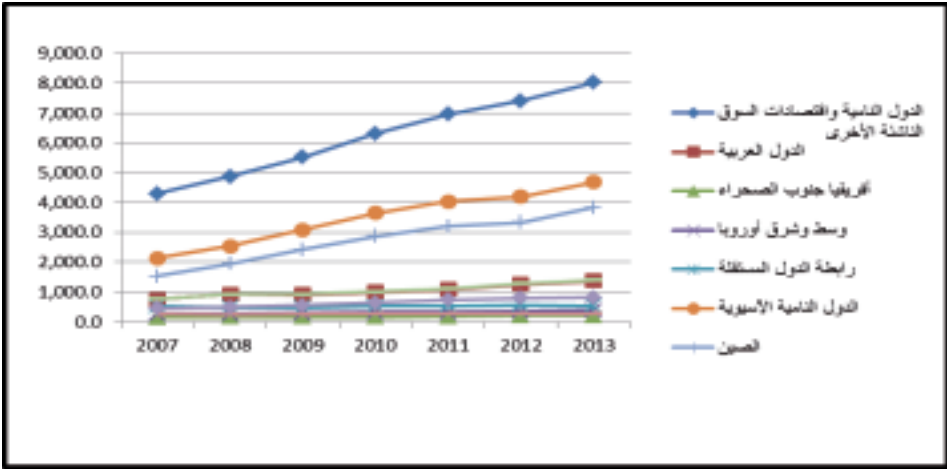
وقد بينت الأزمات التي وقعت خلال السنوات القليلة الماضية أهمية الأخذ في الاعتبار الأعباء المستحقة في المستقبل القريب عند احتساب الاحتياطات. وتطرح فكرة خصم تلك الأعباء من قيمة الاحتياطات الأساسية مسائل تتعلق بالإطار الزمني. فكما يجب أن يقتصر الرقم الأساسي للأصول، والمستخدم في مؤشرات الاحتياطي، على الأصول



## طرق تكوين وإدارة الاحتياطيات الأجنبية. تجارب بعض الدول العربية والأجنبية

السائلة، والأصول الحاضرة تحت تصرف السلطة النقدية، كذلك لا يجب أن يستبعد من الرقم الأساسي للاحتياطيات الأعباء التي قد تستجد بصفة فورية أو طارئة. ويوضح الشكل (1)، والجدول (2) اتجاه الدول بوجه عام سواء النامية أو المتقدمة إلى زيادة حجم احتياطياتها الأجنبية بعد الأزمات، وهو ما يفسر عدم وجود احتياطيات كافية لمواجهة تداعيات الأزمات وضرورة إعادة النظر في مدى كفاية الاحتياطيات لمواجهة هذه التداعيات. ومن الجدير بالذكر أن غالبية الأزمات تأتي بعد مرحلة من النمو والانتعاش الاقتصادي الملحوظ، وعدم اكتراث الدول بمراجعة حجم الاحتياطيات ومدى كفايتها لمواجهة تداعيات الأزمات.

شكل (1) الاحتياطيات الأجنبية للدول النامية والاقتصادات الناشئة (2007-2013)



المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2013، صندوق النقد العربي، نقلاً عن صندوق النقد الدولي

## طرق تكوين وإدارة الاحتياطيات الأجنبية تجارب بعض الدول العربية والأجنبية

جدول (2) : الاحتياطيات الأجنبية للدول النامية واقتصادات السوق الناشئة الأخرى \* (2007-2013)

(مليار دولار أمريكي)

2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	
8,018.3	7,405.6	6,951.6	6,304.6	5,517.6	4,875.6	4,288.2	الدول النامية واقتصادات السوق الناشئة الأخرى
1,372.5	1,254.7	1,082.1	999.8	917.7	923.2	754.7	الدول العربية
204.5	202.1	179.7	161.0	161.1	157.4	146.1	أفريقيا جنوب الصحراء
376.3	356.0	325.9	317.2	295.8	258.3	260.7	وسط وشرق أوروبا
539.5	559.8	536.3	521.4	481.8	476.5	529.0	رابطة الدول المستقلة
4,682.9	4,191.1	4,040.3	3,641.8	3,087.0	2,543.9	2,129.6	الدول النامية الآسيوية
3,841.4	3,332.9	3,204.6	2,867.9	2,417.9	1,950.3	1,531.4	الصين
277.5	271.6	272.2	276.2	266.2	248.0	267.6	الهند
1,399.2	1,280.5	1,108.0	1,009.0	926.9	930.4	761.9	الشرق الأوسط وشمال أفريقيا
804.2	799.6	741.4	635.5	550.0	499.4	446.7	أمريكا اللاتينية والكاريبي

\* بدون الذهب

المصدر: صندوق النقد الدولي، IFS CD October 2014

### ثانياً: أسباب تكوين الاحتياطيات الأجنبية

يُمنح وجود احتياطيات ملائمة من العملة الأجنبية الثقة في قدرة السلطات على سداد التزاماتها الخارجية في حينها. ويرتبط الاحتفاظ باحتياطيات رسمية من النقد الأجنبي برغبة الدول في تحقيق مجموعة متنوعة من الأهداف من بينها دعم الثقة في سياسات إدارة النقد وسعر الصرف، أي القدرة على التدخل لدعم قيمة العملة المحلية، وذلك من خلال الحفاظ على السيولة وإتاحة الوقت الكافي لامتصاص الصدمات، ومواجهة الكوارث أو الطوارئ القومية، وذلك في المواقف التي تصبح فيها القدرة على النفاذ إلى أسواق القروض محدودة أو مرتفعة الكلفة.

وتختلف الأسباب وراء تكوين الاحتياطيات الدولية من دولة لأخرى، فبالإضافة إلى تأثير الاحتياطيات في الحكم على مدى حساسية الدولة للتقلبات والأزمات الاقتصادية الخارجية فإن

هذه العلاقة علاقة تبادلية، بمعنى أن وضع الدولة الخارجي والظروف الاقتصادية تؤثر أيضاً في حجم وطبيعة الاحتياطيات من العملة الأجنبية. فقد يكون تكوين الاحتياطيات في بعض الدول لمواجهة عدم استقرار ودائمة مصادر الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل. وفي هذه الحالة، يتم تحديد مستوى وحجم الاحتياطيات وفق هذه الالتزامات. ومثال ذلك فإن بعض الدول التي تعتمد على مصادر موسمية للدخل من العملات الأجنبية كالموارد السياحية، أو الزراعية التي تعتمد على الأمطار، قد يكون السبب الرئيسي في تكوين الاحتياطيات هو لمواجهة الالتزامات التي يتم تمويل الوفاء بها من تلك المصادر.

وقد يتم تكوين الاحتياطيات الأجنبية لاستخدامها كغطاء للعملة المحلية المصدرة. وقد كان هذا التوجه سارياً أثناء العمل بقاعدة الذهب، واستمر العمل بهذا المفهوم بعد الحرب العالمية الثانية، وحتى انهيار نظام "بروتون وودز" والذي كان يقضي بتحديد قوة العملة المحلية بقدر ما تملكه الدولة من ذهب يغطي تلك الإصدارات. ومع أن دور الذهب كغطاء للعملة المحلية المصدرة لم يتلاشى نهائياً، إلا أن الجزء الذهبي من الاحتياطيات التي تستخدم أو تُكوّن لهذا الغرض أصبح ذو أهمية نسبية ضئيلة جداً. حيث لم يعد وجود رصيد ذهبي لدى الدولة مصدراً من مصادر زيادة الثقة في العملة المحلية لها، واتساع نطاق قبولها على المستوى العالمي. ومثال ذلك تعد نيجيريا من أكبر منتجي الذهب في العالم، ومع ذلك فإن عملتها المحلية لا تلقى قبولاً كعملة دولية.

أما بالنسبة لاستخدام الاحتياطيات الدولية كأداة لتنفيذ السياسة النقدية والتحكم في توجهات أسعار صرف العملة المحلية، فإنه يتم بصفة أساسية في الدول التي تتبع سياسة تثبيت سعر الصرف ويتم استخدام الاحتياطيات الدولية سواء بالبيع أو الشراء للعملة الأجنبية في سوق الصرف للحفاظ عليه عند المستوى المستهدف. ويكون استخدام الاحتياطيات الأجنبية في تنفيذ السياسة النقدية من خلال التدخل في أسواق الصرف للحفاظ على هامش مستهدف بين أسعار الفائدة على العملة المحلية وأسعار الفائدة على العملات الأجنبية. بشرط أن يكون السوق أو الاقتصاد قد حقق مستوى معين من الانفتاح على الأسواق الدولية. وبالنسبة

للأسواق الناشئة والتي تتسم، بعدم وجود مساحة كبيرة من الانفتاح على الأسواق المالية الخارجية، فقد لا يكون لاستخدام الاحتياطيات تأثيراً كبيراً على مستويات الفائدة المحلية.

وفي هذا الخصوص، لا يقتصر استخدام الاحتياطيات الدولية في التدخل بأسواق الصرف الأجنبي للحفاظ على سياسة تثبيت سعر الصرف، وإنما قد يتوجب على السلطات النقدية التدخل كمتعامل في سوق الصرف الأجنبي لمواجهة التحركات غير الاعتيادية والطارئة التي قد تنتج عن أزمات اقتصادية خارجية أو مضاربات مفتعلة لتحقيق أهداف لصالح مجموعة من المتعاملين في السوق، وبما لا يتعارض مع السياسة المعلنة بتعويم سعر الصرف للحيلولة دون انتقال الآثار المترتبة على التحركات غير المتوقعة وغير المبررة لسعر الصرف إلى الاقتصاد من خلال التأثير على تنافسية صادراته أو على التضخم، وبما يؤدي إلى عرقلة تنفيذ السياسة النقدية أو عدم تحقيق الأهداف المرجوة منها. وقد يتبع هذا الإجراء حتى في الدول التي تطبق سعر الصرف المَعوم أو المَعوم المُدار. وفي هذا الإطار، تعتبر الاحتياطيات الأجنبية من أهم الأدوات التي يمكن استخدامها في تنظيم سوق الصرف الأجنبي وخاصة في الدول التي حققت درجة عالية من الانفتاح الاقتصادي واكتسبت ثقة من جانب المستثمرين، وفق هذه الدرجة من الانفتاح، ويصعب عليها اتخاذ أية إجراءات أو سن قوانين تحد من تحركات رؤوس الأموال وقت الأزمات.

وفي ضوء الاختلاف في أسباب تكوين الاحتياطيات، فإنه لا يمكن الاتفاق على مستوى محدد يمكن اعتباره مستوى أمثل للاحتياطيات، كما لا يمكن الاتفاق على ما إذا كان مستوى الاحتياطيات يجب أن يمثل نسبة محددة من الناتج المحلي الإجمالي أو ما يكفي لتغطية قيمة الواردات استناداً لعدد محدد من الأشهر. ولتحديد المستوى الأمثل للاحتياطيات لدولة ما، فلا بد أولاً من تحديد الأسباب التي دعت هذه الدولة لتكوين الاحتياطيات. وعموماً، فإنه لا يوجد مستوى أمثل للاحتياطيات لمجموعة من الدول في إقليم ما أو على مستوى العالم، وإنما يوجد مستوى أمثل للاحتياطيات لكل دولة على حده، وخلال حقبة معينة من الزمن.

### ثالثاً : طرق تكوين الاحتياطيات بالعملات الأجنبية والآثار المترتبة عليها

هناك ثلاثة طرق، متعارف عليها، لتكوين الاحتياطيات لكل منها أثره المختلف على السوق المالية المحلية وسوق الصرف، وتتمثل هذه الطرق فيما يلي:

(1) شراء عملات أجنبية مقابل عملات محلية من خلال FX Swap Markets. ويؤثر هذا الإجراء وقتياً على سوق الصرف، على الرغم من أنه ينطوي على عملية بيع للعملة المحلية مقابل حيازة عملة أجنبية، إلا أن هناك في المقابل تعامل سوف يتم في المستقبل، يتمثل في استرداد جزء من العملة الأجنبية بدفع مقابل الصادرات بالعملية المحلية للمصدرين، والحفاظ على حصيلة الصادرات لدى المراسلين الأجانب، أو تكوين مراكز بالعملية الأجنبية لديهم تدخل ضمن الاحتياطيات. كما يمكن تخفيف الضغوط على سعر صرف العملة المحلية من خلال استخدام جزء من ما تمت حيازته من العملة الأجنبية لتمويل الواردات. وفي ضوء ذلك فإن المحصلة النهائية لهذا الإجراء هو أن المستوى العام لسعر الصرف، على المدى المتوسط، قد لا يشهد تأثيراً جوهرياً. وتلجأ الدول إلى هذا المصدر في تكوين الاحتياطيات عندما تنسم مصادر العملة الأجنبية لديها بالموسمية وعدم الانتظام، كما هو الحال في الدول التي يمثل قطاع السياحة فيها رافداً أساسياً للموارد من العملة الأجنبية كما في مصر، أو قطاع الزراعة المعتمدة على الأمطار كما في المغرب.

(2) الشراء المباشر للعملة الأجنبية مقابل العملة المحلية، وهو ما قد يؤثر على سعر الصرف، ومعدل التضخم بالتبعية، في حالة الدول التي يسجل الميزان التجاري بها عجزاً مزمناً، وخاصة إذا ما تبع هذا الإجراء زيادة في المعروض النقدي من العملة المحلية، ولم يتم اتخاذ الإجراءات المقابلة لامتناس السيولة الزائدة نتيجة التخلي عن العملة المحلية في الأسواق بهدف حيازة العملة الأجنبية. وفي هذه الحالة، قد يكون من الضروري أن تقوم البنوك المركزية بامتصاص السيولة الزائدة من خلال قبول ودائع

من البنوك المسجلة لديها بفائدة، على أن يراعى عدم التأثير سلباً على حجم الائتمان المتاح للقطاع الخاص وذلك من خلال قبول هذه الودائع بأسعار فائدة متدنية.

(3) الاقتراض من الخارج سواء بإصدار سندات بالعملة الأجنبية أو الحصول على قروض مباشرة من أسواق المال الدولية. وهذا الإجراء في حد ذاته ليس له أثر آني مباشر على سعر صرف العملة المحلية، وإن كان يتوقع ، على المدى البعيد، أن يؤثر هذا الإجراء في تنفيذ السياسات الاقتصادية، وذلك بحكم زيادة أعباء خدمة الدين. وعليه، فمن الضروري التخطيط المسبق للوفاء بها من خلال موارد حقيقية بالعملة الأجنبية حتى لا يؤثر ذلك على سوق الصرف الأجنبي بالدولة المعنية.

وفي ضوء استعراض الطرق الثلاث لتكوين الاحتياطات الدولية، يتبين أن تكلفة تكوينها قد تلعب دوراً جوهرياً في تحديد التوجهات بشأن اختيار إحدى هذه الطرق، أو المزج بينهم لتكوين الاحتياطات الأجنبية، حسب ظروف كل دولة. فإذا ما تم التعامل مع الاحتياطات كاستثمارات محفظة بدون أية التزامات فإن العائد الذي تحصل عليه الدولة من استثمار الاحتياطات يعد ربح صافي تحصل عليه الحكومة. أما إذا ما تم الأخذ في الاعتبار تكلفة تكوين الاحتياطات ومقارنتها بالعائد على استثمارها والذي غالباً ما يكون منخفضاً نسبياً فإن المحصلة النهائية سوف تكون في أغلب الأحيان خسارة. وعموماً، يعتمد اختيار إحدى الطرق الثلاثة في تكوين الاحتياطات أو تمويل تكوين الاحتياطات على عدة عوامل منها :

- درجة عمق سوق الصرف الأجنبي، وكذا مدى مقاربة سعر الصرف للسعر الحقيقي الفعال.  
- تكلفة الحصول على الأموال اللازمة لتمويل تكوين الاحتياطات، والقدرة على تحمل تلك التكلفة.

- قدرة الحكومة على الاقتراض من الخارج.

ومن الجدير بالذكر، أن اختيار إحدى الطرق لتمويل تكوين الاحتياطيات ليس جامداً حيث تستطيع الدول الانتقال من استخدام إحدى الطرق في وقت ما إلى استخدام طريقة أو طرق أخرى في أوقات أخرى. وهو ما يعتمد أساساً على التكلفة النسبية لكل طريقة، بالإضافة إلى القدرة على النفاذ لأسواق المال الدولية، وعلاقة تلك الإجراءات وانعكاسها على السياسات الأخرى المطبقة بالبلد المعنى بتكوين الاحتياطيات.

#### رابعاً: تحديد الحجم الأمثل للاحتياطيات بالعملات الأجنبية

كما تم الإشارة في مقدمة الورقة، فإن الحجم الأمثل للاحتياطيات الدولية يتوقف بصورة أساسية على الأهداف المرجوة من تكوينها، وهذه الأهداف تختلف من دولة إلى أخرى، بل أيضاً تختلف بالنسبة للدولة الواحدة من فترة إلى فترة أخرى. وقد يشير مستوى الاحتياطيات الأجنبية، بدولة ما، إلى توقعاتها بحدوث الأزمات ومدى خطورتها على الاقتصاد. وفي هذا الإطار، حددت المبادي التوجيهية لإدارة الاحتياطيات الدولية الصادرة عن صندوق النقد الدولي في 2001 مجموعة من المؤشرات الاقتصادية العامة، يمكن الاسترشاد بها للدلالة على مدى ملائمة أو أمثلية حجم الاحتياطيات الأجنبية التي تحتفظ بها الدولة، وهي على حسب ترتيب الأهمية النسبية لها تتمثل في:

- أ- نسبة تغطية الاحتياطيات للواردات.
- ب- نسبة تغطية الاحتياطيات للمعروض النقدي.
- ج- نسبة تغطية الاحتياطيات للدين الخارجي.

فيما يتعلق بنسبة تغطية الاحتياطيات للواردات، فيُعَدُّ بها كمؤشر لمناسبة حجم الاحتياطيات لتحقيق الهدف الرئيسي من تكوينها، وهو استخدام تلك الأموال في مواجهة الصدمات الخارجية، والوفاء بالالتزامات الطارئة المترتبة عليها، والتي قد تتمثل في عدم القدرة على تمويل المدفوعات عن الواردات نتيجة ارتفاع الأسعار العالمية عما هو متوقع، أو تراجع في

المدخيل من القطاعات التصديرية، سلعية أو خدمية، والتي تمول تلك المدفوعات. وتقاس نسبة الاحتياطات إلى الواردات من خلال عدد شهور الواردات السلعية والخدمية التي يغطيها صافي الاحتياطات الأجنبية. ويتوقف عدد شهور الواردات التي يجب أن تستهدفه الدولة عند تكوين احتياطاتها الأجنبية على درجة الانفتاح الاقتصادي للدولة، ومقدرتها على النفاذ للأسواق المالية الدولية. ويلاحظ في هذا الخصوص أن حجم الاحتياطات الواجب تكوينها، وفق هذا المؤشر، يتأثر بنظام سعر الصرف المتبع، حيث تتراجع قيمة الاحتياطات، وفق هذا المؤشر، في الدول ذات أسعار الصرف المَعَوَمة، والدول ذات العملات القابلة للتحويل، كما في الدول الصناعية المتقدمة، وترتفع قيمتها في الدول النامية والدول في مرحلة التحول.

ويؤخذ على مؤشر تغطية الاحتياطات للواردات كأحد المؤشرات للحكم على صلابة موقف الدولة وقدرتها على امتصاص الآثار السلبية للصدمة الخارجية، عدم إمكانية الحصول على بيانات دقيقة عن الواردات السلعية، حيث يتم عادة احتسابه من خلال الإحصاءات المتعلقة بالإنتاج السلعي والاستهلاك المحلي من السلع، والتي تتغير بسرعة كبيرة من آن لآخر، وبالتالي يصعب إعداد توقعات وبيانات إحصائية موثوقة، إلى حد كبير، تتعلق بالاحتياجات الحالية والمستقبلية لتمويل الواردات من تلك السلع. ولذلك تلجأ بعض الدول عند تقديرها لأشهر الواردات السلعية التي يجب أن تغطيها الاحتياطات الأجنبية إلى وضع سلة من السلع الاستراتيجية كالقمح والأرز، والسكر وغيرها من السلع الأساسية، والتي تتولى عادة مسؤولية استيرادها إما مؤسسات حكومية أو مؤسسات خاصة بعد الحصول على إذن استيراد من السلطات الحكومية.

وبالنسبة للدول العربية فإنه غالباً ما يتم الأخذ بالاعتبار عدد شهور الواردات كأساس لتكوين الاحتياطات، حيث تعتبر غالبية الدول العربية مستوردة أصيلة، وغالبية وارداتها تعتبر من السلع الأساسية كالحبوب والزيوت والمنتجات الغذائية الأخرى، وهو ما يتطلب الاعتداد



## طرق تكوين وإدارة الاحتياطيات الأجنبية. تجارب بعض الدول العربية والأجنبية

بالمصادر الاحتياطية لتغطية الواردات حال حدوث الأزمات، حيث لا يمكن الاستغناء أو تأجيل هذا النوع من الواردات الاستراتيجية. جدول (3).

جدول (3) : عدد شهور الواردات التي تغطيها الاحتياطيات الخارجية الرسمية في الدول العربية (2013-2008)						
2013	2012	2011	2010	2009	2008	
7.6	4.5	7.7	10.8	10.5	6.2	الأردن
3.4	3.1	2.5	3.1	2.9	2.2	الإمارات
4.5	4.4	4.5	5.5	4.7	3.3	البحرين
3.9	4.5	4.0	5.4	7.0	4.6	تونس
42.4	44.5	46.8	50.2	47.8	45.2	الجزائر
8.5	5.2	5.3	8.0	6.4	3.0	جيبوتي
57.0	55.6	54.1	54.8	56.5	52.3	السعودية
2.7	3.1	2.0	4.0	4.2	2.0	السودان
8.7	6.1	7.7	13.9	13.7	12.1	سورية
16.1	16.4	17.9	16.2	...	14.9	العراق
6.3	6.7	8.0	8.7	9.1	6.6	عمان
15.7	12.5	7.0	17.3	9.6	4.6	قطر
9.2	10.7	9.4	9.9	10.7	7.7	القطر
14.9	14.3	13.8	13.0	13.1	8.9	الكويت
21.7	21.9	20.9	21.9	22.0	14.9	لبنان
56.2	53.6	111.5	49.7	54.0	53.0	ليبيا
3.4	2.7	3.7	8.8	9.7	7.8	مصر
5.2	4.7	5.7	8.3	9.0	6.6	المغرب
3.9	3.7	2.4	1.7	1.8	1.2	موريتانيا
6.0	6.4	6.4	8.8	11.2	10.3	اليمن

المصدر: ملحق (9/4) من التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2013 الصادر عن صندوق النقد العربي.

ويذكر في هذا الصدد أن بعض الدول العربية كالجزائر والعراق وليبيا ولبنان تبالغ في عدد شهور الواردات التي تغطي وارداتها السلعية، وهو ما قد يهدر العائد من الفرص البديلة التي يمكن أن يتولد فيما لو تم استثمار هذه الأموال محلياً بما يسهم في تحقيق النمو المستقر والمستدام، وخلق فرص العمل المنتجة.

أما بالنسبة لتقدير الاحتياطيات كنسبة من المعروض النقدي (M2)، فإن هذا المؤشر يستخدم لتحديد الحجم الأمثل من الاحتياطيات في ظل النظم ذات سعر الصرف الثابت، وفي ظل عدم استقرار الطلب على النقود. وإن كان يؤخذ على هذا المؤشر أن نسبة الاحتياطيات إلى النقود قد تنخفض لأسباب لا تتعلق بوجود أزمات خارجية كزيادة الثقة في العملة المحلية أو لجوء

## طرق تكوين وإدارة الاحتياطيات الأجنبية. تجارب بعض الدول العربية والأجنبية

القائمين على السياسة النقدية لاستخدام سعر الفائدة في تحقيق نسبة تضخم مستهدفة، وبالتالي يتزايد الطلب على النقود. ومن ناحية أخرى لا يعكس ارتفاع تلك النسبة تحول في حيازة العملة المحلية لأسباب مقلقة، فقد يكون هذا التحول للاستثمار في أصول أجنبية على سبيل المثال. وأخذاً في الاعتبار الملاحظتين السابقتين، فإنه يمكن القول بأن الاعتماد على هذه النسبة وحدها لاعتماد الحجم الأمثل للاحتياطيات قد يكون قاصراً حيث يتبين ضعف العلاقة بين التغير في نسبة الاحتياطيات إلى المعروض النقدي والأداء الاقتصادي للدولة.

وبالنسبة للدول العربية، فإن العلاقة بين التغير في الاحتياطيات والتغير في المعروض النقدي لا يمكن الاعتماد عليها في تحديد الحجم الأمثل للاحتياطيات في غالبية الدول العربية، حيث ترتفع نسبة التغير في المعروض النقدي في الأردن على سبيل المثال مع ارتفاع الاحتياطيات في سنة ما، في حين تنخفض في سنوات أخرى. جدول (4)

جدول (4): العلاقة بين التغير في الاحتياطيات والتغير في المعروض النقدي بالدول العربية (2007-2013)														
2013		2012		2011		2010		2009		2008		2007		
M2 Δ	R Δ	M2 Δ	R Δ	M2 Δ	R Δ	M2 Δ	R Δ	M2 Δ	R Δ	M2 Δ	R Δ	M2 Δ	R Δ	
9.7%	56.6%	3.4%	27.1%	8.1%	4.5%	11.5%	12.9%	9.3%	42.6%	17.3%	11.6%	10.6%	14.2%	الأردن
22.5%	45.0%	4.4%	26.2%	5.0%	28.2%	6.2%	18.5%	9.8%	13.9%	19.2%	59.3%	41.7%	178.4%	الإمارات
8.2%	2.7%	4.1%	14.5%	3.4%	5.7%	10.5%	33.7%	5.8%	3.5%	18.4%	6.8%	40.8%	50.5%	البحرين
7.1%	10.9%	7.5%	12.2%	9.3%	22.9%	11.9%	10.3%	12.9%	18.8%	14.6%	12.6%	12.5%	17.4%	تونس
8.4%	1.8%	10.9%	4.6%	19.9%	20.5%	15.4%	8.8%	3.1%	4.0%	16.0%	29.8%	21.5%	41.6%	الجزائر
3.7%	71.0%	15.0%	1.7%	-4.5%	1.9%	-12.2%	12.2%	17.5%						جيبوتي
10.9%	10.5%	13.9%	21.4%	13.3%	25.3%	5.0%	8.5%	10.7%	7.4%	17.6%	44.8%	19.6%	35.4%	السعودية
13.3%	7.8%	40.2%	58.3%	17.9%	78.4%	25.4%	5.7%	23.5%	55.6%	16.3%	11.6%	10.3%	34.1%	السودان
...	1.0%	...	0.4%	-1.5%	...	12.7%	16.1%	9.3%	2.2%	12.5%	2.5%	12.4%	1.1%	سورية
9.0%	10.5%	8.4%	15.2%	19.5%	26.2%	32.9%	14.3%	30.1%	11.5%	29.5%	59.3%	27.9%	56.9%	العراق
8.5%	10.8%	10.7%	0.2%	12.2%	17.5%	11.3%	6.7%	4.7%	6.6%	23.1%	20.2%	37.2%	89.9%	عُمان
19.6%	27.2%	22.9%	97.3%	17.1%	47.0%	23.1%	65.9%	16.9%	90.6%	19.7%	0.9%	39.5%	80.1%	قطر
...	10.8%	...	25.0%	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	البحرين
10.0%	11.4%	6.9%	11.6%	10.2%	32.1%	1.1%	5.0%	13.4%	18.3%	15.8%	2.6%	19.1%	32.4%	الكويت
6.9%	8.9%	7.0%	9.0%	5.5%	29.0%	12.1%	13.7%	19.6%	38.5%	14.8%	37.6%	12.4%	7.1%	لبنان
7.0%	2.7%	10.2%	13.0%	25.0%	6.5%	5.0%	2.6%	11.1%	8.5%	50.8%	16.2%	42.0%	33.8%	ليبيا
18.9%	8.0%	12.3%	15.4%	6.7%	47.6%	12.4%	6.1%	9.5%	0.3%	10.5%	7.9%	19.1%	22.7%	مصر
2.8%	9.8%	4.5%	15.1%	6.4%	10.7%	4.2%	1.9%	6.9%	7.5%	13.5%	9.5%	17.4%	17.5%	المغرب
13.6%	3.0%	6.8%	92.5%	25.8%	78.5%	11.0%	21.0%	15.2%	22.1%	13.7%	6.7%	18.9%	7.1%	موريتانيا
12.5%	13.1%	21.5%	35.9%	0.1%	35.8%	9.2%	14.9%	10.6%	7.9%	13.7%	3.0%	16.8%	3.4%	اليمن

المصدر: -

\* إستانبات التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2013 ومصادر وطنية.  
\* صندوق النقد الدولي، إحصاءات ميزان المدفوعات، والإحصاءات المالية الدولية، إحصاءات اتجاه التجارة، أعداد متقرة

والعلاقة بين التغير في الاحتياطيات والتغير في المعروض النقدي ليست ثابتة في غالبية الدول العربية من ناحية الاتجاه كما أن نسبة الارتفاع في الاحتياطيات لا يقابلها نسبة محددة من الارتفاع في المعروض النقدي يمكن البناء عليها عند إعداد التوقعات الخاصة بانعكاسات

## طرق تكوين وإدارة الاحتياطيات الأجنبية. تجارب بعض الدول العربية والأجنبية

التغير في الاحتياطيات على المعروض النقدي ، وهو ما يعزز الراي السابق الإشارة إليه من أن التغير في المعروض النقدي قد يعزى في جانب كبير منه لأسباب أخرى غير التغير في الاحتياطيات. وكمثال على ذلك نجد أن الكويت قد شهدت ارتفاع في المعروض النقدي خلال عام 2007 بنحو 19.1 في المائة بالتزامن مع زيادة في الاحتياطيات خلال العام المذكور بنحو 37 في المائة، في حين أن الزيادة في الاحتياطيات خلال عام 2011 بنحو 3.0 في المائة فقط تزامنت مع زيادة في المعروض النقدي خلال العام المذكور بنحو 32 في المائة. (الشكل (2).



وفيما يتعلق بنسبة الاحتياطيات الأجنبية إلى الدين الخارجي، فإنها تعدّ من المؤشرات الاقتصادية شائعة الاستخدام للحكم على متانة المركز المالي للدولة، من خلال ما تعكسه من قدرتها على الوفاء بالتزاماتها الخارجية في المواقيت المحددة لها. وتنبع أهمية هذا المؤشر من إمكانية استخدامه كمقياس لدرجة تأثر الاقتصادات المحلية بالتطورات في أسواق رأس المال العالمية، حيث تلعب هذه النسبة دوراً هاماً في تحديد المدي الزمني المتاح للسلطات المحلية لإجراء تعديلات في سياساتها الاقتصادية أو اتخاذ الإجراءات التي تحول دون دخولها في دوامة التعثر، إذا ما وجدت صعوبة في النفاذ لأسواق المال العالمية لأسباب تتعلق بالتطورات في تلك الأسواق.

ولا يقتصر تأثير حجم ومكونات الدين الخارجي على حجم الاحتياطيات، بل يمتد أيضاً إلى مكوناتها وأسلوب إدارتها. وفي هذا الخصوص يتم التركيز على نسبة الاحتياطيات إلى الاستحقاقات قصيرة الأجل وهو ما تم الإشارة إليه في مقدمة الورقة حيث يعدّ من بين أسباب لجوء الدول إلى تكوين الاحتياطيات الأجنبية تدعيم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل بالعملة الأجنبية دون الاضطرار إلى اللجوء إلى سوق الصرف الأجنبي وممارسة ضغوط عليه، وخاصة في البلدان التي تتسم مصادر العملة الأجنبية بها بالموسمية وعدم الانتظام. وقد اقترح صندوق النقد الدولي استناداً إلى بعض الدراسات التجريبية معيار استرشادي لنسبة الاحتياطيات إلى الديون الخارجية قصيرة الأجل بأن يكون مساوياً للواحد.

وفي هذا الإطار، يجب عند الاعتداد بنسبة الاحتياطيات إلى الديون قصيرة الأجل أن تتضمن تلك الديون كل أدوات الدين المملوكة لغير المقيمين، بما في ذلك أدوات الدين المصدرة من قبل المستثمرين الأجانب المقيمين بالدولة، وكذلك قيمة ملكية الأجانب في سوق الأسهم، وخاصة في الدول الملتزمة بأحكام المادة الرابعة من اتفاقية صندوق النقد الدولي والتي تحظر وضع قيود على التحويلات. كما يجب أن تتضمن الديون قصيرة الأجل، الانتماء الممنوح للتجارة، والديون المستحقة على المقيمين بالدولة للعالم الخارجي، والودائع لدى البنوك المحلية المملوكة لغير المقيمين، والديون المصدرة من قبل الشركات المحلية المملوكة

للأجانب، والتي تندرج تحت الاستثمار الأجنبي المباشر. كما يجب أن تتضمن الديون قصيرة الأجل التزامات الجهاز المصرفي، وأدوات الدين قصيرة الأجل المصدرة منها.

#### خامساً: إدارة الاحتياطيات الأجنبية (المفاهيم والأطر)

##### . مفهوم إدارة الاحتياطيات الأجنبية

انطلاقاً من أهمية الأخذ في الاعتبار الالتزامات والتكاليف المترتبة على تكوين الاحتياطيات عند اتخاذ القرار بشأن تكوينها، يستعرض الجزء التالي كيفية إدارة الاحتياطيات أو بمعنى آخر مقابلة العائد على استثمار تلك الاحتياطيات بالالتزامات المترتبة عليها، والمرتبطة ارتباطاً وثيقاً بطريقة تكوينها. وعموماً، تنطوي إدارة الاحتياطيات الأجنبية على مجموعة من الإجراءات والسياسات تستهدف إتاحة قدر كاف من الأصول الأجنبية لتكون تحت تصرف السلطات النقدية بغرض تحقيق أهداف قومية محددة تأتي في إطار الأهداف العامة المحددة سلفاً ضمن الخطة الاقتصادية والاستراتيجية العامة للدولة. وتشمل تلك الأهداف ما يلي:

- دعم الثقة في سياسة سعر الصرف، وخاصة في الدول التي تنتهج سياسات سعر صرف معوم أو معوم مدار، وضمان قدرة السلطات النقدية على التدخل لدعم العملة الوطنية.
- الحفاظ على قدر من السيولة بالعملة الأجنبية، مع الأخذ في الاعتبار قيود السيولة والمخاطر، بما يُمكن الدولة من الحد من الآثار السلبية للصدمات الخارجية خاصة في الدول التي لا تتمتع بالقدرة على النفاذ لأسواق المال الدولية وقت الأزمات .
- بث قدر من الثقة لدى الأسواق الدولية بشأن قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها الخارجية بصورة منتظمة.

وبناءً على التعريف السابق، فقد يشمل نطاق إدارة الاحتياطيات إدارة الخصوم وغيرها من المراكز المكشوفة بالعملة الأجنبية، واستخدام المشتقات المالية. ولتمكين السلطات المعنية بإدارة الاحتياطيات من تحقيق الأهداف المرجوة من تكوينها، يجب أولاً وضع إطار مؤسسي وقانوني يحدد، تحديداً لا لبس فيه، كافة المسؤوليات والصلاحيات الممنوحة لتلك السلطات. ومن بين تلك المسؤوليات وضع استراتيجية عامة ينبثق منها مجموعة من السياسات والإجراءات التي تكفل إدارة الاحتياطيات بقدر عالٍ من التحوط ضد المخاطر، سواء مخاطر إدارة الاحتياطيات نفسها أو مخاطر عدم كفايتها عند الحاجة إليها. وعدم الملائمة هنا يقصد به عدم وجود اتساق بين التزامات الدولة، وبين مكونات تلك الاحتياطيات من ناحية العملات المكونة لها أو من حيث طبيعتها (قصيرة الأجل - طويلة الأجل - سائلة). وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن الإطار المؤسسي والقانوني لعملية إدارة الاحتياطيات يختلف من دولة إلى أخرى، حيث يعهد في كثير من البلدان، إلى البنك المركزي مسؤولية إدارة الاحتياطيات بحيث يعمل إما مستقلاً أو وكياً عن جهة أخرى بالدولة كوزارة المالية.

ويؤكد صندوق النقد الدولي على أن السياسات والممارسات السليمة لإدارة الاحتياطيات يمكن أن تدعم السياسات الاقتصادية الكلية المتبعة لكنها ليست بديلاً لها. كما أن العلاقة بين السياسة المتبعة في إدارة الاحتياطيات الكلية والسياسات الاقتصادية الكلية المتبعة علاقة تبادلية فكلاهما يؤثر ويتأثر بالممارسات المتبعة في كلتا السياستين.

#### . الأطر الأساسية لإدارة الاحتياطيات ونطاقها

بوجه عام، يعد من الضروري لتحقيق إدارة كفؤة للاحتياطيات، وضع إطار عام يتضمن استراتيجية محددة الأهداف والنطاق، كما يستلزم الأمر التأكيد على توافق تلك الاستراتيجيات مع بيئة السياسات المميزة لكل بلد، وخاصة ترتيبات سعر الصرف المطبقة بتلك البلدان. هذا بالإضافة إلى ضرورة العمل على استحداث استراتيجيات بديلة لإدارة الاحتياطيات وتقييم كل منها فيما يتعلق بكفاية الاحتياطيات وملائمتها، وذلك من خلال إجراء تحليل دوري لتكلفة

ومنافع حيازة الاحتياطيات. كما أنه يجب عند وضع استراتيجية إدارة الاحتياطيات، العمل على الحد من الحساسية إزاء التقلبات الخارجية، من خلال الأخذ في الاعتبار استراتيجيات إدارة الدين الخارجي من ناحية آجال استحقاقه والعملات التي يتم الاقتراض والسداد بها.

ونظراً لتباين البيئة العامة التي تعد في إطارها الترتيبات والسياسات المتعلقة بإدارة الاحتياطيات من بلد لآخر، فقد أعد صندوق النقد الدولي مجموعة من المبادئ التوجيهية لكي يتم الاستفادة منها بشكل طوعي من جانب الدول الأعضاء في تدعيم سياساتها وممارساتها المتعلقة بإدارة الاحتياطيات، فضلاً عن مساعدة الحكومات على تقوية أطر هذه السياسات. كما استهدفت أيضاً مساعدتها على صياغة أهداف ومبادئ ملائمة لإدارة الاحتياطيات وبناء أسس تنظيمية وتشغيلية ملائمة لإدارة الاحتياطيات، وهو ما قد يسهم إلى حد كبير في زيادة قدرة الدول على مواجهة تداعيات الصدمات التي قد تنشأ في الأسواق المالية العالمية أو داخل النظم المالية المحلية.

وعلى الرغم من الصفة الطوعية لتلك المبادئ، وحرية الدول أعضاء الصندوق في الالتزام بها من عدمه، إلا أن آلية إقرار تلك التوجيهات تشير إلى ضرورة التزام كافة الدول الأعضاء بها للحصول على المصادقية من باقي الدول الأعضاء بالصندوق، والثقة في إدارة الاحتياطيات، حيث تم إعداد تلك التوجيهات بناء على دراسة قام بها خبراء الصندوق وتم موافاة كافة الهيئات المعنية بإدارة الاحتياطيات بالدول الأعضاء بالمسودة الأولية لها، وتم عقد مجموعة من الاجتماعات وورش العمل، قدمت خلالها كافة الدول ملاحظاتها وتحفظاتها عليها، ثم تم بلورة كل هذه الجهود، أخذاً بالاعتبار وجهات نظر الدول، ثم عرضها مرة أخرى، حيث حظيت بالموافقة على ما جاء بها من توصيات.

وبالتالي، يمكن القول بأن المبادئ التوجيهية لإدارة الاحتياطيات الأجنبية الصادرة عن الصندوق، هي في حقيقة الأمر صادرة عن كافة الدول الأعضاء به، وبالتالي فإن الالتزام بها

كان على نطاق واسع جداً باستثناء بعض الدول التي حالت التشريعات المحلية بها دون الالتزام بالإطار المؤسسي والقانوني لإدارة الاحتياطات والوارد بتلك المبادئ.

. المبادئ الحاكمة لإعداد وتنفيذ استراتيجيات إدارة الاحتياطات بالعملة الأجنبية

#### - الشفافية والمساءلة

يلزم عند إعداد الاستراتيجيات الخاصة بإدارة الاحتياطات الأجنبية الخاصة بالدول ضرورة وضوح أدوار ومسؤوليات وصلاحيات الجهة المسؤولة عن إدارة الاحتياطات وعلاقتها بالحكومة وغيرها من الهيئات الأخرى بالدولة، بالإضافة إلى ضرورة الإفصاح عن تلك العلاقة للجمهور، وإدراج سير الأنشطة المتعلقة بإدارة الاحتياطات في المراجعة المحاسبية السنوية التي تجرى على الكشوف المالية للجهة المختصة بإدارة الاحتياطات. كما ينبغي أن يقوم مراجعون خارجيون مستقلون بعملية تدقيق الكشوف المالية، والإفصاح للجمهور عن رأيهم فيها.

كما يتضمن مبدأ الشفافية، الإفصاح للجمهور وفق جدول زمني مُعلن سلفاً عن المعلومات المتعلقة باحتياطات النقد الأجنبي، حيث يتم نشر بيانات الاحتياطات غالباً بصورة شهرية وتقوم غالبية البنوك المركزية حالياً بالإعلان عن مركز الاحتياطات الأجنبية بصورة شهرية على الأقل على مواقعها على شبكة الإنترنت، وإن كانت معظم البنوك تكتفي بإعلان التطورات بالزيادة والنقص في حجم الاحتياطات دون الإفصاح عن الأسباب وراء هذه التطورات لأسباب تتعلق أحياناً بخصوصية الجهات والأدوات التي تستثمر بها تلك الاحتياطات.

وفيما يتعلق بجانب المسائلة، فإنه وفق المبادئ التوجيهية لإدارة الاحتياطات، فلا ينطبق مبدأ سرية الحسابات على أنشطة إدارة الاحتياطات، حيث يتولى مراجع خارجي مستقل تدقيق



الكشوف المالية المتعلقة بسير عملية إدارة الاحتياطات، وإدراجها ضمن المراجعة المحاسبية السنوية التي تجري على الكشوف المالية للجهة المنوط بها إدارة الاحتياطات.

#### - تَوْفُرُ إطار مؤسسي محدد وواضح لإدارة الاحتياطات

يعد من الضروري، لضمان سلامة عملية إدارة الاحتياطات الأجنبية، وضع ترتيبات مؤسسية وتنظيمية وإدارية سليمة يدعمها إطار تشريعي، يتضمن بوضوح مسؤوليات وصلاحيات الهيئة المختصة بإدارة الاحتياطات. حيث يجب أن يتضمن الهيكل التنظيمي للجهة المنوط بها إدارة الاحتياطات، قطاع أو إدارة يناط بها إدارة الاحتياطات يتم تقسيمها إلى إدارات فرعية أو أقسام أو مكاتب حسب المسميات المتعارف عليها. وعادة ما يتضمن التقسيم الفرعي لإدارة الاحتياطات قسم يختص بإجراء العمليات (المكتب الأمامي)، ويتولى القسم الثاني (المكتب الوسطي) مهام إجراء البحوث والدراسات ومتابعة وتطوير الاستراتيجيات متوسطة وطويلة الأجل لإدارة الاحتياطات. وتساعد وظيفة تسجيل العمليات، وإعداد كشوف الحسابات، للقسم الثالث، وعادة ما يطلق عليه اسم (المكتب الخلفي). وبالنسبة للإدارة العامة للاحتياطات، ففي إطار تحديد المهام الخاصة بها فإنه يجب تحديد المسؤوليات والصلاحيات الممنوحة لكل عضو في تلك الإدارة حسب ما يرد في الاستراتيجية العامة لإدارة الاحتياطات التي ينتهجها البنك المركزي أو السلطة النقدية أو المالية المعنية بإدارة الاحتياطات في الدولة. ومن الجدير بالذكر أن إدارة الاحتياطات الدولية غالباً ما تتم بواسطة البنوك المركزية.

#### - التفويض والرقابة

من المتعارف عليه، أن الإدارة الفعالة بوجه عام تعتمد على التفويض الذي يمنحه المسؤولون للعاملين تحت قيادتهم مع تحملهم المسؤولية كاملة عن نتائج أداؤهم. أما بالنسبة للاحتياطات، فإنه نظراً لضخامة حجمها نسبياً بالنسبة للمهام الأخرى التي قد توكل للعاملين ونظراً

للمخاطر المحيطة باستثمار تلك الاحتياطات فإن التفويض في هذه الحالة يعد أمراً غير مطلوب أو لا يمكن توقع نجاحه بصفة مطلقة. وعلى ذلك، فإن إدارة الاحتياطات قد تأخذ طابعاً خاصاً حيث يتم تقسيم إدارة الاحتياطات إلى ثلاثة مراحل أو يمكن القول أن عملية إدارة الاحتياطات يجب أن تتم من خلال تضافر جهود ثلاث مجموعات عمل لكل منهم صلاحيات محددة وبالتالي مسؤوليات تتناسب مع تلك الصلاحيات. ففي حين يتولى كبار المسؤولين عن إدارة الاحتياطات إعداد الاستراتيجية العامة لإدارة الاحتياطات فضلاً عن الرقابة والمتابعة المستمرة لمدى كفاءة تنفيذ تلك الاستراتيجيات، يتم تفويض مجموعات عمل أخرى للقيام بتنفيذ تلك الاستراتيجيات في ضوء مسؤوليات وصلاحيات محددة أيضاً. ذلك، أخذاً في الاعتبار ضرورة توافر نظام رقابي يستهدف أساساً التأكد من التزام كل مجموعة عمل بالصلاحيات المنوط بها أداءها وعدم تجاوزها.

وتفصيلاً، ففيما يتعلق بالإطار المؤسسي لإدارة الاحتياطات، من المتعارف عليه وجود ثلاثة مستويات تقوم بإدارة الاحتياطات تتدرج من حيث أهميتها كما يلي:

○ **مسؤولي الإدارة العليا**، ويأتي 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 والتخطيط. 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. ويمكن تصنيف هذا المستوى بأنه مستوى إشرافي وليس إداري، ويهتم هذا المستوى في هيكل إدارة الاحتياطات بتحديد حجم الاحتياطات ومكوناتها والمفاضلة بين أسعار الفائدة المتاحة بالسوق والمخاطر المتعلقة ومحدداتها، وكذا تحديد الأسواق التي يمكن التعامل فيها. ويتمتع هذا المستوى الإداري بتلك الصلاحيات في إطار بنية قانونية

محددة من جانب السلطات المسؤولة عن الاحتياطات في الدولة سواء كان البنك المركزي أو غيره من المؤسسات الأخرى حسب ما يطبق في كل دولة.

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

○ **مديري المحافظ (Portfolio Managers)**، ويتولى هذا المستوى الإداري مسؤولية إجراء العمليات اليومية في ضوء السلطات المَحَوَّلَة له وباستخدام الأدوات المالية المحددة في الخطط الاستثمارية الموضوعة من جانب المكتب الواسطي. ويكون اتصال هذا المستوى بالأسواق مباشراً. ويقوم فريق العمل بهذا المستوى الإداري بالتصرف في ضوء، وفي حدود، التفويض الممنوح له من جانب مسؤولي الإدارة العليا، والذي غالباً ما يحدد حجم وصلاحيات كل فرد في الفريق بالتصرف سواء بصورة فردية أو على مستوى الفريق ككل. ومن الجدير بالذكر، أن عملية تحديد الاختصاصات وتقسيم العمل يتم تحديدها في إطار الخطط التنفيذية التي يرسمها مسؤولي المكتب الواسطي وليس رئيس مجموعة مديري المحافظ.

ويتم قياس وتقييم نتائج عملية إدارة الاحتياطات وفق المعيار الرئيسي الذي تتضمنه الاستراتيجية الموضوعة سلفاً. ويتكون هذا المعيار من عدة معايير فرعية تعد الأساس بالنسبة للمديرين في تمكينهم من وضع الإجراءات الخاصة بهم، والتي تسهم في تنفيذ المهام

المנוط بها وتتبع نتائج تلك الإجراءات. ويعدّ المدير مسؤولاً عن مدى انحراف النتائج المترتبة على قراره عن الإطار العام الرئيسي الموضوع، في حين لا يعد المدير مسؤولاً عن انحراف القرارات الصادرة عن إدارات فرعية أخرى عن الإطار العام الموضوع. حيث يتم محاسبة كل مستوى إداري على حده.

### سادساً: تجارب بعض الدول العربية والأجنبية في إدارة الاحتياطات

يستعرض هذا الجزء من الورقة نماذج لبعض الدول العربية والدول الأجنبية من مختلف المناطق الاقتصادية بالعالم، حيث تم انتقاء تجارب مختلفة من دول أمريكا اللاتينية ممثلة في البرازيل والدول الأفريقية ممثلة في مصر وبنسوانا، والآسيوية ممثلة في كل من الأردن والهند، ودول أمريكا الشمالية ممثلة في كندا. وسوف يتطرق الأمر إلى أهداف تكوين الاحتياطات والجهة المناط بها عملية الإدارة، ثم نتناول الإطار القانوني والمؤسسي لإدارة الاحتياطات الأجنبية بكل دولة. ولكل دولة من الدول التي تم اختيارها تجربة مميزة في تكوين وإدارة الاحتياطات الأجنبية، كما كان للبرازيل تجربة فريدة في التعامل مع الاحتياطات الأجنبية حيث قامت خلال عام 2006 باستبدال جزء من الاحتياطات في السداد المبكر للديون ذات التكلفة العالية. وفيما يلي شرح مبسط لتجارب الدول التالية في إدارة وتكوين الاحتياطات الأجنبية:

#### 1) تجربة مصر في إدارة الاحتياطات الأجنبية

تتمثل الأهداف الرئيسية لإدارة الاحتياطات الأجنبية بمصر في العمل على دعم الثقة في سياسات إدارة النقد وسعر الصرف، بما في ذلك القدرة على التدخل لدعم العملة الوطنية، والتحوط ضد المخاطر المترتبة على الأوضاع غير الاعتيادية من خلال الحفاظ على السيولة بالعملية الأجنبية لمواجهة تداعيات الأزمات، والتأكيد على قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها الخارجية. وتستهدف مصر من تكوين الاحتياطات الأجنبية الحفاظ على موقف العملة

## طرق تكوين وإدارة الاحتياطيات الأجنبية. تجارب بعض الدول العربية والأجنبية

الوطنية في سوق الصرف الأجنبي، حيث يقوم البنك المركزي باستخدام الاحتياطيات في رفد سوق الصرف الأجنبي بالموارد في الحالات الاستثنائية التي تشهد مضاربات على العملة الأجنبية. ومؤخراً استحدث البنك المركزي آلية جديدة تم العمل بها اعتباراً من يوم الأحد الموافق 30 ديسمبر 2012، وبمقتضاها يقوم البنك بطرح عطاءات دورية لشراء أو بيع الدولار الأمريكي FX Auctions تتقدم إليها البنوك بعروضها، وهي آلية معمول بها في العديد من الدول حيث تستهدف المحافظة على احتياطي النقد الأجنبي وترشيد استخدامه. وجدير بالذكر أن هذه الآلية تعد مكملة ومساندة لنظام الإنترنتك الدولار، ويعملان جنباً إلى جنب لضبط سوق الصرف الأجنبي.

كما يستهدف البنك المركزي عند تكوين الاحتياطيات، ضمان الوفاء بالتزامه بسداد أقساط وفوائد المديونية الخارجية، فضلاً عن ضمان تحويل ناتج تعاملات المستثمرين الأجانب في سوق الأوراق المالية في مصر وفقاً لآلية المستثمرين الأجانب (صندوق الاستثمارات الأجنبية) لتحقيق المرونة الكاملة لهم في تعاملاتهم في سوق الأوراق المالية بيعة و شراء. وكذلك الوفاء بالتزامه بضمان كافة حقوق المودعين لدى الجهاز المصرفي بالعملة المحلية والعملات الأجنبية. وتُركز عملية إدارة الاحتياطيات في مصر على تحقيق أكبر قدر ممكن من السيولة والأمان، وتأخذ سياسة استثمار الاحتياطيات في الاعتبار هيكل الدين الخارجي لمصر، سواءً من ناحية الأجل، أو العملات المكونة لمحفظة الدين، وكذلك موقف عملات الشركاء التجاريين الرئيسيين لمصر.

جدول (5) الاحتياطيات الرسمية الأجنبية لمصر (2008 - 2013)

(مليون دولار أمريكي)

البنسند	2008	2009	2010	2011	2012	2013
الذهب (القيمة بالدولار)	1,633	1,680	2,180	2,743	3,303	2,510
حقوق السحب الخاصة	108	1,306	1,261	1,258	1,260	1,265
مركز الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي	0	0	0	0	0	0
العملات الأجنبية	32,108	30,947	32,351	13,658	10,368	12,343
إجمالي الاحتياطيات الدولية	33,849	33,933	35,792	17,659	14,930	16,118

المصدر: The World Fact Book, reserves of foreign exchange and gold

## الإطار القانوني والمؤسسي لإدارة الاحتياطات الأجنبية بمصر

منح قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد رقم 88 لسنة 2003 الحق للبنك المركزي في إدارة احتياطات الدولة من الذهب والنقد الأجنبي وفقاً لنص الفقرة (هـ) من المادة (6) الباب الأول. وبالنسبة للإطار التنظيمي، فتنتمي إدارة الاحتياطات دائرة العلاقات والاستثمارات الخارجية برئاسة وكيل المحافظ، وتحت إشراف لجنة الاستثمارات التي يرأسها محافظ البنك المركزي، وتتشكل بقرار من مجلس إدارة البنك المركزي والذي يضم في عضويته إلى جانب محافظ البنك ونائبيه، رئيس الهيئة العامة لسوق المال، وثلاثة أعضاء يمثلون وزارات المالية والتخطيط والتجارة الخارجية، وثمانية من ذوي الخبرة المتخصصين في المسائل النقدية والمصرفية والقانونية والاقتصادية. كما يعهد لرئيس إدارة المخاطر بالبنك المركزي، والذي يتبع مباشرة لنائب المحافظ، ويتمتع بالصلاحيات اللازمة للتعامل مع المخاطر المختلفة، التأكد من قيام وحدة إدارة الاحتياطي بالالتزام التام بكافة ضوابط الاستثمار المنصوص عليها، وذلك إلى جانب مهمته الأساسية المتمثلة في متابعة تطبيق كافة الإجراءات للحد من مخاطر الائتمان/ التشغيل.

## 2) تجربة بوتسوانا في إدارة الاحتياطات الأجنبية

تعد إدارة الاحتياطات الأجنبية واحدة من أهم المهام التي يتولاها البنك المركزي لبوتسوانا نيابة عن الحكومة، حيث يعمل على ضمان سلامتها وتعزيز كفاءتها في تحقيق الأهداف المرجوة منها، وذلك من خلال تنويع الاستثمارات سواء من ناحية الأجل أو من ناحية مكونات المحافظ الاستثمارية للاحتياطات. وفي نهاية ديسمبر 2009، سجل مستوى الاحتياطات الأجنبية لدى بوتسوانا، ارتفاعاً ملحوظاً مقارنة بمستواه في دول منطقة جنوب الصحراء الكبرى في أفريقيا، حيث بلغ حجم تغطيتها للواردات آنذاك حوالي 48 شهراً، وهو ما دفع البنك المركزي لإنشاء صندوق للاستثمارات طويلة الأجل Pula Fund بغرض استثمار جزء منها في أصول مثل السندات طويلة الأجل والأسهم لتدر عائداً أعلى من

استثمارها بالشكل التقليدي، والاستفادة من هذا الدخل في التحوط ضد مخاطر التراجع غير المتوقع في عوائد الصادرات. كما يساهم الدخل المحقق من استثمار هذه الاحتياطيات في تمويل الإنفاق الحكومي، حيث يعتبر، ثالث أهم مصدر للإيرادات الحكومية .

ويقسم البنك المركزي ببوتسوانا محفظة الاستثمارات الخاصة بالاحتياطيات الأجنبية إلى قسمين، محفظة ذات طابع طويل الأجل، ومحفظة عالية السيولة ذات طابع قصير الأجل. وتنقسم الأخيرة بدورها إلى شريحتين، إحداهما لحساب المعاملات، وتعمل كحساب جارى خاص بالتدفقات الداخلة والخارجة، والثانية تتعلق بالاستثمارات السائلة. وترتكز السياسات التي يعتمد عليها البنك المركزي البوتسواني في إدارة احتياطياته على ثلاثة مبادئ رئيسية، وهي، حسب أهميتها، تتمثل في الأمان، والسيولة، والعائد.

بالنسبة للاستثمارات طويلة الأجل، يعطى مبدأ العائد أولوية عن مبدأ السيولة، مع بقاء عنصر الأمان على رأس المبادئ التي تحكم الاستثمارات بنوعيتها، طويلة وقصيرة الأجل. وتمثل محفظة الاستثمارات طويلة الأجل نحو 80 في المائة من إجمالي الاحتياطيات. ولعل هذه النسبة تثير تساؤل فيما يتعلق بتعارض حجم هذه النسبة مع مبدأ السيولة الذي يعد على رأس الأولويات عند إدارة الاحتياطيات الدولية، وتفسير ذلك أن السلطات قد انتهجت منذ عام 2005 سياسة إحلال الواردات والتركيز في الخطط الإنتاجية على الصناعات التي تستحوذ على النسبة الأغلب في تركيبة الواردات وهو ما قلل من الحاجة إلى وجود أصول سائلة لمواجهة الأزمات المتعلقة بالعملة الأجنبية لتمويل المدفوعات عن الواردات. ويضاف إلى ذلك التغيرات السياسية والتحول إلى النظام الديمقراطي وحالة الاستقرار السياسي التي شهدتها بوتسوانا منذ أوائل التسعينيات من القرن المنصرم، والتي كان لها مردوداً إيجابياً على تعزيز قدرتها في النفاذ لأسواق المال العالمية.

وفيما يتعلق بالمخاطر المتعلقة بإدارة الاحتياطيات، فيتم إدارتها من خلال عدة مستويات، وبواسطة عدد من الكيانات يتم تحديدها في إطار الاستراتيجية العامة لإدارة المخاطر والتي

## طرق تكوين وإدارة الاحتياطيات الأجنبية. تجارب بعض الدول العربية والأجنبية

تتضمن الخطوط الإرشادية للاستثمار، وكتيب الإجراءات. أما بالنسبة لتنوع المحفظة الاستثمارية، فيتم استثمار نحو 40 في المائة من أصول صندوق بولا في السندات، و60 في المائة من أصوله في أصول طويلة الأجل ذات دخل ثابت. أما بالنسبة لمحفظة السيولة، فهي مزيج من الأدوات قصيرة الأجل، والأدوات الخاصة بأسواق النقود. ويعاد النظر في تحديد التوزيع الأمثل لأصول المحفظة كل أربع سنوات بالنسبة للصندوق المذكور، وذلك من خلال وضع سيناريوهات للاحتتمالات بغرض التعرف على كل من المخاطر والعوائد المحتملة على مستوى المحفظة ككل.

وبالنسبة لمخاطر العملة، يتم تنوع العملات المكونة للمحفظة حيث يستثمر البنك بشكل أساسي في كل من الدولار الأمريكي، اليورو، الجنيه الإسترليني، والين الياباني، وذلك بالتنسيق مع السياسة النقدية وإدارة الدين العام، وتجدر الإشارة إلى أن السلطات النقدية تتبع سياسة الربط الزاحف كسياسة لسعر صرف البولا البوتسوانية ( حيث ترتبط البولا بسلة من عملتين هما: وحدة حقوق السحب الخاصة بنسبة 30 في المائة، و راند جنوب أفريقيا بنسبة 70 في المائة). ونظرياً يتبع البنك المركزي سياسة سعر الصرف الموعوم، حيث لا يتدخل في سوق الصرف الأجنبي إلا في حدود معينة ووفق قواعد السوق.

جدول (5) الاحتياطيات الرسمية الدولية لبوتسوانا (2008 - 2013)

(مليون دولار أمريكي)

2013	2012	2011	2010	2009	2008	البند
-	-	-	-	-	-	الذهب (القيمة بالدولار)
132	132	134	143	146	61	حقوق السحب الخاصة
48	43	42	21	18	13	مركز الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي
7,546	7,453	7,906	7,721	8,541	9,045	العملات الأجنبية
7,726	7,628	8,082	7,885	8,704	9,119	إجمالي الاحتياطيات الدولية

المصدر : The World Fact Book, reserves of foreign exchange and gold



### الإطار المؤسسي لإدارة الاحتياطيات الأجنبية في بتسوانا:

يتكون الإطار المؤسسي لإدارة الاحتياطيات الأجنبية، وفقاً لما يشير إليه ميثاق (قانون) بنك بوتسوانا المركزي لعام 1996، من ثلاث كيانات تتمثل في مجلس إدارة الاحتياطي، ولجنة الاستثمار، وإدارة أسواق المال. كما يشترك في إدارة الاحتياطيات خبراء خارجيين متخصصين في إدارة صناديق الاستثمار طويلة الأجل. ويتولى مجلس إدارة الاحتياطي المكون من ممثلين من القطاعين العام والخاص، بالإضافة إلى أكاديميين متخصصين في الإدارة المالية وإدارة المخاطر، الإعلان عن أهدافه وسياساته في إدارة الاحتياطي، وهيكلة الاستثمارات من حيث حجم وتوزيع الأصول، والنقاط الإرشادية، وحدود المخاطرة.

هذا في حين تتولى لجنة الاستثمار اتخاذ القرارات الاستراتيجية الخاصة بالنقاط الإرشادية، بالإضافة إلى إعادة ضبط المحافظ وفقاً لتوصيات محللين لديها تربطهم اتصالات وثيقة مع الأطراف المتعاملين مع البنك المركزي لبوتسوانا في الأسواق المالية الرئيسية. وتجتمع هذه اللجنة بشكل دوري (مرة كل شهر) لمناقشة التطورات في أسواق رأس المال وأسواق المال على المستوى الدولي، حيث يتم اتخاذ القرارات الخاصة بتكوين محافظ العملات ومدة الاستثمار في هذه الأسواق. ويتولى رئاسة هذه اللجنة محافظ البنك المركزي، وتضم في عضويتها نائب المحافظ المسئول عن إدارة أسواق المال ومديرها، ومحللين للأسواق، ومدير إدارة البحوث.

وتتولى إدارة أسواق المال، مسؤولية تنفيذ قرارات لجنة الاستثمار ومتابعة المديرين الخارجيين لصندوق الاستثمارات طويلة الأجل (Pula Fund)، والعلاقات الخارجية الأخرى. وتنقسم هذه الإدارة إلى عدد من الوحدات، هي وحدة المعاملات والتخطيط الاستراتيجي، ووحدة إدارة المخاطر، ووحدة عمليات السوق المفتوحة، ووحدة التسوية، ووحدة مراجعة التسويات. كما اعتمدت إدارة أسواق المال منذ إنشائها على مستشارين في إدارة الاحتياطيات

يتولون توفير التدريب اللازم للعاملين في هذا المجال. كما يستعين البنك بخدمات مكتب خارجي متخصص في الاستشارات الاستثمارية.

وإعمالاً لمبادئ الشفافية والتفويض والمساءلة، منح مجلس إدارة الاحتياطي محافظ البنك المركزي حق اتخاذ القرار، على أن يتم تقييم هذه القرارات بناء على المعايير الموضوعية من قبل المجلس بصورة دورية. ويتم تطبيق السياسة الاستثمارية للمجلس وفقاً لعدد من المعايير الإرشادية المرتبطة بمخاطر كل من العملة، والأوراق المالية، وأسعار الفائدة على الائتمان، والأدوات المستخدمة والسيولة. كما تتم مراجعة إجراءات وعمليات إدارة الاحتياطي بشكل دوري من قِبل مراجعين داخليين وخارجيين. هذا بالإضافة إلى رفع تقارير عن مستوى الاحتياطي، واتجاهاته، وأدائه، وفق المعايير الإرشادية الموضوعية، دورياً، إلى مجلس إدارة الاحتياطي ولجنة المراجعة. وفي هذا السياق، يعد البنك بصورة دورية تحليلاً للعوامل المؤثرة على الاحتياطيات من النقد الأجنبي بهدف تحديد المستوى الملائم لسيولة المحفظة الاستثمارية. وبناء على هذه العوامل، يتم إعداد إطار عام لتحديد المستوى المناسب لها.

### 3) تجربة الأردن في إدارة الاحتياطيات الأجنبية

يسعى الأردن من وراء تكوين الاحتياطيات الأجنبية لدعم الثقة في العملة الوطنية، وذلك في إطار عملية التصحيح الهيكلي التي يتبناها البنك المركزي، والتي تمثلت أهم ملامحها في تحرير القيود المفروضة على التعامل بالعملة الأجنبية تدريجياً، حتى تم الوصول إلى التحرير التام. ومن جهة أخرى، فقد ساهمت الأوضاع الاقتصادية والسياسية المستقرة التي شهدتها الأردن خلال عقد التسعينيات في ارتفاع مستوى الاحتياطيات الأجنبية، وهو ما شجع البنك المركزي على الإعلان في فبراير 1995 عن قابلية الدينار الأردني للتحويل للغايات الجارية، ثم أتبع ذلك بخطوات تحررية إضافية وسعت من حرية نطاق التعامل بالعملات الأجنبية بصورة ملحوظة، توجت في منتصف شهر يوليو من عام 1997 بإعلان قابلية الدينار للتحويل للغايات الرأسمالية، وبذلك أصبح الدينار عملة قابلة للتحويل قابلية تامة.

## طرق تكوين وإدارة الاحتياطيات الأجنبية. تجارب بعض الدول العربية والأجنبية

وقد شهد مستوى الاحتياطيات الأجنبية بالأردن تطوراً خلال السنوات الخمس الماضية (2008-2013) حيث ارتفعت قيمتها خلال الفترة (2008-2010) بنحو 55 في المائة لتصل إلى حوالي 14 مليار دولار، تركزت هذه الزيادة في ارتفاع حيازة الأردن من العملة الأجنبية، وساهم في ذلك ارتفاع تحويلات العاملين والمساعدات الدولية التي حصلت عليها الأردن لاستيعاب النازحين المتأثرين بالأوضاع السياسية غير المواتية بكل من العراق وسورية. وخلال عامي 2010 و2011 تأثرت الأردن كثيراً بالأوضاع السياسية بمصر والتي أسفرت عن حدوث عدة تفجيرات بخط الغاز الطبيعي للأردن واضطرابها لزيادة وارداتها من مصادر الطاقة البديلة واستنزاف جزء من الاحتياطيات الأجنبية لتمويل ذلك. وخلال عام 2012، توصلت الأردن لاتفاقية مع إسرائيل لاستيراد الغاز تعويضاً للنقص في الإمدادات المصرية من الغاز، وهو ما انعكس في زيادة الاحتياطيات الأجنبية. جدول (5)

جدول (5) الاحتياطيات الرسمية الأجنبية للأردن (2008 - 2013)

(مليون دولار أمريكي)

2013	2012	2011	2010	2009	2008	البند
600	740	638	589	451	357	الذهب (القيمة بالدولار)
214	220	225	226	230	3	حقوق السحب الخاصة
1	1	1	0	0	0	مركز الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي
13,010	7,869	11,242	12,831	11,459	8,558	العملات الأجنبية
<b>13,824</b>	<b>8,829</b>	<b>12,105</b>	<b>13,646</b>	<b>12,140</b>	<b>8,918</b>	إجمالي الاحتياطيات الدولية

المصدر: The World Fact Book, reserves of foreign exchange and gold

### الإطار المؤسسي والقانوني لإدارة الاحتياطيات الأجنبية بالأردن

ينص القانون رقم (23) لعام 1971 المنظم لعمل البنك المركزي بالأردن على أن يقوم البنك المركزي الأردني بالاحتفاظ باحتياطيات المملكة من الذهب والعملات الأجنبية وإدارتها،

حيث يقوم بتحديد أوجه الاستثمار الملائمة لها وتحديد نسب مكونات هذه الاحتياطيات وفقاً لتطورات أسواق الصرف والأسواق المالية العالمية وبما يوفر عناصر الأمان والربحية والسيولة لهذه الاحتياطيات. ويناط بالبنك المركزي عملية تنفيذ استراتيجية إدارة الاحتياطيات والسياسات والإجراءات المتضمنة بها حيث تقوم الدائرة بالأعمال والنشاطات التالية:

- الاحتفاظ باحتياطي المملكة من الذهب والعملات الأجنبية واستثمار هذه الاحتياطيات في الأدوات الاستثمارية (أدوات السوق النقدي وسوق رأس المال) التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة والأمان مثل الودائع لأجل، السندات الحكومية ، أدونات الخزينة، كما تقوم بشراء وبيع العملات الأجنبية للجهاز المصرفي.
- تزويد الاقتصاد الوطني باحتياجاته من العملات الأجنبية.
- تعيين ومتابعة البنوك المرسله في الخارج.
- احتساب ونشر أسعار صرف العملات الأجنبية مقابل الدينار الأردني وتحديد أسعار الفوائد على إيداعات عملاء البنك من العملات الأجنبية.
- تنفيذ العمليات المالية المتعلقة بعلاقة المملكة مع صندوق النقد الدولي.
- دراسة اتفاقيات القروض التي تنوي الحكومة أو مؤسساتها إبرامها مع الجهات الأخرى كما تقوم بإعداد وتنفيذ اتفاقيات الدفع والترتيبات المالية بين المملكة والدول الأخرى.
- تنفيذ العمليات المالية والمصرفية الخارجية المتعلقة بالاعتمادات والحوالات والشيكات للحكومة ومؤسساتها

#### (4) تجربة الهند في إدارة الاحتياطيات الأجنبية

يعتمد أسلوب الهند في إدارة الاحتياطيات الأجنبية، على الاحتفاظ بالقدر الأكبر من الاحتياطيات في صورة أصول سائلة بالعملة الأجنبية (نحو 92 في المائة). وتستهدف سياسة

## طرق تكوين وإدارة الاحتياطيات الأجنبية. تجارب بعض الدول العربية والأجنبية

إدارة الاحتياطيات تحقيق هدفين رئيسيين هما: تعزيز الثقة في السياسة النقدية وسياسة سعر الصرف، وذلك إلى جانب هدف عام لهذه السياسة يتمثل في تعزيز الثقة في قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها الخارجية، وبالتالي خفض التكلفة التي يتحملها الاقتصاد عند التعامل في أسواق المال العالمية من خلال إصدار سندات حكومية أو الاقتراض المباشر. كما يسهم هيكل الاحتياطيات في الهند في تشجيع الاستثمارات الأجنبية من خلال محدودية احتمالات حدوث تقلبات حادة في سعر الصرف للعملة المحلية. ويتضمن الاحتياطي الأجنبي بالهند، إلى جانب العملات الأجنبية، نسبة ضئيلة من الذهب تشكل نحو 6 في المائة، وتتشكل النسبة المتبقية من وحدات حقوق السحب الخاصة. جدول (6)

جدول (5) الاحتياطيات الرسمية الأجنبية للهند (2008 - 2013)

(مليون دولار أمريكي)

البنسند	2008	2009	2010	2011	2012	2013
الذهب (القيمة بالدولار)	6,605	9,486	22,470	26,620	27,220	19,725
حقوق السحب الخاصة	3	5,169	5,078	4,429	4,436	4,447
مركز الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي	813	1,430	2,385	3,923	4,494	4,344
العملات الأجنبية	246,603	258,583	267,814	262,933	261,656	267,703
إجمالي الاحتياطيات الدولية	254,024	251,985	297,746	297,905	297,806	296,218

المصدر: The World Fact Book, reserves of foreign exchange and gold

### الإطار المؤسسي والقانوني لإدارة الاحتياطيات الأجنبية بالهند

يتولى البنك المركزي الهندي وفقاً للميثاق المؤسس له (عام 1934) إدارة احتياطيات النقد الأجنبي، وذلك وفق الأهداف المحددة بالميثاق، والتي يتمثل أهمها في دعم وتعزيز الثقة في السياسات الاقتصادية المتبعة، وقدرة الدولة على مواجهة تداعيات الصدمات الخارجية. وتشرف على عملية إدارة الاحتياطيات الأجنبية لجنة الاستراتيجية بالبنك الاحتياطي الهندي التي يرأسها محافظ البنك المركزي، وتضم في عضويتها نائب المحافظ المسؤول عن إدارة

الاحتياطي الأجنبي، وممثل عن وزارة المالية، ورئيس لجنة أسواق المال التي تتكون من رؤساء الإدارات المسؤولة عن إدارة الدين المحلي، وإدارة الاحتياطي، والسياسة النقدية، وتتمثل مهمتها في تنسيق الإدارة المشتركة لهذه السياسات.

وتتولي لجنة الاستراتيجيات إقرار مكوّن عملات الاحتياطي وسياسات تخصيص الأصول. وتتم عمليات إدارة الاحتياطات بواسطة إدارة الاستثمار الخارجي والعمليات بالبنك المركزي، في حدود التفويض الممنوح لها من لجنة الاستراتيجيات. ومن بين الأهداف التي تسعى إدارة الاحتياطات الأجنبية بالبنك الاحتياطي الهندي لتحقيقها، الحفاظ على مستوى ملائم من العملات الأجنبية لتغطية الواردات، واستهداف مجموعة من المؤشرات منها تحقيق نسبة محددة لصادف أصول بنك الاحتياطي الهندي بالعملة الأجنبية إلى النقود المتداولة، ونسبة لصادف الأصول الأجنبية إلى النقود بمفهومها الواسع M3 ، ونسبة للدين قصير الأجل إلى إجمالي الاحتياطي. وعلى الرغم من الإعلان عن هذه النسب في التقارير الدورية عن بيانات الاحتياطي، إلا أنه لا يتم الإعلان عن النسب المستهدفة، وما إذا كان هناك انحراف بين النسب المحققة والمستهدفة.

وفي هذا الإطار، يقسم البنك المركزي محفظة الاحتياطي إلى محفظتين فرعيتين، إحداها محفظة سوق النقود، وتشتمل على أدوات ذات آجال أقل من عام، والأخرى محفظة السندات، وتتضمن أدوات استثمارية تمتد إلى 10 سنوات بحد أقصى. وجدير بالذكر أن البنك المركزي الهندي يعهد إلى مديرين خارجيين للأصول، يتم اختيارهم من بين أفضل الشركات العالمية المعروفة في هذا المجال، بإدارة جزء صغير من الاحتياطي بهدف الاستفادة من البحوث التي يقومون بها ومن التكنولوجيا المتاحة لديهم، وكذلك تدريب العاملين في هذا المجال بالبنك المركزي الهندي.

ويصدر البنك بياناً كل ستة أشهر عن مكونات عملات الاحتياطي، وتوزيع استثمارات الاحتياطي، والتعاملات الآجلة. وفيما يتعلق بالمراجعة والرقابة على عملية إدارة

الاحتياطيات الأجنبية، يطبق بنك الاحتياطي الهندي نظام متزامن للمراجعة لمراقبة مدى الالتزام بالخطوط الإرشادية الموضوعة، فبالإضافة إلى التفتيش السنوي الذي يتم بمعرفة إدارة التفتيش بالبنك المركزي، والمراجعة القانونية من خلال مراجعين خارجيين، هناك نظام يسمح بتعيين مراجع خارجي خصيصاً لمراجعة عمليات إدارة الاحتياطي بغرض التأكد من الالتزام بنظم إدارة المخاطر وقواعد الرقابة الداخلية. كما يطبق في إدارة الاستثمارات والعمليات الخارجية نظام جيد لإدارة المعلومات، حيث يتم رفع تقرير إلى الإدارة العليا عن جميع أنشطة الإدارة.

### 5 تجربة كندا في إدارة الاحتياطيات الأجنبية

يتم التعامل مع الاحتياطيات الأجنبية في كندا باعتبارها تُمَثِّل أحد الأصول المملوكة للحكومة، ولذلك يُعَهَد إلى كل وزارة المالية والبنك المركزي، بإدارتها. وتعتمد استراتيجية إدارة الاحتياطيات الأجنبية على الاحتفاظ بالجزء الأكبر منها (نحو 80%) في شكل أصول سائلة في حساب خاص باسم وزارة المالية لدى بنك كندا (البنك المركزي)، يسمى (EFA) Exchange Fund Account. ويتم تمويل هذا الحساب من خلال حصيللة التزامات مقومة بالعملة الأجنبية (سندات - أدون) تصدرها الحكومة الكندية. ويتولى البنك المركزي، بالتنسيق مع وزارة المالية، إدارة كل من الاحتياطيات السائلة والذهب، بالإضافة إلى المكونات الأخرى للاحتياطي مثل وحدات حقوق السحب الخاصة والاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي.

ويأتي هدف توفير السيولة من النقد الأجنبي للحكومة لتمكينها من تحقيق أهداف السياسة النقدية والحفاظ على استقرار الدولار الكندي في سوق الصرف الأجنبي، في مقدمة الأهداف المرسومة لعملية إدارة الاحتياطيات. ومن الجدير بالذكر، أن عملية إدارة الاحتياطيات الأجنبية في كندا تتميز بالمرونة والقابلية للتعديل حسب مقتضيات التطورات الاقتصادية الداخلية والخارجية بحكم ارتباطها بالسياسة النقدية المتبعة، والتي عادة ما تتسم بعدم الثبات،

## طرق تكوين وإدارة الاحتياطيات الأجنبية تجارب بعض الدول العربية والأجنبية

وهو ما تطلب تركيز المسؤولين عن إدارة هذا الاحتياطي على إدارة المخاطر، والعمل على خفض الأعباء الناتجة عن الاحتفاظ بهذا الاحتياطي، مع المحافظة على مستوى مرتفع من السيولة والأمان. وتحقيقاً لهذه الأهداف يتم استثمار جزء كبير من الاحتياطيات في صورة أصول عالية السيولة مَقَوَّمة بالدولار الأمريكي بغرض توفير السيولة الفورية من النقد الأجنبي لتمويل تدخل البنك المركزي في سوق الصرف، ويتم الاحتفاظ بباقي الأصول في شكل محفظة متنوعة من الأصول عالية الجودة مَقَوَّمة بسلة من العملات الرئيسية كالدولار الأمريكي واليورو والين الياباني. ويسمح للقائمين على إدارة الاحتياطيات بالتعامل، في حدود معينة، باستخدام المشتقات المالية.

جدول (5) الاحتياطيات الرسمية الأجنبية لكندا (2008 - 2013)

(مليون دولار أمريكي)

2013	2012	2011	2010	2009	2008	البنود
115	181	167	153	119	95	الذهب (القيمة بالدولار)
8,675	8,754	8,966	9,054	9,212	991	حقوق السحب الخاصة
4,717	4,368	3,875	3,056	2,424	1,249	مركز الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي
58,430	55,243	52,811	44,888	42,602	41,537	العملات الأجنبية
<b>71,936</b>	<b>68,546</b>	<b>65,819</b>	<b>57,151</b>	<b>54,357</b>	<b>43,873</b>	إجمالي الاحتياطيات الدولية

المصدر: The World Fact Book, reserves of foreign exchange and gold

### الإطار القانوني والمؤسسي لإدارة الاحتياطيات الأجنبية بكندا

يُعْتَدُّ بالاحتياطيات الأجنبية في كندا بكونها أصولاً مَقَوَّمة بالعملة الأجنبية ومملوكة للحكومة، ولذلك يناط بوزير المالية تصميم سياسات إدارتها، في حين يتولى البنك المركزي (بنك الحكومة) تنفيذ هذه السياسات، وإجراء العمليات نيابة عن وزارة المالية بشكل يومي. ومن الناحية القانونية يتم التعامل مع الاحتياطيات الأجنبية، وفق ميثاق العملة Currency Act



والذي يمثل الإطار القانوني لعمليات استثمار وإدارة الأصول الحكومية، وذلك ضمن حساب صندوق سوق الصرف الأجنبي (EFA)، الذي يقوم وزير المالية بإقرار السياسات المتبعة في التعامل عليه، في حين تقع مسؤولية إدارته على عاتق كل من وزارة المالية والبنك المركزي الكندي.

وتتضمن سياسة إدارة الاحتياطي في كندا الالتزام بإعداد وإصدار التقارير بشكل منتظم، حيث يرفع وزير المالية تقريراً سنوياً إلى البرلمان حول عمليات إدارة صندوق الـ EFA ويكون هذا التقرير متاحاً للجمهور. ويتضمن هذا التقرير نتائج المراجعة السنوية لحساب الصندوق المذكور والتي يقوم بإعدادها المراجع العام لكندا General Auditor Of Canada. كما يقوم بالمراجعة بشكل دوري أطراف خارجيون ( باعتبارهم طرف ثالث ) وتعرض نتائج هذه المراجعة على الحكومة.

وتتولى وحدة إدارة المخاطر، التي تم إنشاؤها بالبنك المركزي منذ عام 1997، مهام الرقابة على المخاطر المختلفة التي يمكن أن يتعرض لها صندوق الـ EFA، والمتمثلة في مخاطر الائتمان، ومخاطر السوق، ومخاطر السيولة، ومخاطر التشغيل، والمخاطر القانونية، وبحيث يتم تحديد هذه المخاطر وقياسها، وإدارتها وتقديم المشورة بصورة دورية منتظمة حول كيفية الحد من هذه المخاطر، وكذلك التأكد من الالتزام بالخطوط الإرشادية لعملية الإدارة، وتقديم مقترحات بشأن أي أليات جديدة للحد من المخاطر.

ويشرف على عمل هذه الوحدة لجنة لإدارة المخاطر تتكون من مديرين من وزارة المالية وبنك كندا، وعضوين من غير القائمين بإجراء العمليات الخاصة بالحساب، حيث تجتمع هذه اللجنة كل ثلاثة أشهر لتقديم مشورتها في شأن إدارة المخاطر المرتبطة ببرنامج الدين الحكومي قصير الأجل ومدى كفاية الاحتياطات من النقد الأجنبي لتأمين الالتزام بالوفاء به بالأجال والعملات المخططة. وتلتزم وحدة إدارة المخاطر بتقديم تقارير شهرية وربع سنوية

إلى كل من الإدارة العليا لبنك كندا، ولجنة إدارة المخاطر. وتعد كندا واحدة من أوائل الدول التي استوفت متطلبات كل من صندوق النقد الدولي حول نشر بيانات الاحتياطيات الدولية.

## 6) تجربة البرازيل في إدارة الاحتياطيات الأجنبية

يرتبط الهدف الرئيسي لإدارة الاحتياطيات في البرازيل بأهداف السياسة النقدية وسياسة سعر الصرف التي يتبعها البنك المركزي للبرازيل، علماً بأن عملتها معومة، ويكون تدخل البنك المركزي فقط في حالات التقلبات الشديدة في سعر الصرف الناتجة عن المضاربة على العملة، ويأتي ضمن أهداف حيازة الاحتياطي الأجنبي بالبرازيل، ضمان عدم التأخر عن سداد الديون قصيرة الأجل بالعملة الأجنبية، ومساندة السياسة النقدية. وبناء على ذلك، فإن ترتيب أهداف تكوين وإدارة الاحتياطيات الأجنبية حسب الأولوية يكون بتحقيق السيولة، ثم الأمان والربحية.

وتعتمد استراتيجية إدارة الاحتياطيات الأجنبية في البرازيل على التنسيق بين إدارة الأصول والخصوم بهدف تفضي حدوث خسائر في الاحتياطيات على المدى القصير نتيجة لعدم التوافق بين عملات الاحتياطي، وعملات الالتزامات قصيرة الأجل، وهو ما يعرف بـ Currency Mismatch. وفي ضوء هذه الاستراتيجية، ينتهج بنك البرازيل المركزي سياسة لاستثمار الاحتياطي، تركز على ثلاثة محاور أساسية، هي: تكوين محفظة معيارية تعكس تصور مجلس إدارة البنك للعائد والمخاطر المرتبطة باستثمارات الاحتياطيات الأجنبية، والخطوط الإرشادية للاستثمار التي تتضمن أدوات الاستثمار المتاحة وحدود المخاطرة لكل منها، وتتمثل الركيزة الثالثة في قياس الأداء، والذي يتم بشكل ربع سنوي ويتم عرضه في تقرير يرفع إلى مجلس الإدارة.

بالنسبة للمحفظة المعيارية، فتنقسم إلى ثلاثة محافظ فرعية: ذهب، أسواق ناشئة، واحتياطيات أساسية وهي تمثل الجزء الأكبر من الاحتياطيات، في حين يمثل القسم الآخر أقل من 3

## طرق تكوين وإدارة الاحتياطيات الأجنبية. تجارب بعض الدول العربية والأجنبية

في المائة منها. ويتم استثمار الاحتياطيات الأساسية بثلاث عملات رئيسية هي الدولار الأمريكي، اليورو، والين الياباني، ويستثمر نحو 40 في المائة منها في سوق النقود و60 في المائة منها في محافظ ذات دخل ثابت.

وفيما يتعلق بمحفظة الاستثمار في سوق النقود، فتنقسم إلى أربعة شرائح إحداها تستثمر بالكامل بالدولار في شكل ودائع لمدة ليلة واحدة، وتستهدف السيطرة على التقلبات الشديدة في سوق الصرف الأجنبي وتوفير السيولة اللازمة لذلك. أما الأقسام الثلاثة الأخرى، فتتضمن العملات الرئيسية الثلاثة (الدولار الأمريكي، الين الياباني، واليورو). وقد يمتد أجل الودائع إلى ستة أشهر. وبالنسبة للمحافظ ذات الدخل الثابت، فتنقسم إلى استثمارات بالدولار وأخرى باليورو. أما بالنسبة لمحفظة الذهب، فتنقسم إلى محفظتين فرعيتين، إحداها في البرازيل، والثانية تستثمر في شكل ودائع ذهبية قصيرة الأجل في الأسواق الدولية.

جدول (5) الاحتياطيات الرسمية الدولية للبرازيل (2008 - 2013)

(مليون دولار أمريكي)

2013	2012	2011	2010	2009	2008	البند
2,592	3,581	1,654	1,519	1,175	940	الذهب (القيمة بالدولار)
3,996	3,986	3,979	4,450	4,527	1	حقوق السحب الخاصة
3,190	3,483	2,993	2,037	950	0	مركز الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي
349,028	362,097	343,384	280,570	231,888	192,842	العملات الأجنبية
358,806	373,147	352,010	288,575	238,539	193,783	إجمالي الاحتياطيات الدولية

المصدر : The World Fact Book, reserves of foreign exchange and gold

### الإطار المؤسسي وهيكل اتخاذ القرار الخاص بإدارة الاحتياطيات الأجنبية بالبرازيل

يعد البنك المركزي البرازيلي المؤسسة الوحيدة، وفقا لما جاء في الدستور، المسؤولة عن إدارة الاحتياطيات. وبالنسبة لتوزيع المهام الخاصة بإدارة الاحتياطيات، يتولى مجلس إدارة البنك مهمة وضع الاستراتيجية الخاصة بتخصيص الاحتياطيات وتحديد سياسة استثمارها،

بناءً على عدد من المعايير الاسترشادية. ويتولى نائب المحافظ المسئول عن السياسة النقدية مسؤولية الإشراف على إدارة الاحتياطات الأجنبية، في حين تتولى تنفيذ المعاملات إدارة تسمى "إدارة عمليات الاحتياطي" بالبنك المركزي، وذلك وفقاً للسياسات والإجراءات المقررة، والتي يتم وضعها في ضوء الاستراتيجية المنوه عنها. وقد تقترح هذه الإدارة بعض التعديل في المعايير الاسترشادية وفقاً للتغيرات الحادثة في ظروف السوق، أو لأية أسباب أخرى، كما ترفع تقاريرها عن تطورات الأسواق ومقترحاتها للتعامل مع هذه التطورات، إلى نائب المحافظ للسياسة النقدية. وهناك أيضاً لجنة سياسات الاستثمار التي تجتمع مرة واحدة شهرياً لتحليل الأوضاع بالسوق وفقاً لعدد من السيناريوهات، ولهذه اللجنة اقتراح استراتيجيات فعالة لإدارة الاحتياطي.

وتنقسم إدارة عمليات الاحتياطي ببنك البرازيل المركزي إلى ثلاثة أقسام هي : المكتب الأمامي المسئول عن إتمام المعاملات، والمكتب الواسطي المسئول عن مراقبة الالتزام بالمعايير التي حددها المجلس على أساس يومي وإدارة المخاطر وتقييم الأداء والتسعير، بالإضافة إلى مكتب خلفي (Back Office) مسئول عن المحاسبة والتسوية. ويتم اختيار العاملين في هذه الإدارة من بين العاملين بالبنك وفقاً لخبرتهم بالأسواق، وخلفتهم الخاصة بالاستثمار في الأصول السيادية. وتتم مراجعة العمليات التي تتم بهذه الإدارة من خلال أربعة أنواع منفصلة من الرقابة تقوم بها كل من إدارة المراجعة الداخلية لبنك البرازيل، وشركة خارجية للمراجعة، ووزارة المالية، وجمعية المحاسبين البرازيليين. وتتم جميع هذه المراجعات بشكل دوري وتستهدف التأكد من الالتزام بالإجراءات، ونظام المحاسبة، ومخاطر التشغيل المرتبطة بتكنولوجيا المعلومات. وإعمالاً لمبدأ الشفافية والمساءلة، تم اتخاذ عدد من الإجراءات تتمثل فيما يلي :

- تحديد المعايير والخطوط الإرشادية للمسئوليات في إطار التدرج الوظيفي للبنك المركزي.
- الإعلان للعامة عن أبعاد وإجراءات إدارة الاحتياطي .

## طرق تكوين وإدارة الاحتياطيات الأجنبية. تجارب بعض الدول العربية والأجنبية

- رفع تقارير ربع سنوية عن الأداء إلى مجلس إدارة البنك المركزي
- الاستعانة بخدمات شركة محاسبة خارجية مستقلة.
- تبنى معايير صندوق النقد الدولي الخاصة بالمعيار الخاص بنشر البيانات.

ولعله من أهم ما يميز التجربة البرازيلية في إدارة الاحتياطيات الأجنبية، وجود معايير واضحة لتقييم الأداء، وتحديد دور واضح لكل مشارك في عملية اتخاذ القرار. وهو ما ينعكس بالإيجاب على عملية إدارة الاحتياطي. هذا بالإضافة إلى قيام البنك المركزي بتوفير شبكة متكاملة للحاسب الآلي ونظم التشغيل، وتكوين قاعدة بيانات تحدث أنياً تتضمن البيانات المستخدمة في تسعير الأصول، وقياس الأداء.

## الخلاصة والتوصيات

يلعب مستوى الاحتياطيات بالعملة الأجنبية دوراً كبيراً في تحديد درجة الثقة لدي دائني الدولة، وترتيبها في إطار الدليل الذي يعده البنك الدولي حول بيئة الأعمال، حيث يمنح المستوى الملائم للاحتياطيات درجة أعلى من الاطمئنان للمستثمرين الأجانب فيما يتعلق باستقرار السياسات الاقتصادية، والتي ترتبط درجة الثقة في إمكانية تنفيذها، بوجود مستوى ملائم من الاحتياطيات، ويمكن أن يكون عاملاً هاماً في تقليص احتمالات تدهور سعر الصرف للعملة المحلية. وعلى جانب آخر، فإن الإفراط في تكوين هذه الاحتياطيات، والمغلاة في مستوياتها قد يثير مجموعة من التساؤلات من بينها تكلفة الفرصة البديلة، والتوازن بين هدف خلق بيئة مواتية للاستثمار، وهدف تحقيق مستوى عال من التشغيل والنمو الاقتصادي المستدام.

وتتطوي عملية حيازة الاحتياطيات بالعملة الأجنبية على تكلفة، تتمثل في الفرق بين العائد على استثمار الاحتياطيات فيما لو كانت مستثمرة بطريقة اعتيادية، بحيث يكون هدف تحقيق أعلى عائد في مقدمة أولوياتها، وبين العائد على استثمار هذه المبالغ وفق المبادئ التوجيهية لاستثمار الاحتياطيات الأجنبية والتي يكون هدف السيولة في مقدمة تلك الأهداف، فإن عملية إدارة الاحتياطيات الأجنبية لا بد وأن تأخذ في الاعتبار إلى جانب الفرق في هامش الربح المحقق، عائد الفرصة البديلة المتمثل في تحقيق عوائد اجتماعية ترتقي بمستوى رفاهة المواطنين، كما لو استخدمت هذه الموارد في خلق فرص عمل جديدة ومنح المزيد من المزايا الاجتماعية والدعم للمواطنين.

وقد تباينت الآراء بشأن عناصر مكونات الاحتياطيات الأجنبية، وهل يمكن إدراج الودائع طويلة الأجل التي تودعها بعض الدول المانحة لدى البنوك المركزية لدول أخرى بهدف مساعدتها على تجاوز المصاعب الاقتصادية والتمويلية التي تواجهها خلال فترة معينة. ومن وجهة نظر الباحث، أنه طالما أنه من بين المصادر المتفق عليها في تكوين الاحتياطيات،

إمكانية الاقتراض من الخارج لتكوين الاحتياطيات، فلا مانع من اعتبار هذا النوع من الودائع ضمن الاحتياطيات، وذلك طالما توفرت بها بعض الشروط، من أهمها أن تتضمن عقود ربط هذه الودائع شرط عدم إمكانية سحبها بصورة فورية قبل أجل استحقاقها. وهناك أيضاً أوجه اتفاق بشأن ماهية الاحتياطيات الأجنبية من ناحية الهدف من تكوينها وهي ضمان أكبر قدر من السيولة اللازمة لمواجهة عجز الدولة عن الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل من المصادر الاعتيادية لها، أو العجز عن تمويل المدفوعات عن الواردات نتيجة تراجع الصادرات أو التحويلات الجارية والحكومية نتيجة ظروف خارجية غير مواتية.

ويثار في كثير من الأحيان سؤال حول الصناديق السيادية التي تقوم بعض الدول بإنشائها لتودع فيها الفوائض المالية المترتبة على عائداتها النفطية على سبيل المثال كما في دول الخليج العربية، وهل تعتبر بديلاً للاحتياطيات؟. وهنا نقطة خلاف بارزة حيث يرى البعض أنه طالما أن أموال هذه الصناديق معظمها بعملة أجنبية بخلاف عملة الدولة المالكة للصندوق، وطالما أن غالبية أصول هذه الصناديق مستثمرة بالخارج في أدوات استثمارية عالمية فيمكن اعتبارها بمثابة احتياطيات أجنبية.

ويرى الباحث أن أموال الصناديق السيادية لا يمكن اعتبارها بديلاً للاحتياطيات الأجنبية انطلاقاً مما يلي :

- استثمارات الأموال المدرجة بالصناديق السيادية تكون وفق منهجية استثمار يكون هدف تعظيم الربحية في مقدمة أولوياتها.
- تسهيل جزء من محفظة استثمارات هذه الصناديق وقت الأزمات ينطوي على خسائر كبيرة وقد يصعب تسهيل هذه المحافظ بصورة سريعة لمواجهة هذه الأزمات.
- إدارة هذه الصناديق لا تخضع لرقابة البنك المركزي ويتكون مجلس إدارتها من مجموعة من المتخصصين اللذين يتمتعون بصلاحيات تفوق تلك الممنوحة للمسؤولين عن إدارة الاحتياطيات

- في بعض الحالات تتولي إدارة تلك الصناديق شركات أو مؤسسات متخصصة في إدارة الأموال وبالتالي تضع استراتيجية إدارة هذه الأموال دون مراعاة الظروف الاقتصادية والاحتمالات المتعلقة بإمكانية لجوء الدولة إلى تصفية جزء من هذه الأموال وقت الأزمات.
- لا يتم مراعاة عدد شهور الواردات أو تأثير العوائد المتحصلة من استثمار أموال هذه الصناديق على المتغيرات النقدية المختلفة.
- لا يتم، في العادة، عند إدارة أموال هذه الصناديق الأخذ في الاعتبار أجال ومكونات الدين الخارجي للدولة مالكة تلك الصناديق نتيجة استثمارها بصورة مستقلة ووفق استراتيجية ترتبط أكثر بطبيعة الأدوات الاستثمارية المكونة لمحفظة الاستثمارية وطبيعة الأسواق المستثمرة فيها.



## المراجع

- Laura Alfaro & Fabio Kanczuk, 'Optimal Reserve Management and Sovereign Debt' May 2007, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2007-29, [www.frbsf.org/publications/economics/papers](http://www.frbsf.org/publications/economics/papers).
- Haukur C. Benediktsson and Sturla Pálsson, 'Central bank foreign reserves, publications' Central Bank of Iceland website, 2007.
- IMF, Washington D.C., Monetary and Financial Statistics Manual, 2000
- IMF, October 1999, "Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity- Operational Guidelines.
- Balance of Payments Manual, 5th edition – BPM5). Par 330 & 424 - ( Balance Of Payments Compilation Guide) Par 789.
- IMF, Washington D.C , Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity, Operational Guidelines,, Provisional, October 1999.
- Michael Andersen, 'Management of Foreign Currency Reserves, Reserve Bank of Australia, may 2010.
- Jamaluddin Ahmed PhD FCA, 'Management and Disclosure of Foreign Currency Reserves: A Comparative Practice', 1999.
- Daniel O. Boamah, Central Bank of Barbados 'The Measurement of Foreign Reserves: Three Caribbean Examples' 2007.
- Joachim Coche & Matti Koivu & Others, European Central Bank, , FOREIGN RESERVES MANAGEMENT SUBJECT TO A POLICY OBJECTIVE, 2006, <http://www.ecb.int> or from the Social Science Research Network .
- Christopher D. Carroll & Olivier Jeanne, A Tractable Model of Precautionary Reserves Net Foreign Assets, or Sovereign Wealth Funds, August 27, 2009 <http://econ.jhu.edu/people/ccarroll/papers/cjSOE.pdf>.
- Arbatli, Elif C. (2008): "Persistence Of Income Shocks And The Intertemporal Model Of The Current Account," Ph.D. thesis, Johns Hopkins University.
- Olivier Jeanne & Romain Rancière , 'The Optimal Level of International Reserves For Emerging Market Countries a New Formula and Some Applications' February 2009.

- Aizenman, Joshua, and Jaewoo Lee, 2005, "International Reserves: Precautionary Vs. Mercantilist Views, Theory, and Evidence," IMF Working Paper 05/198 .
  - Ben Bassat, Avraham, and Daniel Gottlieb, 1992, "Optimal International Reserves and Sovereign Risk," Journal of International Economics 33, 345-62.
  - IMF, Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management, Approved by the Executive Board on September 20, 2001.
  - Haim Levy & Azriel Levy 'The Management of Foreign Exchange Reserves: Balance of Payments and External Debt Considerations, The Maurice Falk Institute for Economic Research in Israel Discussion Paper No. 98.07.
  - Claudio Borio, Gabriele Galati and Alexandra Heath, Bank for International Settlements BIS , Monetary and Economic Department, 'FX reserve management: trends and challenges' May 2008.
  - Joshua Aizenman, UCSC and the NBER 'International reserves management and the current account' February 2007.
- زكي، رمزي ( 1994 ). الاحتياطيات الدولية و الأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري، دار المستقبل العربي.
- صندوق النقد الدولي ، آفاق الاقتصاد العالمي، أبريل 2008 .
- البنك المركزي الأردني ، [www.cbj.gov.jo](http://www.cbj.gov.jo) .



