



جمهورية العراق
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة كربلاء – كلية الإدارة والاقتصاد
قسم العلوم المالية والمصرفية

تغيرات عرض النقد وسعر الصرف وتأثيرهما على إدارة الاحتياطيات الدولية

(دراسة قياسية مقارنة لعينة من الدول المختارة للمدة 2003-2015)

رسالة تقدم بها

رياض رحيم رضا العامري

إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد في جامعة كربلاء وهي جزء من متطلبات نيل درجة
الماجستير في العلوم المالية والمصرفية

بإشراف

ا.م.د. هاشم جبار الحسيني

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

يُوسُفُ أَيُّهَا الصِّدِّيقُ أَفْتِنَا فِي سَبْعِ بَقَرَاتٍ سِمَانٍ يَأْكُلُهُنَّ سَبْعٌ
عِجَافٌ وَسَبْعِ سُنبُلَاتٍ خُضْرٍ وَأُخَرَ يَابِسَاتٍ لَعَلِّي أَرْجِعُ إِلَى
النَّاسِ لَعَلَّهُمْ يَعْلَمُونَ ﴿٤٦﴾ ﴿٤٧﴾ قَالَ تَزْرَعُونَ سَبْعَ سِنِينَ دَأَبًا فَمَا
حَصَدْتُمْ فَذَرُوهُ فِي سُنْبُلِهِ إِلَّا قَلِيلًا مِمَّا تَأْكُلُونَ ﴿٤٨﴾ ﴿٤٩﴾ ثُمَّ
يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ سَبْعٌ شِدَادٌ يَأْكُلْنَ مَا قَدَّمْتُمْ لَهُنَّ إِلَّا قَلِيلًا
مِمَّا تَحْصِنُونَ ﴿٥٠﴾ ﴿٥١﴾ ثُمَّ يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ عَامٌ فِيهِ يُغَاثُ النَّاسُ
وَفِيهِ يَعْصِرُونَ

يُوسُفُ أَيُّهَا الصِّدِّيقُ أَفْتِنَا فِي سَبْعِ بَقَرَاتٍ سِمَانٍ يَأْكُلُهُنَّ سَبْعٌ عِجَافٌ وَسَبْعِ سُنبُلَاتٍ خُضْرٍ وَأُخَرَ يَابِسَاتٍ لَعَلِّي أَرْجِعُ إِلَى النَّاسِ لَعَلَّهُمْ يَعْلَمُونَ ﴿٤٦﴾ ﴿٤٧﴾ قَالَ تَزْرَعُونَ سَبْعَ سِنِينَ دَأَبًا فَمَا حَصَدْتُمْ فَذَرُوهُ فِي سُنْبُلِهِ إِلَّا قَلِيلًا مِمَّا تَأْكُلُونَ ﴿٤٨﴾ ﴿٤٩﴾ ثُمَّ يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ سَبْعٌ شِدَادٌ يَأْكُلْنَ مَا قَدَّمْتُمْ لَهُنَّ إِلَّا قَلِيلًا مِمَّا تَحْصِنُونَ ﴿٥٠﴾ ﴿٥١﴾ ثُمَّ يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ عَامٌ فِيهِ يُغَاثُ النَّاسُ وَفِيهِ يَعْصِرُونَ

اقرار المشرف

اشهد ان اعداد الرسالة الموسومة بـ (تغيرات عرض النقد وسعر الصرف وتأثيرهما على إدارة الاحتياطيات الدولية دراسة قياسية مقارنة لعينة من الدول المختارة للمدة 2003-2015)

والتي تقدم بها الطالب (رياض رحيم رضا العامري) قد جرى تحت اشرافي في جامعة كربلاء /كلية الادارة والاقتصاد، وهي جزء من متطلبات نيل درجة ماجستير علوم في الاحصاء.



المشرف: أ.د.م. هاشم جبار الحسيني

التاريخ: 2017/ 12 / 14

توصية السيد رئيس القسم

(بناءً على توصية الاستاذ المشرف أرشح الرسالة للمناقشة)



أ.م.د. زينب مكي البناء

رئيس قسم العلوم المالية والمصرفية

2017/ 12 / 14

اقرار الخبير اللغوي

اقر بان الرسالة الموسومة بـ(تغيرات عرض النقد وسعر الصرف وتأثيرهما على إدارة الاحتياطيات الدولية دراسة قياسية مقارنة لعينة من الدول المختارة للمدة 2003-2015) قد جرت مراجعتها من الناحية اللغوية حتى اصبحت ذات اسلوب لغوي سليم وخالي من الازطاء اللغوية ولأجله وقعت...



د. صفاء حسين لطيف

كلية العلوم الإسلامية

قسم/ اللغة العربية

جامعة/ كربلاء المقدسة

2017/١٢ / ٦

اقرار لجنة المناقشة

نشهد نحن اعضاء لجنة المناقشة باننا اطلعنا على رسالة الماجستير الموسومة
بـ (تغيرات عرض النقد وسعر الصرف وتأثيرهما على إدارة الاحتياطات
الدولية دراسة قياسية مقارنة لعينة من الدول المختارة للمدة 2003-2015)
والمقدمة من الطالب (رياض رحيم رضا) وقد ناقشنا الطالب في محتوياتها
وفيما له علاقة بها، ووجدنا انها جديرة بالقبول لنيل درجة ماجستير في العلوم
المالية والمصرفية بتقدير (**جيد جداً**)

أ.د. احمد خليل الحسيني

جامعة بابل/كلية الادارة والاقتصاد

(رئيساً)

أ.م.د. صادق راشد الشمري
كلية بغداد للعلوم الاقتصادية

(عضواً)

أ.د. حيدر يونس الموسوي
جامعة كربلاء-كلية الإدارة والاقتصاد

(عضواً)

أ.م.د. هاشم جبار الحسيني

جامعة كربلاء /كلية الادارة والاقتصاد

(عضواً ومشرفاً)

اقرار رئيس لجنة الدراسات العليا

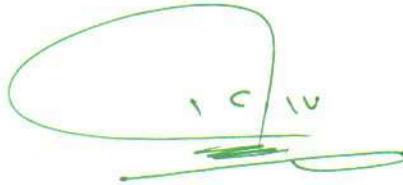
اقر رئيس لجنة الدراسات العليا في كلية الادارة والاقتصاد/جامعة
كربلاء على توصية لجنة المناقشة للطالب (رياض رحيم رضا)



ا.د. حيدر يونس الموسوي
رئيس لجنة الدراسات العليا
معاون العميد للشؤون العلمية والدراسات العليا

اقرار مجلس الكلية

اقر مجلس كلية الادارة والاقتصاد/جامعة كربلاء على توصية لجنة
المناقشة



ا.د. عواد كاظم شعلان الخالدي
عميد كلية الادارة والاقتصاد

الاهداء

الى ... سيد الكائنات محمد صلى الله عليه وسلم ومصاييح الهدى وسفن النجاة "عليهم السلام"
الى ... من دافعوا وحموا ارض العراق ... شهداء وجرحى ومقاتلين . ما كنا هنا لو لم تكونوا هناك
الى ... من كنت أتمنى ان يكونا معي اليوم، والدي وأخي الشهيد الحاج ضياء رحمهما الله . واسكنهما فسيح جناته

الى ... امي الغالية واختي العزيزة حفظكما الله

الى ... عائلة اخي الشهيد (ام عبد الله، عبد الله، طيف) حفظكم الله

الى ... زوجتي (ام محمد) شكرا الصبرك

اولادي (محمد، علي، بنين، ضياء الدين) حفظكم الله

الأصدقاء والأخوة جميعا مع التقدير

اهدي ثمار هذا الجهد

العامي رياض

شكر وامتنان

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين سيدنا محمد وعلى آل بيته الطيبين الطاهرين وعلى صحبه اجمعين.

يطيب لي حقا وأنا أنتهي من كتابة هذه الرسالة أن أتقدم بالشكر والامتنان العميق إلى أستاذي الفاضل الاستاذ المساعد الدكتور **هاشم جبار الحسيني** لتحمله المتابعة والاشراف والملاحظات القيّمة التي أبداها لإغناء البحث.

واتقدم بوافر شكري وثنائي للسادة الأساتذة **رئيس وأعضاء** لجنة المناقشة لتفضلهم بمناقشة وتقييم هذه الرسالة، وإبداء ملاحظاتهم العلمية القيمة.

ولا يفوتني ان أتقدم بوافر الشكر والامتنان إلى عمادة كلية الإدارة والاقتصاد المتمثلة **ا. د. عواد كاظم الخالدي** والى رئيس قسم العلوم المالية والمصرفية **ا. م. د. ميثاق هاتف الفتلاوي** و **ا. م. د. زينب البناء**، ويدعوني واجب العرفان بالجميل أن أتقدم بالشكر لجميع أساتذتي الذين على أيديهم تعلمنا ومن أفكارهم استزدنا (**ا. د. ميثم ربيع الحسنوي**، **ا. د. حيدر المسعودي**، **ا. د. عبد الحسين**، **ا. د. عباس كاظم الدعمي**، **ا. م. د. علي احمد فارس**، **ا. م. د. كمال جواد كاظم**، **ا. م. د. احمد كاظم الطائي**)

الشكر موصول الى **ا. م. د. حيدر يونس كاظم الموسوي** معاون العميد للشؤون العلمية لما أولاه من رعاية وتعاون مع طلبة الدراسات العليا ، و **ا. م. د. ليلى الحكيم** مسؤلة قسم الدراسات العليا لدعم والتوجيهات التي ابدتها الى طلاب الدراسات العليا ، اتمنى لهما كل التوفيق .

كما أتقدم بخالص شكري والتقدير الى الاخوة في مرحلة الدكتوراه للدراسات العليا في قسم العلوم المالية والمصرفية { المدرس والاخ الفاضل **مؤيد البعيجي** ، والاخ الفاضل **سعدون الحسيني** ، و الأخت الفاضلة **ايات الخفاجي** } لما قدمه من دعم ومساندة طيلة مدة الدراسة والبحث وشكر خاص الى المدرس والاخ الفاضل **حيدر الجنابي** للدعم والمعونة طيلة مدة الدراسة وكتابة الرسالة.

وأتقدم بالشكر والعرفان إلى منتسبي كلية الإدارة والاقتصاد -جامعة كربلاء لاسيما الموظفات في مكتبة الدراسات العليا لما قدموه من مساعدة لإنجاز هذه الرسالة.

والشكر والتقدير لزميلي في مرحلة الماجستير والذي ما كنا لنصل الى النجاح لولا تعاوننا معا { **حسين الصافي**، **زهراء السعدي** } اتمنى لهم كل التوفيق ان شاءالله.

ولا تنسيني هذه اللحظات ان اشكر كل من ساعدني في تسهيل مهمة دراستي والوصول الى هذه المرحلة من كادر وزارة الإسكان والبلديات ابتداء من السيد الوزير المحترم والسيد مدير اعلام الوزارة المحترم، والسيد مدير عام شركة الفاو الهندسية العامة وجميع الأخوة والزلاء من منتسبي الشركة لاسيما قسم الرقابة الداخلية ومشاريع كربلاء المقدسة.

وفي الختام أتقدم بالشكر لكل من بذل جهداً، ولو بسيط في مساعدتي، والمعذرة لمن فاتتني ذكر أسمائهم.

البحث

المستخلص

تسعى معظم البنوك المركزية للدول النامية والناشئة وكذلك المتقدمة منها الى حيازة نسب متفاوتة من الاحتياطيات الدولية كركن أساسي يستطيع الاقتصاد الاستناد اليه في سياساته المختلفة، وتكون جاهزة بدون أي قيد او شرط لمواجهة ازماتها سواء كانت تلك الناتج عن خلل في ميزان المدفوعات او الناتجة عن أزمات طارئة داخلية لاقتصاداتها مثل نقص الادخار مقابل الاستثمار وكذلك فجوة الموازنة العامة.

ان اغلب البلدان سواء كانت المتقدمة منها او الناهضة وخصوصا النامية وعلى وجه الخصوص النفطية ومنها العراق تواجهه مشكلة في عملية إدارة الاحتياطيات الدولية خلال مدة الازمات الاقتصادية وعلى وجه التحديد اثناء الازمات البنوية التي تعصف بالاقتصادات العالمية.

يعد لتغير عرض النقد وسعر الصرف تحت أي ظرف داخليا كان ام خارجيا، بصورة مخطئه من لدن السلطات النقدية ام لا، لا بد ان يكون مصحوبا بصورة حتمية بتبعات مالية ونقدية في مجمل المتغيرات الاقتصادية للبلد، ومن أبرز هذه المتغيرات هي ادارة الاحتياطيات الدولية.

تتناول هذه الدراسة إدارة الاحتياطيات الدولية لعينة من الدول المختارة، والطرق المتبعة من قبل تلك الدول في هذا الجانب اعتمادا على نوع الاقتصاد ودرجة تطور أسواقها، وقد تم اختيار اليابان كونها تمثل الأسواق المتقدمة، والبرازيل كونها تمثل الأسواق الناهضة او الناشئة، بالإضافة الى العراق كنموذج للدول النامية والرعية منها بصورة خاصة.

وقد بحثت الدراسة التغيرات التي تحدث في عرض النقد بمعانيه (m3, m2) و نظام سعر الصرف وتأثيرهما في إدارة الاحتياطيات الدولية في كل من دول العينة، ولعرض دعم الجانب النظري تم صياغة فرضيات رئيسة واختبارها بوسائل إحصائية متقدمة وتطبيق برنامج (spss) .

وقد جاءت الدراسة لتوضح ان نظام سعر الصرف العائم قد اسهم في التخفيف من الضغط على إدارة الاحتياطيات الدولية كما في عينات الدراسة اليابان والبرازيل ، فيما كان سعر الصرف الثابت اكثر وطأة على إدارة تلك الاحتياطيات كما في عينة الدراسة العراق ، وأنتج التوسع النقدي من خلال السياسة النقدية الهادفة في نمو وتراكم الاحتياطيات الدولية في دول الأسواق المتقدمة ومنها اليابان، إذا ان هذا التوسع بمعانيه المختلفة ينعكس داخل هذه الأسواق بصورة إيجابية على الناتج المحلي والممتد الى نمو الاحتياطيات الدولية، فيما كان التوسع النقدي مقابل تدفق رؤوس الأموال الخارجية الى الداخل والمنعكس على الناتج المحلي اهم قنوات تراكم الاحتياطيات الدولية في البرازيل، في حين كان نمو الاحتياطيات الدولية هي السبب الأوضح في نمو عرض النقد في العراق الذي يعود الى طبيعته الاقتصادية.

ولهذا استندت الدراسة على فرضية مفادها ان عرض النقد بمعانيه (m3, m2) ونظام سعر الصرف ذات دلالات احصائية وقياسية ومعنوية في إدارة وتراكم الاحتياطيات الدولية.

وقد خرجت الدراسة بجملة من النتائج والمقترحات ومنها ان نظام سعر الصرف العائم اقل ضغط على الاحتياطيات الدولية من نظام سعر الصرف الثابت او العائم المدار ، وان تغيرات عرض النقد

ﻻﺳﯩﻤﺎ ﻟﺪﻭﻝ ﺍﻟﺄﺳﻮﺍﻕ ﺍﻟﻤﺘﻘﺪﻣﺔ ﻭﺍﻟﻨﺎﻫﺰﺓ ﻣﻦ ﺍﻫﻢ ﻋﻮﺍﻣﻞ ﺗﺮﺍﻛﻢ ﺍﻟﺤﺘﯩﺎﭘﺎﺕ ﺍﻟﺪﻭﻟﯩﺔ ، ﻭﺍﻥ ﺍﺳﺘﺜﻤﺎﺭ ﻫﺬﺓ ﺍﻟﺤﺘﯩﺎﭘﺎﺕ ﻓﻲ ﺍﻟﻘﻄﺎﻋﺎﺕ ﺍﻟﻤﺎﻟﯩﺔ ، ﻗﺪ ﺳﺎﻫﻢ ﻓﻲ ﺗﺮﺍﻛﻢ ﺗﻠﻚ ﺍﻟﺤﺘﯩﺎﭘﺎﺕ ﻭﺗﺠﻨﺒﻬﺎ ﻛﻠﻔﺔ ﺍﻟﺤﺘﻔﺎﺯ.

قائمة المحتويات

الصفحة	الموضوع	ت
أ	الآية	1
ب	الإهداء	2
ت	الشكر والتقدير	3
ث	قائمة المحتويات	4
ج	قائمة الجداول	5
ح	قائمة المخططات	6
ح - خ	قائمة الأشكال البيانية	7
د	المستخلص	8
1	المقدمة: -	9
1	أولاً: - مشكلة الدراسة	10
2	ثانياً: أهمية الدراسة	11
2	ثالثاً: - هدف الدراسة	12
2	رابعاً: - فرضية الدراسة	13
3	خامساً: - الحدود الزمانية والمكانية للدراسة	14
3	سادساً: - المنهجية	15
3	سابعاً: - هيكلية الدراسة	16
4	ثامناً: - الاستعراض المرجعي لبعض الدراسات السابقة	17
10	الفصل الأول: - المرتكزات النظرية والمفاهيمية لمتغيرات الدراسة	18
11	المبحث الأول: - عرض النقد والعوامل المؤثر فيها	19
12	المطلب الأول: عرض النقد وفقاً لآراء المدارس الفكرية الاقتصادية المختلفة	20
23	المطلب الثاني: مكونات عرض النقد	21
26	المطلب الثالث: العوامل التي يؤثر فيها عرض النقد	22
31	المبحث الثاني: - سعر الصرف	23
31	المطلب الأول: ماهية سعر الصرف	24
39	المطلب الثاني: ماهية سوق الصرف	25
47	المطلب الثالث: النظريات المفسرة لسعر الصرف	26
54	المبحث الثالث: الاحتياطات الدولية وإدارتها	27
55	المطلب الأول: البنك المركزي ودوائه	28
71	المطلب الثاني: ماهية وطرق تكوين وإدارة الاحتياطات الدولية	29
80	المطلب الثالث: إدارة الاحتياطات الدولية وعلاقتها بالقطاعات الاقتصادية	30
90	الفصل الثاني: - الوصف السلوكي لمتغيرات الدراسة في دول العينة	31
91	المبحث الأول: تجربة اليابان للمدة 2003-2015	32
107	المبحث الثاني: تجربة البرازيل للمدة 2003-2015	33
122	المبحث الثالث: تجربة العراق للمدة 2003-2015	34
135	الفصل الثالث: تقدير وتحليل ديناميكية العلاقة بين متغيرات الدراسة لدول العينة (الإطار عملي)	35
136	المبحث الأول: توصيف النموذج القياسي	36
139	المبحث الثاني: تقدير وتحليل النموذج القياسي	37
150	المبحث الثالث: مقارنة النتائج القياسية لدول العينة	38

155	الفصل الرابع	39
156	المبحث الأول: الاستنتاجات	40
158	المبحث الثاني: التوصيات	41
160	المراجع والمصادر	42
173	المستخلص إنكليزي	43

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
52	منهج المحفظة في تفسير سعر الصرف	1.
96	مكونات الاحتياطيات الدولية لدولة اليابان	2.
97	نمو الاحتياطيات الدولية عدا الذهب في اليابان	3.
99	التغيرات في سعر صرف الين الياباني أمام الدولار الأمريكي وتأثيره على الصادرات	4.
103	تغيرات عرض النقد في اليابان للمدة من 2003-2015	5.
104	نسبة الاحتياطيات الى الواردات لدولة اليابان	6.
106	كفاية الاحتياطيات الدولية الى M2، M3 في لليابان للمدة 2003-2015	7.
111	مكونات الاحتياطيات الدولية لدولة البرازيل للمدة 2003-2015	8.
113	نمو الاحتياطيات الدولية عدا الذهب في البرازيل للمدة 2003-2015	9.
114	التغيرات في سعر صرف الريال البرازيل أمام الدولار الأمريكي وتأثيره على الصادرات للمدة من 2003-2015	10.
118	تغيرات عرض النقد ونسبة التضخم في البرازيل للمدة من 2003-2015	11.
119	نسبة الاحتياطيات الى الواردات لدولة للبرازيل	12.
121	كفاية الاحتياطيات الدولية الى (M2، M3) في البرازيل للمدة 2003-2015	13.
126	مكونات الاحتياطيات الدولية لدولة العراق 2003-2015	14.
127	نمو الاحتياطيات الدولية عدا الذهب في العراق 2003-2015	15.
129	التغيرات في سعر صرف الدينار أمام الدولار الأمريكي وتأثيره على التضخم للمدة من 2003-2015	16.
131	تغيرات عرض النقد في العراق للمدة من 2003-2015	17.
133	مؤشر نسبة الاحتياطيات الى الواردات للعراق	18.
134	كفاية الاحتياطيات الدولية الى (M2، M3) في العراق للمدة 2003-2015	19.
139	علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة لدولة اليابان	20.
140	علاقة الأثر بين متغيرات الدراسة لدولة اليابان	21.
143	العلاقة بين متغيرات الدراسة لدولة البرازيل	22.
144	أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع البرازيل	23.
147	العلاقة بين متغيرات الدراسة لدولة العراق	24.
148	أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع العراق	25.
151	مقارنة علاقة الارتباط بين المتغيرات لدول العينة	26.
152	مقارنة أثر سعر الصرف على الاحتياطيات بين دول العينة	27.
152	مقارنة أثر عرض النقد M2 على الاحتياطيات بين دول العينة	28.
153	مقارنة أثر عرض النقد M3 على الاحتياطيات بين دول العينة	29.
154	مقارنة أثر سعر الصرف وعرض النقد على الاحتياطيات بين دول العينة	30.

قائمة المخططات

الصفحة	اسم المخطط	رقم المخطط
25	المؤشرات الرئيسية لعرض النقد	1.
79	الحرية المتاحة لاستخدام الاحتياطيات	2.
93	العملية التشغيلية لتدفق التدخلات في سوق الصرف الأجنبي في اليابان	3.
108	هيكل إدارة الاحتياطيات الدولية في البنك المركزي البرازيلي	4.
124	علاقة البنك المركزي بين وزارة المالية ومزاد العملة	5.

قائمة الأشكال

الصفحة	اسم الشكل	رقم الشكل
14	توازن العرض والطلب في القطاع النقدي من خلال تغير سعر الفائدة	1.
15	أثر السياسة التوسع في التوازن الكلي لدى الكلاسيكي	2.
17	منحنى الطلب على النقود بدافع المبادلات	3.
19	رسم توضيحي لدالة الطلب على النقود لأغراض المضاربة	4.
20	فخ السيولة	5.
27	التوازن الكلي بين التدفقات السلعية والتدفقات النقدية	6.
28	علاقة سعر الفائدة بالطلب على الأموال المتاحة للقراض	7.
33	انعكاس سعر الصرف على القدرة التنافسية	8.
36	العرض والطلب والتوازن في سوق الصرف الأجنبي	9.
52	توازن المحفظة عند سعر فائدة معين	10.
66	صورة مبسطة لميزانية البنك المركزي	11.
86	كلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية	12.
98	يوضح نمو الاحتياطيات الدولية عدا الذهب في اليابان للمدة 2003-2015	13.
100	التغيرات في سعر صرف الين الياباني أمام الدولار الأمريكي	14.
100	أثر سعر الصرف على الصادرات اليابانية	15.
103	نسبة نمو عرض النقد (M3, M2, M1) في اليابان للمدة من 2003-2015	16.
105	كفاية الاحتياطيات الدولية بدلالة الأشهر	17.
106	كفاية الاحتياطيات الدولية الى M3, M2 في اليابان للمدة 2003-2015	18.
113	نمو الاحتياطيات الدولية عدا الذهب في البرازيل للمدة 2003-2015	19.

115	التغيرات في سعر صرف البرازيل املاً الدولار الأمريكي للمدة من 2003-2015	.20
115	أثر سعر الصرف على الصادرات البرازيلية	.21
116	أثر سعر الصرف على الناتج المحلي البرازيلي	.22
119	تغيرات عرض النقد في البرازيل للمدة من 2003-2015	.23
120	نسبة الاحتياطيات الى الواردات لدولة للبرازيل	.24
121	كفاية الاحتياطيات الدولية الى (M2، M3) في البرازيل للمدة 2003-2015	.25
128	حركة الاحتياطيات الدولية عدا الذهب في العراق للمدة 2003-2015	.26
130	حركة سعر الصرف ونسبة التضخم بالعراق للمدة 2003-2015	.27
131	تغيرات عرض النقدة m1, m2 في العراق للمدة من 2003-2015	.28
133	مؤشر تغطية الاحتياطيات الى الواردات للعراق	.29
134	نسبة تغطية الاحتياطيات الدولية الى M2، M3 في العراق للمدة 2003-2005	.30

المقدمة: Introduction

تسعى معظم البنوك المركزية للدول النامية والناهضة وكذلك المتقدمة منها الى حيازة نسب متفاوتة من الاحتياطات الدولية كركن أساسي يستطيع الاقتصاد الا يتناذر اليه في اياها المختلفة، وتكون جاهزة بدون أي قيد او شرط لمواجهة ازمتها واء كانت تلك الناتج عن خلل في ميزان المدفوعات او الناتجة عن ازمت طارئه داخلية لاقتصاداتها مثل نقص الادخار مقابل الاثمار وكذلك فجوة الموازنة العامة

وتعد لإدارة الاحتياطات الدولية أهمية بالغة في السياقات الاقتصادية الكلية والمالية الدولية منها على وجه الخصوص، كما تتطلب هذه الإدارة احترافية وتشدد في تنفيذها، ووضع الا تراتيجيات للمحافظة في قيمة هذه الاحتياطات عند مستوياتها المستهدفة، مع الاخذ بالاعتبار العلاقة التي تربطها بعرض النقد وعر الصرف.

وبما ان الدول المتقدمة والناهضة وكذلك النامية ومن ضمنها العراق تعمل في تسوية معاملاتها والتزاماتها الخارجية بما تكونه من احتياطات دولية، تحتل العملات الأجنبية النسبة الأكبر من هذه الاحتياطات، والمتحصلة من اجمالي الصادرات واء كانت تلك الناتجة عن القطاعات الريعية منها او الحقيقية ، وعادة ما تحدث تقلبات كبيرة في السعر التوازني لهذه الصادرات، واء كانت تلك التقلبات داخلية او خارجية، كمية كانت او عرية ، الامر الذي ينعكس بالمحصلة في حجم وتكوين تلك الاحتياطات وعلاقتها بعرض النقد وعر الصرف المحلي نتيجة هذه التقلبات.

وقد اثبتت تجارب الدول ان إدارة هذه الاحتياطات تجاوزت حدود فكرتها الأصلية عند كونها مصدا ضد الازمات المالية الدولية او المحلية، الى ا تخدامها في عدة نشاطات متنوعة أخرى، بضمنها الا تثمارات المالية لتلك الاحتياطات في أصول تدر عائد من ا يرفد حجم تلك الاحتياطات، والبعض الاخر ا تخدمت في تنمية وتنويع قطاعات اخرى قد تعمل بصورة غير مباشرة أيضا في دعم وتراكم احتياطاتها الدولية.

وشكل وعر الصرف وعرض النقد من اهم المتغيرات المصاحبة لتكوين تلك الاحتياطات، وبطبيعة الحال يختلف أثر كلا المتغيرين في تلك الاحتياطات وفقا للنظام الاقتصادي للبلد، ومرتهن بالسياسات المالية والنقدية التي يتبناها، فقد كان لتحول في نظام وعر الصرف أثره الفعال في بعض الدول، في حين تعيق البعض الاخر من ذلك للتحويل محددات قد تنعكس ا لبا في الاقتصاد الداخلي، والمرتهن بطبيعة القطاعات الاقتصادية لذلك البلد ومقدار مساهمتها في الناتج الإجمالي الكلي، في حين شكلت إدارة عرض النقد لبعض الدول اثار ا لبية ، كان للبعض الاخر اثاره الإيجابية ، مخضعاً ذلك التفاوت لأهداف السياسة النقدية لتلك البلدان والا تراتيجيات المر ومة بالتوافق مع السياقات المالية الموضوعية .

لذلك تثار عدة ائلة رئيسة وفرعية عن تكوين الاحتياطات الدولية من جهة، والعناصر التي ترتبط بها من جهة اخرى، ومنها عرض النقد وعر الصرف، وكيف تساعد في تسهيل العمليات الاقتصادية الداخلية وتكوين المصدر المن ا ب لمواجهة الازمات المالية والاقتصادية الخارجية.

أولاً: مشكلة الدراسة

يعد الجدل القائم بين المفكرين الاقتصاديين من جهة وصناع السياسة من جهة اخر عن إدارة الاحتياطات الدولية وكيف ينظر كل فريق الى هذه الاحتياطات من وجهة نظره فيما يجب ان يكون وفق الفلسفة التي تؤمن بها كل جماعة، ولا يختلف أي من المهتمين في المجال الاقتصادي والعلوم المرتبطة

مفاوتة بين دول العالم، وتعتمد في طبيعة النظام الاقتصادي لكل بلد، لذلك انطلقت الدراسة من فرضيتين رئيسيتين هما:

- 1-1-1- فرضية العدم H0 : لا توجد علاقة ذات دلالة معنوية لتأثير عرض النقد في تراكم وإدارة الاحتياطيات الدولية لدول العينة.
- 1-2-1- الفرضية البديلة H1 : توجد علاقة ذات دلالة معنوية لتأثير عرض النقد في تراكم وإدارة الاحتياطيات الدولية لدول العينة.
- 1-2-2- فرضية العدم H0 : لا توجد علاقة ذات دلالة معنوية لتأثير سعر الصرف في تراكم وإدارة الاحتياطيات الدولية لدول العينة.
- 2-2- الفرضية البديلة H1 : توجد علاقة ذات دلالة معنوية لتأثير سعر الصرف في تراكم وإدارة الاحتياطيات الدولية لدول العينة.

خامسا : الدود الزمانية والمكانية

اعتمدت الدراسة في اخذ نماذج وتجارب لبعض دول المتقدمة والناهضة والنامية في تكوين وإدارة احتياطياتها وأثر المتغيرات المستقلة في المتغير المعتمد، وهي كل من (اليابان، البرازيل، العراق)، وتقارير البنك الدولي التي تعترف بتلك البيانات، وتمتد الدراسة للمدة من 2003-2015 وهي المدة الكافية لتحليل البيانات وضمان دقتها في نتائج البحث.

سادسا: منهجية الدراسة

تعتمد الدراسة منهجا يهدف إلى الربط بين الأسس النظرية والتجريبية وبذلك فهي دراسة وصفية - تجريبية في أن وأحد فمن جهة تحاول تحديد متغيرات الدراسة المعتمدة عرض النقد وسعر الصرف بالمتغير التابع الاحتياطيات الدولية وصفا وعلاقة بهدف استخلاص علاقة الأثر والارتباط بين تلك المتغيرات ، ومن جهة تحاول الاسترشاد بهذه المتغيرات في بناء نماذج تيسر مهمة الاختبار التجريبي وتفسر نتائج الاختبارات، وتهدف للكشف عن طبيعة العلاقة بين المتغيرات المراد قياسها ومن خلال البرنامج الاحصائي SPSS ومع ذلك فأن الدراسة لن تغفل الجانب الوصفي في تحليل العلاقات.

سابعا: هيكلية الدراسة

من اجل احاطة موضوع البحث بأكبر قدر ممكن من المعلومات تم تقسيم الدراسة الى ثلاثة فصول، تناول الفصل الأول الإطار النظري لمتغيرات الدراسة عرض النقد وسعر الصرف وإدارة الاحتياطيات الدولية، متضمن ثلاث مباحث تناول الأول الإطار النظري لعرض النقد والعوامل المؤثر فيها، وتناول المبحث الثاني الإطار النظري لسعر الصرف، فيما تناول المبحث الثالث الاحتياطيات الدولية وادارتها، وتناول الفصل الثاني دراسة تجارب دول مختارة لمدة الدراسة من 2003-2015، مقسم الى ثلاثة مباحث، تناول المبحث الأول دولة اليابان، وتناوله الثاني دولة البرازيل، فيما تناوله الثالث دولة العراق، فيما تناول الفصل الثالث تقدير وتحليل ديناميكية العلاقة بين متغيرات الدراسة للدول المختارة (الإطار العملي) للبحث وتضمن ثلاثة مباحث، تناول الأول توصيف النموذج القياسي، وتناول المبحث الثاني تقدير وتحليل النموذج القياسي، فيما تناول المبحث الثالث مقارنة النتائج القياسية لدول العينة ، في حين تضمن الفصل الرابع أهم النتائج والتوصيات

ثامنا: الاستعراض المرجعي لبعض الدراسات سابقة

تهدف الدراسات السابقة الى أظهار بعض جوانب البحث الحالي التي تطرق اليها باحثون اخرون وبيان التشابه والاختلاف بين البحث الحالي والدراسات السابقة وفيما يأتي اهم تلك الدراسات ومجالات الافادة منها:

1-دراسات عربية

1-1دراسة (الشربيني، 2003)

عنوان الدراسة: (السيولة النقدية الدولية، نموذج مقترح لقياس الحجم الأمثل لها)

هدف الدراسة: وصف التطور في استخدام السيولة الدولية في تسوية المدفوعات الخارجية بين الدول عبر القنوات المعتمدة لنظام النقد الدولي، ومقدار تلك الاحتياطيات الدولية في حجم المساهمة لأجمالي السيولة العالمية، وتوضح الدراسة الحجم الأمثل والمرغوب به من تكوين وحياسة تلك الاحتياطيات، بعد ان يتم التعرف على العناصر الأساسية المكونة لتلك الاحتياطيات، ومقدار المنافع المتحصل والكلف المترتبة في تلك الحيازة، فضلا عن الوقوف على مشاكل السيولة الدولية وكيفية علاجها.

عينة الدراسة: قيا الحجم الامثل للاحتياطيات الدولية لعينه من الدول مع التركيز في حاله مصر (1988-1989)

لوب الدراسة: المنهج الوصفي (وصف متغيرات الدراسة وبين ادائها) المنهج التحليلي (تحليل وقيا العلاقة بين متغيرات الدراسة)

الافتتاحيات: انه وبرغم كفاية الاحتياطيات الدولية لدى بعض الدول النامية الا انها تتوزع بشكل متفاوت فيما بينها فضلا عن تفاوت العناصر المكونة لها، وان تكاليف الاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية لدى بعضها تفوق بكثير منافع الاحتفاظ بها.

أوجه التشابه مع الدراسة الحالية: يتحدد أوجه التشابه مع الدراسة الحالية من خلال ابراز كفاية الحيازة الحالية للاحتياطيات الدولية واستخدام عينه من الدول النامية، والدراسة الحالية تستخدم عينة لدول نامية وناشئة ومتقدمة.

أوجه الاختلاف مع الدراسة الحالية: تختلف عن الدراسة الحالية في هدف الدراسة من خلال ابراز عاملي عرض النقد وعر الصرف كمتغيرات مستقلة في التأثير على الاحتياطيات الدولية كمتغير تابع. مدى الافادة منها: الافادة من الدراسة كدراسة سابقة.

1-2- دراسة (بلقاسم، 2009)

عنوان الدراسة: (كفاية الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد الجزائري)

هدف الدراسة: تتناول الدراسة البحث في عدة نقاط ومنها جدوى وفعالية مستوى الاحتياطيات الدولية في الجزائر ومدى انعكاسها في مستوى التطور والنمو وتحسين مستوى المعيشة للمواطنين وخفض معدل البطالة، فضلا عن أثر تلك الاحتياطيات في جذب الاستثمار الأجنبي.

عينة الدراسة: دولة الجزائر (1996-2006)

لوب الدراسة: المنهج الوصفي (وصف متغيرات الدراسة وبيان ادائها) المنهج التحليلي (تحليل وقيا العلاقة بين متغيرات الدراسة)

الإنتاجات: ارتفاع مستوى الاحتياطيات الدولية تفوق مستوى الكفاية، وان هذه المبالغة في تكوين الاحتياطيات لم تنعكس بصورة فعلية في كثير من المتغيرات المرتبطة بـ□□ تكوينها ومنها جذب الاستثمار الاجنبي، إذا ان هذا الأخير يبحث عن الإ□□تقرار المالي والاقتصادي بدرجة أكبر. أوجه التشابه مع الدر□□ة الحالية: يتحدد أوجه التشابه مع الدر□□ة الحالية من خلال وصف طرق تكوين وإدارة الاحتياطيات الدولية.

أوجه الاختلاف مع الدر□□ة الحالية: تختلف عن الدر□□ة الحالية في هدف الدر□□ة وكذلك في الإ□□لوب المتبع في الجانب التطبيقي مدى الافادة منها: إذ أفيد منها كدر□□ة□□ابقة واحد مصادر البحث.

1-3- دراسة (الشاذلي، 2014)

عنوان الدر□□ة: طرق تكوين وإدارة الاحتياطيات الأجنبية، تجارب بعض الدول العربية والأجنبية (2011-2005)

هدف الدر□□ة: التعرف على ماهية الاحتياطيات الدولية والمفاهيم المرتبطة بها، والدوافع من وراء تكوينها، والطرق التي يمكن من خلالها تكوين تلك الاحتياطيات والاثار الاقتصادية والاجتماعية التي تصاحبها، كذلك طرق الإدارة التي تسيّر تلك الاحتياطيات والإ□□تراتيجيات المتبعة والمبادئ الحاكمة في تنفيذها.

عينة الدر□□ة: تجارب بعض الدول العربية، وبعض الدول الأجنبية في اقتصاديات مختلفة.

الإ□□لوب الدر□□ة: المنهج الوصفي (وصف متغيرات الدر□□ة وبيان ادائها) المنهج التحليلي (تحليل وقيا□□ العلاقة بين متغيرات الدر□□ة)

الإ□□تنتاجات: تعد تكوين وإدارة تلك الاحتياطيات في دعم الدول نحو الإ□□تقرار المالي، كما يعد حجم تلك الاحتياطيات كأحد المؤشرات المهمة التي تدعم ثقة دائني الدولة، وترتيبها في التصنيف الذي يعده صندوق النقد الدولي، فضلا عن درجة اعلى من الاطمئنان الى المستثمرين الأجانب فيما يتعلق بالإ□□تقرار المالي والاقتصادي لتلك الدول، اذا يعد وجود مستوى ملائم من تلك الاحتياطيات يعزز من قدرة الدولة في مواجهة تقلبات □□عر الصرف للعملة المحلية، وفي منحى اخر فان فائض تكوين تلك التراكمات قد يكون على حساب الفرص البديلة ومنها تكوين بيئة جاذبة للإ□□تثمار فضلا عن إمكانية تحقيق مستوى عالي من النمو الاقتصادي بصورة مستمرة.

أوجه التشابه مع الدر□□ة الحالية: يتحدد أوجه التشابه مع الدر□□ة الحالية من خلال وصف طرق تكوين وإدارة الاحتياطيات، فضلا عن مؤشرات كفاية تلك الاحتياطيات والتي عادة ما تكون □□ائدة لأغلب الدول في هذا الجانب.

أوجه الاختلاف مع الدر□□ة الحالية: تختلف عن الدر□□ة الحالية في هدف الدر□□ة وكذلك في الإ□□لوب المتبع في الجانب التطبيقي

مدى الافادة منها: إذ أفيد منها كدر□□ة□□ابقة واحد مصادر البحث.

1-4 - دراسة (زراري، 2016)

عنوان الدر□□ة: انعكاسات تغيرات أ□□عار الصرف على الاحتياطيات الدولية، در□□ة حالة الجزائر

(2014-2000)

هدف الدر□□ة: ابراز العلاقة بين □□عر الصرف والاحتياطيات الدولية، وعلاقة الأخير في تغير قيمة المكون الأ□□□ من العملة الارتكازية امام العملات العالمية الأخرى.

عينة الدر□□ة: الجزائر (2014-2000)

□ لوب الدراية: المنهج الوصفي (وصف متغيرات الدراية وبيان ادائها) المنهج التحليلي (تحليل وقيا □ العلاقة بين متغيرات الدراية)

□ الإنتاجات: ان التغيير في أعار الصرف مقاد الى العرض والطلب في □ وق الصرف والمشتق من الحاجات وال□ تخدامات من وراء تلك التقلبات، ويعد تراكم الاحتياطات لا □ يما العملة الأجنبية من الدولار من اهم الأ□ باب لمواجهة تلك التقلبات او الاحتياجات الدولية، ويشكل □ مر صرف للعملات الارتكازية فيما بينها عامل مؤثر في القيمة الحقيقية لتلك الاحتياطات لا □ يما عندما يكون هنالك اختلاف لنوع العملة المستلمة من الصادرات عن المسددة الى الواردات ، والذي يقود الى فوارق مالية كبير ومن الضروري اخذها في جانب من الأهمية الضرورية .

□ أوجه التشابه مع الدراية الحالية: يتحدد أوجه التشابه مع الدراية الحالية في تناوله مكونات الاحتياطات الدولية فضلا عن المؤشرات المستخدمة في قيا □ كفاية الاحتياطات الدولية، وتناول ماهية □ مر الصرف، واهم النظريات المفسرة لسلوك □ مر الصرف، والعلاقة التي تربط □ مر الصرف بالاحتياطات

□ أوجه الاختلاف مع الدراية الحالية: تختلف عن الدراية الحالية في هدف الدراية من خلال تناولنا لمتغيري (□ مر الصرف وعرض النقد) وأثرهما على الاحتياطات الدولية، فضلا عن عينة الدراية محده بدولة الجزائر.

□ مدى الافادة منها: الافادة من الدراية مصدر ودراية □ ابقة

5-1- دراسة (الفتلاوي، 2017)

□ عنوان الدراية: دور الاحتياطات الدولية في تحقيق الإ□ تقرار الاقتصادي للاقتصادات الريعية

(تجارب دول مختارة)

□ هدف الدراية: تحليل تطور الاحتياطات الدولية وانعك□ ها في الإ□ تقرار الاقتصادي لدول العينة، وقيا □ دور تلك الاحتياطات والانعك□ ات بما يخدم الجانب النظري

□ لوب الدراية: المنهج الوصفي (وصف متغيرات الدراية وبيان ادائها) المنهج التحليلي (تحليل وقيا □ العلاقة بين متغيرات الدراية)

□ الإنتاجات: تعد كفاءة إدارة الاحتياطات الدولية من اهم العوامل التي تسهم في الإ□ تقرار الاقتصادي (الداخلي والخارجي) والذي يعكس جودة تلك الإدارة ، ويعد نظام □ مر الصرف من اهم المحددات في الطلب لحيازة وحجم تلك الاحتياطات ، اذا يكون لنظام □ مر الصرف المرن ضغوط اقل لتلك المتطلبات عن ماهي عليه لأ□ مر الصرف الثابت او المرن المدار ، وكما يعد لا □ تثمار تلك الاحتياطات في مستوى النشاط الداخلي من القنوات الغير مباشرة المهمة التي تسهم في زيادة الإيرادات العامة للدولة ، فضلا عن دور تلك الاحتياطات في ضمان □ تقرار ميزان المدفوعات .

□ أوجه التشابه مع الدراية الحالية: يتحدد أوجه التشابه مع الدراية الحالية في تناوله مكونات الاحتياطات الدولية فضلا عن المؤشرات المستخدمة في قيا □ كفاية الاحتياطات الدولية، واهم القنوات المكونة لتلك الاحتياطات، بالإضافة تناول نظام □ مر الصرف كمحدد مهم لحجم وكفاية تلك الاحتياطات.

□ أوجه الاختلاف مع الدراية الحالية: تختلف عن الدراية الحالية في هدف الدراية من خلال تناولنا لمتغيري (□ مر الصرف وعرض النقد) وأثرهما على الاحتياطات الدولية، فضلا عن عينة الدراية محده بدول الريعية.

□ مدى الافادة منها: مصدر ودراية □ ابقة

2- دراسات اجنبية

2-1- دراسة (Aizenman & Lee:2007)

عنوان الدراسة:

Precautionary versus Mercantilist Views, Theory and Evidence**(International Reserves)**

هدف الدراسة: اهمية التحوط والاكنتاز للاحتياطيات الدولية مقابل الآراء المراكنتالية في الدول النامية. عينة الدراسة: نمو الاحتياطيات الدولية العالمية للفترة (1980-2000) لوب الدراسة: المنهج الوصفي (وصف متغيرات الدراسة وبين ادائها) المنهج التحليلي (تحليل وقيا العلاقة بين متغيرات الدراسة)

الإنتاجات: ان من اهم الدوافع وراء ارتفاع الاكنتاز للاحتياطيات الدولية لمعظم الدول هو الانفتاح التجاري وما يقابله من ارتباط الأوق المالية، وتجنب الازمات المالية التي تحدث بسبب التدفقات المعاكسة لرؤو الأموال الى الخارج، مما قد يكشف الازمات الاقتصادية ولايما للمشاريع الممولة في المدى طويل عن طريق الودائع والقروض قصيرة الاجل، وكيف نقارن بين كلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات مقابل تكاليف توقف الإنتاج او المشاريع الناجمة عن الازمات المفاجئة.

أوجه التشابه مع الدراسة الحالية: يتحدد أوجه التشابه مع الدراسة الحالية اظهر الدوافع الألية في تكوين تلك الاحتياطيات، والتركيز في دراسة كفاية الاحتياطيات الدولية، وان هنالك كثير من الدول تستخدم مؤشرات محده وتكاد تكون متشابهة في قيا مثالية وفعالية احتياطياتها.

أوجه الاختلاف مع الدراسة الحالية: تختلف عن الدراسة الحالية في هدف الدراسة من خلال تركيزها في الانفتاح المالي والتجاري وتأثيرهما في الاحتياطيات الدولية.

مدى الافادة منها: الإفادة من الدراسة دراسة سابقة.

2-2- دراسة (He, Yi : 2009)

عنوان الدراسة:

(A Test on Determinants of China's Demand for International Reserves)

هدف الدراسة: اختبار بعض المتغيرات المحددة لطلب الصيني على الاحتياطيات الدولية عينة الدراسة: البيانات الربع نوية للصين للفترة من (2001-2008) لوب الدراسة: المنهج الوصفي (وصف متغيرات الدراسة وبين ادائها) المنهج التحليلي (تحليل وقيا العلاقة بين متغيرات الدراسة)

الإنتاجات: ان من اهم الدوافع لتلك المحددات هي التنوع وتباين في قيمة تلك الاحتياطيات، ويقف الناتج المحلي الإجمالي بالمستوى الثاني من تكوين تلك الاحتياطيات، في حين كان متوط الميل الإثيرادي ذو تأثير اقل من المستويين السابقين، وكان لسعر الفائدة الأثر لبلي اتجاه تكلفة الفرص البديلة.

أوجه التشابه مع الدر□ة الحالية: يتحدد أوجه التشابه مع الدر□ة الحالية اظهر الدوافع الأ□ية في تكوين تلك الاحتياطات، والتركيز في در□ة كفاية الاحتياطات الدولية لأكبر دولة تمتلك تلك الاحتياطات وبعض المتغيرات التي تقف وراء تراكم تلك الاحتياطات. أوجه الاختلاف مع الدر□ة الحالية: تختلف عن الدر□ة الحالية في هدف الدر□ة من خلال تناولنا لمتغيرات لم تتناولها الدر□ة، فضلا عن عينة الدر□ة محدده بدولة الصين مدى الافادة منها: الإفادة من الدر□ة مصدر ودر□ة □ابقة.

3-2- دراسة (Steiner: 2010)

عنوان الدر□ة:

(The Accumulation of International Reserves by Central Banks Exploring Causes and Consequences)

هدف الدر□ة: تحليل أ□باب ارتفاع تراكم الاحتياطات الدولية لدى البنوك المركزية وفق أ□س منهجية ونظرية , وكذلك دوافع البنك المركزي في التدخل في □وق الصرف الأجنبي والنتائج المترتبة في □تمرارية ذلك التدخل .

عينة الدر□ة: عينة من الدول المختارة للفترة (1975-2003)

□لوب الدر□ة: المنهج الوصفي (وصف متغيرات الدر□ة وبين ادائها) المنهج التحليلي (تحليل وقيا □العلاقة بين متغيرات الدر□ة)

الإ□تنتاجات: ان الازمات المالية لا□يما أزمات العملة هي من أبرز المحفزات لتراكم تلك الاحتياطات ومن أهمها الازمة ال□يوية التي حدثت عام 1997، فضلا عن رغبة البنوك في دعم □تقرارها المالي والاقتصادي من خلال امتلاكها للموجودات الدولية، وكذلك يعد الانفتاح المالي والخوف من تذبذب تدفق رؤو □الموال الخارجية من والى الخارج والاثار الضارة لتوقف تلك التدفقات من الأ□باب الأ□ية التي تمنح تلك الاحتياطات كضوابط لتقلبات تلك التدفقات، وان تأثير عملية التعقيم من لدن البنك المركزي في الأمد البعيد قد تفقد الى اثار تضخمية اذا لم تكن تنسجم مع نمو القطاع الخاص ولا□يما تدفقات رؤو □الأموال الى داخل عن طريق الأخير .

أوجه التشابه مع الدر□ة الحالية: يتحدد أوجه التشابه مع الدر□ة الحالية في تناولها لاهم الأ□باب التي دفعت البنوك المركزية لتراكم هذا الكم من الاحتياطات، فضلا عن تنوع عينات الدول موضع الدر□ة.

أوجه الاختلاف مع الدر□ة الحالية: تختلف عن الدر□ة الحالية في هدف الدر□ة من خلال اظهر بعض المتغيرات الداخلية وأثرها على تلك الاحتياطات

مدى الافادة منها: الإفادة من الدر□ة مصدر ودر□ة □ابقة

4-2- دراسة (Aizenman. Et. al : 2015)

عنوان الدر□ة:

(International Reserves Before and After the Global Crisis: Is There No End to Hoarding?)

هدف الدر□ة: در□ة انعكا □الازمات المالية العالمية في التغيرات الأخيرة في هيكل وأنماط تكوين الاحتياطات الدولية، كذلك انعكا □حالة عدم الإ□تقرار في الأ□واق الناهضة والنامية هي الدافع الأكبر في □لوك ارتفاع حيازة الاحتياطات الأجنبية، فضلا عن دور الإ□تثمار الأجنبي المباشر مع □تخدام المورد البشرية المحلية كان جزء مهم في تراكم تلك الاحتياطات.

عينة الدراية: عينة من الأوق النامية والناهضة مقارنة لفترة (1999-2006) والمدد الاحقة لغاية 2012

لوب الدراية: المنهج الوصفي (وصف متغيرات الدراية وبين ادائها) المنهج التحليلي (تحليل وقيا العلاقة بين متغيرات الدراية)

الانتاجات: تتفاوت عملية تراكم الاحتياطيات بصورة أكبر في الدول النامية والناهضة لدول شرق يا عن ماهي عليه في دول أمريكا اللاتينية، وكذلك لوك المجموعة الأول لتكوين الصناديق السيادية ورغبة الاكتناز الناتجة عن الوفرة في نواتجها المحلية فضلا عن محدده انتقال رؤو الأموال الى الخارج، في حين كان عامل تدفق رؤو الأموال الأجنبية الى الداخل وكذلك القوانين والتشريعات الضريبية الداخلية اهم عناصر تكوين الاحتياطيات للمجموعة الثانية ، وفي ظل عدم وضوح باب التباين لدوافع الحيازة ولايما تلك التي تفوق مؤشرات كفاية التكوين المتعامل بها ، لذا يعد التنبؤ بالسوك المستقبلي لتلك التراكمات امر بالغ الأهمية .

أوجه التشابه مع الدراية الحالية: يتحدد أوجه التشابه مع الدراية الحالية من خلال اظهار أهمية الاهتمام بإدارة تكوين الاحتياطيات والتنبؤات المستقبلية لسلوك التراكم والاكتناز لعينات الدراية وادائها لعينات اوق نامية وناهضة.

أوجه الاختلاف مع الدراية الحالية: تختلف عن الدراية الحالية في هدف الدراية من خلال تركيزها في التباين في طرق التي تسلكها بعض الدول لتكوين احتياطياتها، ومنها القوانين الخاصة بتدفقات رؤو الأموال فضلا عن القوانين الضريبية المنظمة للأعمال المالية. مدى الافادة منها: الإفادة من الدراية مصدر ودراية اابقة.

5-2- دراسة (Jeanne, 2016)

عنوان الدراية: The Macro prudential Role of International Reserves

هدف الدراية: ابراز أهمية الضوابط والإجراءات في حركة را المال وانعكاسها في تراكم الاحتياطيات الدولية.

عينة الدراية: البرازيل (2005-2014)

لوب الدراية: المنهج الوصفي (وصف متغيرات الدراية وبين ادائها) المنهج التحليلي (تحليل وقيا العلاقة بين متغيرات الدراية).

الانتاجات: ان اوق الدول المتقدمة تمول من أصول منخفضة الغلة ولايما تلك المتدفقة من الأوق النامية، وان من اهم الأوق باب تدفق رؤو الأموال الى الخارج هي افتقاره نظام مصرفي فعال قادر في مواجهة الازمات المالية المفاجئة، وفي ظل تفاوت اعار الفائدة الحقيقية الداخلية وانعكاسها في الدورات الاقتصادية، بالمقابل أثر تلك التغيرات في تدفق رؤو الأموال من والى الخارج، ولكن اعر الفائدة الحقيقي هو الأوق الذي ينظر اليه المستثمر، فان هدف اهداف اعر الصرف الحقيقي هو اهم الدوافع الاحترازية في تراكم الاحتياطيات الدولية ، فضلا عن اخدام أدوات السياسة المالية وادائها قناة الضريبة في تدفقات رؤو الأموال ، هي من الأدوات المهمة التي تدعم إدارة الاحتياطيات الدولية من قناة ضوابط في حركة رؤو الأموال .

أوجه التشابه مع الدراية الحالية: حالة الدراية (البرازيل) وكيف تنظر السلطات الى الوائل التي تساعدها في إدارة الاحتياطيات الدولية بصورة أفضل.

أوجه الاختلاف مع الدراية الحالية: من حيث متغيرات وعينات الدراية موضوع الدراية.

مدى الافادة منها: الإفادة من الدراية مصدر ودراية اابقة

الفصل الأول

المرتكزات النظرية والمفاهيمية

لمتغيرات الدراسة

المبحث الأول

عرض النقد والعوامل المؤثر فيها

The impact of the money supply to some factors

تمهيد

ما زال عرض النقد يشغل فكر الكثير من الباحثين والاقتصاديين والمحللين الماليين منهم على وجه الخصوص، إذ تحتل النقود أهمية عالية من بين باقي المتغيرات الاستراتيجية داخل الاقتصاد، واتساع دورها وتناميها في جميع الأنشطة الاقتصادية، وهذا ما يدفع دول العالم بمختلف تصنيفاتها الى الاهتمام العالي في ادارتها بالطريقة التي تسعى لتحقيق أهدافها من تلك الإدارة.

ان الطلب على النقود من لدن جميع القطاعات يختلف تفسيره باختلاف وجهة نظر المدارس التي فسرت دورها داخل الاقتصاد، إذ يعتقد البعض في ان دورها يكون محايداً، فيما ينظر طرف اخر في عدم حياديتها وتحدث تأثير واضح في الاقتصاد بصورة عامة، فيما ذهب اخرون في انها سلعة كباقي سلع الاخرة التي يمكن الاحتفاظ بها كمخزن للقيمة، لذا يعد ذلك الطلب من اهم الأسباب التي اثارة جدل كبير بين تلك المدارس الاقتصادية.

وتعد الأسباب والمبررات في تغيير عرض النقد داخل أي بلد من اهم المؤثرات بصورة مباشرة في القوة الشرائية لعملته، من ثم في القيمة التبادلية لتلك العملة، وهذا بالتبعية يؤثر في النشاط الاقتصادي ككل، لذلك ان عملية إدارة عرض النقد داخل البلد لتحقيق اهداف محدد عن طريق الأدوات والطرق المستخدمة من لدن البنك المركزي التي تؤل اليه هذه المهام بالعادة، إذ يقوم عن طريقه باستخدام مجموعة من الإجراءات والأدوات وتتبلور بما يطلق عليه السياسة النقدية.

المطلب الأول

عرض النقد وفقاً لآراء المدارس الفكرية الاقتصادية المختلفة

The various economic schools

أولاً: في ظل الفكر الكلاسيكي The classic thought

أسس التقليديون أو ما يطلق عليهم الكلاسيكيون فكرتهم في حيادية النقود في الجانب الاقتصادي الحقيقي، واقتصر دورها في نقل القيمة والتبادل بين المتعاملين، وهم ينظرون بحساسية عالية بين عرض النقد وأسعار السلع والخدمات، إذ يقوم الفكر الاقتصادي في الفصل بين القطاع الحقيقي (الدخل والاستخدام والإنتاج) والقطاع النقدي (الدعمي، 2010: 25).

ولطالما نظر الكلاسيكيون أن المنفعة من النقود مشتقة بمقدار السلع أو الخدمات التي يمكن حيازتها من خلالها، وأن زيادة الإنتاج يدفع إلى زيادة الطلب على النقود لغرض الشراء، وهي تغيب فكرة عامل الوقت بين عملية الشراء والبيع وعملية الإنتاج والاستهلاك كما تستبعد من حساباتها فكرة التوقعات المستقبلية والتي ترسخ إلى فكرة الاكتناز ودور النقود كمخزن للقيمة أو أي دور فعال داخل الاقتصاد غير كونها وسيط للتبادل، إذ تمحوره الفكرة في جانب العرض وتغيب جانب الطلب على النقود (الجنابي وإرسال، 2009: 19)، ويعلل الكلاسيكيون ذلك عن طريق تأثير عرض النقد، فعند تخفيض المعروض النقدي تنخفض القدرة الشرائية لعامة الناس وبالمحصلة انخفاض إجمالي الإنفاق، والآخر يعني انخفاض في الطلب الكلي، والآخر يؤدي إلى زيادة في المخزون من الإنتاج عند الشركات، الأمر الذي يجبر الشركات المنتجة في خفض أسعارها للتخلص من مخزون السلعة وهكذا فإن النتيجة النهائية لتخفيض عرض النقد تدفع إلى خفض مستوى الأسعار، ويكون مقدار ذلك الانخفاض في الأسعار متناسباً مع الانخفاض في المعروض من النقود (Dwivedi، 2007:211)، وأكثر ما شغل أفكار الكلاسيكيين ومن بعدهم الكلاسيكيون الجدد هو إيجاد مبررات لارتفاع الأسعار في المستوى العام وتفسير ذلك بطريقة رياضية، وقد وضع العالم إرفنج فشر (Irving Fisher) الصيغة النظرية التي فسرت دور النقود في الاقتصاد واثبات حياديتها عن طريق معادلاته التي كان يركز منطوقها في:

$$MV=PT \dots (1)$$

اذ إن:

M=كمية النقود في التداول (عملة نقود مصرفية)

V=سرعة دوران النقود

P=المستوى العام للأسعار

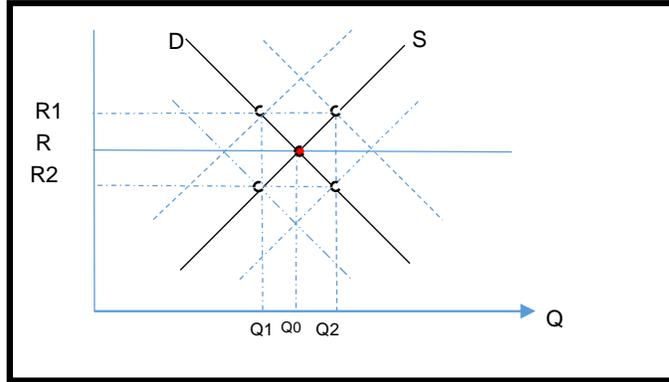
T=حجم التبادل

ان مقدار التوسط للنقود خلال المعاملات التجارية خلال مدة معينة من الزمن هي من تفسر المسبب من الجانب النقدي المنتقل الى الجانب الحقيقي (السيد علي والعيسى، 2004: 253)، وعن طريق تفسير العلاقة المتبادلة بين عرض النقد والمستوى العام للأسعار بطريقة رياضية سميت في اثرها بالمعادلة التبادلية، اذا فسرت العلاقة السببية بين التدفقات النقدية والتدفقات الحقيقية (السلع والخدمات)، وتذهب لتفسير الطلب على النقود الفعلية خلال مدة معينة وما يقابلها من مجموع الطلب في السلع لنفس الفترة (الخضري، 1990: 153).

يستند الكلاسيكيون في هذا النهج لدعم نظريتهم الى العوامل التي تسبب في اصل الطلب على النقود، اذ يمثل عرض النقد المتغير الأهم سواً كان بالزيادة او النقصان تأثير مباشر بنفس المقدار في المستوى العام للأسعار، وتعد مرونة الأجور سبب في الغاء مفهوم البطالة في أفكارهم ، وبالاعتماد على فرضية التوازن التلقائي لنظام الاقتصادي، اذ تعد فكرة الوفرة الإنتاجية مستبعدة ، مستمدين ذلك من قانون ساي (Says Low)، ولطالما العرض يحث الطلب ، فالدخل الذي لا يوجه نحو الاستهلاك اليومي او شراء السلع يحول نحو الاستثمار (حداد وهذلول، 2008: 102).

بنى (J.B.SAY) قانونه في تعريف العرض والطلب في الأسواق، بان العرض يخلق الطلب المساوي له ولا يوجد بحكم ذلك فائض للمعروض في مدار الزمن، وان حدث ذلك فانه محدود واستثنائي في قطاع الاعمال، لكون هذا الفائض ان وجد بصور اجمالية في الوحدات الإنتاجية فانه يحث الأسعار في الانخفاض من ثم يدفع الى تخفيض اجور العاملين، وانخفاض القدرة الشرائية لديهم في الطلب في السلع والخدمات الاخرى، مما ينتج في نهاية المطاف الى زيادة البطالة (عامر، 2010: 43)، ويصور ساي حالة التوازن عن طريق الرغبة التلقائية للمنتجين (البائع) في مبادلة منتجاتهم من السلع والخدمات للحصول على سلع وخدمات أخرى، وقد يعاد جزء منها في العملية الإنتاجية والأخر يذهب الى الاستهلاك الطبيعي المباشر، كذلك يذهب جزء منه نحو استثمار جديد، هذه العملية تفسر ان البائع هو المشتري في الوقت نفسه لسلع أخرى غير التي ينتجها، اذ يمثل كل انتاج من السلع طلب في السلع الاخرى، ولطالما ان النقود المستلمة من عمليات البيع يعاد تدويرها مرة اخرة بسلع وخدمات جديدة، فأنها تعكس الحاجة الحقيقية لوجودها لغرض التبادل، دون ان يكون للاكتناز دور يذكر، بعد ان اثبتت النقود عدم قدرتها في توليد أي منفعة منها سوى نقل القيمة في عملية الشراء والبيع (الدليمي، 1990: 386)، ويؤيد ساي الفكر الكلاسيكي باعتبار النقود هي الستار الذي تجري خلفه المبادلات، وان الدخل بصورة سائلة لا يستمر طويلا، مبررا ذلك بان السلوك العقلاني سرعان ما يتحول الى طلب ليكافئ العرض (بقيق، 2014: 143).

كما يعد متغير سعر الفائدة القاعدة الثانية بعد قانون ساي في تفسيرهم المساواة بين الادخار والاستثمار المرغوب فيه عند مستوى من الإنتاج الذي يحقق الاستخدام الكامل، وهذا ما يرسخ فكرة ان الادخار يذهب نحو الاستثمار، اذ يعد سعر الفائدة التوازني المتحكم الأساس في ضبط الزيادة او الانخفاض في جانب الاستثمار على جانب الادخار والعكس صحيح (القرشي، 2009: 96)، ويوضح الشكل (1) ان سعر الفائدة التوازني R هو من يوجد التوازن بين العرض والطلب على الأموال المعدة للإقراض.



الشكل 1

توازن العرض والطلب في القطاع النقدي عن طريق تغير سعر الفائدة

المصدر / عامر، وحيد مهدي، السياسات النقدية والمالية والاستقرار الاقتصادي النظرية والتطبيق، دار الجامعة، الإسكندرية 2010 ص 44، بتصرف من الباحث .

ثانياً: في ظل الكلاسيكيون الجدد The new classic authors

وجد الكثير من أساتذة الاقتصاد والباحثين حين ذاك ان هنالك قصور في تفسير بعض المفاهيم في معادلة فشر والنظرية التي بنيت عليها، ومنها حصر الوظيفة الأساسية للنقود بالتبادل وتجاهل وظائف اخر ومنها كمخزن للقيمة، وان الطلب على النقود يتناسب عكسيا مع دورانه واغفال دور الحيابة التي يرغب بها الافراد من النقود (السيد علي والعيسى 2004:237)، ولم تستمر معادلة فشر في الثبات طويلا ، اذ قدم الفريد مارشال صيغة جديدة اطلق عليها فيما بعد معادلة كامبردج او الأرصدة النقدية ، فسر من خلالها سلوك الفرد بالاحتفاظ بالنقود ، وهي توضح ان القوة الشرائية للنقود تعتمد في كمية النقود التي يرغب بها الافراد في أي لحظة من الزمن وبين الكمية المعروضة لأغراض التبادل لتلك الفترة ومن هنا يبرز الدور الثاني للنقود (مخزن للقيمة) وتأثير الدوافع الحقيقية في الطلب على النقود من هذا الجانب و صيغة المعادلة وفق مفهوم نظرية كامبردج كالآتي:

$$MV=kPY \dots\dots(2)$$

اذ استبدله T بالمتغير Y الذي يمثل مقدار الإنتاج الحقيقي، وان k نسبة من النقود سوف يحتفظ بها الافراد كمخزن للقيمة اذ ان:

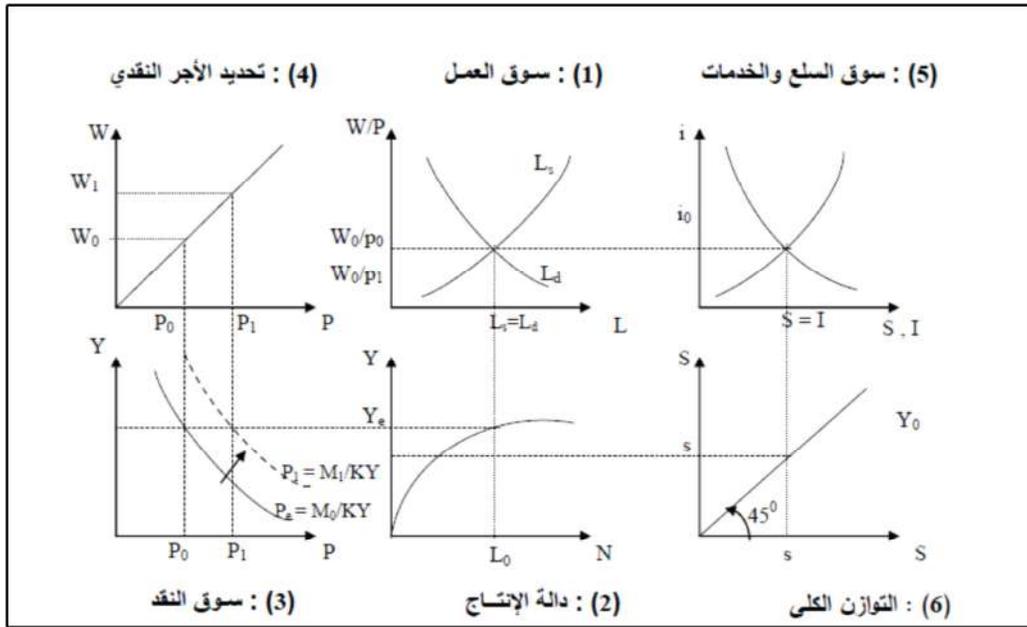
$$M * 1/V=P*Y\dots\dots(3)$$

اذ يمثل كمية النقود التي يرغب الافراد الاحتفاظ بها $1/V=K$

$$Md= k p y\dots\dots(4)$$

$$\therefore V = \frac{1}{k} \quad k = \frac{1}{V}$$

وإن k تعبر عن المتغير الجديد الذي من شأنه التأثير في الكمية النقدية يختلف عن المتغيرين p ، y التي كانت محددة في الطلب على النقود (بموجب، 2014:158)، وخلال المدة التي استحدثت الكلاسيكيون نظرياتهم، وعلى رغم من اختلاف وجهات النظر فيما بينهم عن عرض النقد والقوة الشرائية للنقود، إلا أنهم متفقين في أن الناتج (y) لا يمكن تغييره طالما أن الموارد الاقتصادية محددة، وأن الاقتصاد يتسم بالتوظيف الكامل، وأن تغيير الإنتاج في المدى القصير غير وارد، وهذا ما يرسخ فكرة عدم تغيير الأسعار في المدى القصير، وبثبات (v) التي لا تتغير كثير باعتمادها في عوامل الانفاق ووسائل الدفع للأفراد والتضخم وتغير مستوى الأسعار وكذلك الاستقرار في السياسة الاقتصادية للبلد في المدى القصير، من ثم لا تعدو نظرتهم إلى وظيفة النقود إلا بالحيادية في موضوعة التبادل وهذا ما ذهب إليه الكلاسيكيون والنيو كلاسك باتجاه النظر إلى النقود والسياسة النقدية للبلد (الدعمي، 2008:10).



الشكل 2

تأثير السياسة التوسعية في التوازن الكلي لدى الكلاسيكي

المصدر: بلان، محمد الشريف، محاضرات في التحليل الاقتصادي الكلي، الدوال الاقتصادية الكلية الأساسية القطاع النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، 2010 ص 138.

عن طريق الشكل (2) يمكن تفسير زيادة المعروض النقدي من لدن السلطات النقدية وفي ظل الإنتاج الكامل، إذا لا يمكن أن يتوسع الإنتاج بنفس مقدار التغير النقدي (في الأجل القصير)، وهذا ما يسبب ضغط في الأسعار التي تستجيب بصورة طوعية لتلك الضغوط بالارتفاع عما كانت عليه المنحنى (3)، هذا الارتفاع بالأسعار يكون معكوساً بصورة حتمية في الدخول الحقيقية للعاملين وبطريقة عكسية الأمر الذي يؤدي الزيادة البطالة بصورة ارادية لانخفاض الأجور المنحنى (1)، وبما أن الكلاسيكي يؤمنون بالمنافسة في سوق العمل فإن الأجور الحقيقية سرعان ما تأخذ وضعها

الطبيعي مرة اخرى، وهذا ما يشير اليه الكلاسيك بمفهوم اليد الخفية¹ التي تدفع الأجور للارتفاع بمقدار التغيير في المستوى العام للأسعار منحنى (4) وهي تأثير مؤقت في سوق العمل، ويوضح المنحنى (5) الحيادية في تأثير النقود في القطاع الحقيقي، إذ لم يتأثر جانب العرض والطلب لهذا القطاع من توسع العرض النقدي، كذلك عدم تغيير أسعار الفائدة التي تدخل ضمن القطاع الحقيقي من وجهة تفسير الكلاسيك، وان السياسة النقدية لا تتعدى كونها سياسة محايدة ولا يتعدى عن كونها وسيلة لتكوين النقود اللازمة لأجراء عمليات التبادل ضمن القطاع الحقيقي، وعدم وجود تأثير لها في قطاع العمل، وهذا ما يعكسه المنحنى (6) في تفسير التوازن الكلي للاقتصاد بين عنصري الاستثمار والادخار (ببق، 2014: 162).

ثالثا: في إطار التحليل كينزي Kinsey analysis

تعد الأزمة الاقتصادية التي واجهت العالم في 1929-1933 العامل الاساسي في بلورة هذا الفكر، بعد ان عجزت الأطروحة الكلاسيكية عن إيجاد مخرج مناسب لتلك الأزمة ، ويعد العالم البريطاني كينز من اوائل الاقتصاديين في هذا المجال والتي نسبت اليه اسم المدرسة الكينزية ، ويتمحور طرحه بالاعتماد على التحليل الديناميكي في المتغيرات المؤثرة في الأسعار ، الذي كان صاحب الفضل في بلورة الفكر التمويلي فيما بعد ، اذ فسر كنز ان الطلب على النقود لا ينحسر في عملية المبادلات، وانما يمتد الى دوافع أخرى بالطلب عليها تتمثل (المبادلات، التحوط، المضاربة (الركابي، 2012: 27)، وي طرح كنز ان لزوجة الأسعار لا تتأثر بالفائض من الإنتاج لخفض الأسعار، كما ان صلاية الأجور تقاوم انخفاضها، وان سعر الفائدة التوازني لا يخضع للادخار مع الاستثمار انما يتحدد وفق العرض والطلب في سوق النقد، ولا يتعدى سعر الفائدة أكثر من ظاهره نقدية متى ما تغيرت تتأثر النشاط الاقتصادي عن طريق الانفاق الاستثمار من ثم في الناتج القومي، ويرتبط تحليل الدخل والانفاق الى نسبة الانفاق من الدخل لدى القطاع العائلي مضاف اليه ملائمة الانفاق الاستثماري لأصحاب الاعمال (القريشي، 2009: 99) ، كما يفسر كينز دوافع الطلب على النقود من حسب وجهة نظره وما جاء به من افكار ونظريات بما يلي :

3-1- دافع المبادلات For Exchange

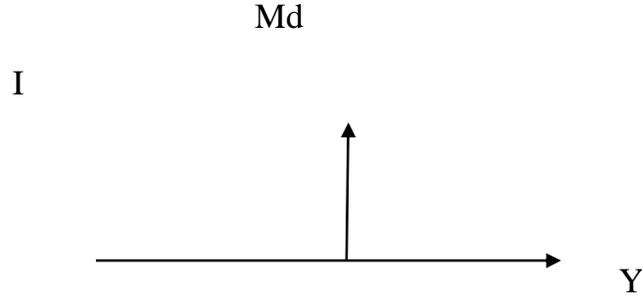
لم يخرج كنز عن فكرة الكلاسيك بدور النقود في العمليات التبادلية اليومية للمجتمع، وان حجم المبادلات ينعكس في كمية النقود المطلوبة، حيث يمثل الطلب على النقود طلب مشتق من كمية المعاملات التبادلية بين الناس، وان الدخل هو المحدد الأساس في الطلب على النقود دون ان يتأثر بأسعار الفائدة.

$$Md=f(y) \dots (5)$$

ان دالة الطلب على النقود هي حيادية عن قطاع الإنتاج وأسعار الفائدة (حداد وهذلول، 2008: 107)، وكما يوضح الشكل (3) .

ووفق هذه الرؤية فان الافراد او منشأة الاعمال يستلمون النقود عن طريق الدخول او الإيرادات، ومن ثم ينفقونها فيما بعد بصورة دوريه او يومية تقريبا، إذا يعد الدافع من وراء لطلب على النقود هو لتغطية الفاصل الزمني بين الحيازة والانفاق (شبيب، 2013: 45).

¹ - وهو مصطلح طالما كان يردد من علماء الكلاسيك وفق نظرهم لتغيير الأسعار في ظل فرضية الاستخدام الكامل



الشكل 3

منحنى الطلب على النقود بدافع المبادلات

المصدر حداد وهذلول، أكرم، مشهور، النقود والمصارف مدخل تحليلي ونظري، 2، دار الواصل للنشر، عمان 2008 ص 107.

2-3- دافع التحوط Hedging

في ظل ظروف التأكد أو عدمه التي يعيشها افراد المجتمع فيما يخص الإيرادات والنفقات المستقبلية، يتبلور مفهوم الاحتفاظ بالنقود بدافع التحوط، ويتناسب هذا الدافع مع عوامل أخرى متمثلة بالاستقرار لنظام المالي والاقتصادي للبلد والدخول الإجمالية، وفعالية الاقتصاد لذلك البلد، ويختلف الطلب على النقود بدافع التحوط كثيرا عن الطلب بدافع المبادلة إذ عدم المرونة وتغيب دور سعر الفائدة بهذا الاتجاه (كريم، 2010: 20).

$$L_t = f(Y_i) \dots (6)$$

اذ أن :

L_t	الطلب على النقود لأغراض المعاملات والاحتياط
Y_i	الدخل الكلي

3-3- دافع المضاربة Speculation

استمرت المدرسة الكنزوية في تفسير دوافع الطلب على النقود، لتضيف تفسير خاصة الاحتفاظ بالنقود لغرض المضاربة وتبلور عنصر الفائدة كأحد العناصر الرئيسية بين الاستثمار ودافع تفضيل السيولة في الطلب على النقود لدى الافراد، ويبين ان سعر الفائدة احد المحفزات في الاستثمار الناتج من تخفيض سعر الفائدة لدافع الاستثمار الذي ينعكس بزياده الاستثمار وتخفيض البطالة، مثيرا مصطلح (فخ السيولة) ² الذي يترجم ان التوسع في عرض النقد وزيادة الدخل في تحفيز الاقتصاد للبلد و الذي لا يخرج فكرة التشاؤم من جانب المستثمرين عن التوقعات المستقبلية لاستثماراتهم (الخيكاني، 2008: 26).

ان افتراض الاقتصاديين الكلاسيكين الطلب على النقود تكون بنسبة ثابتة من الدخل النقدي و لحساسية سعر الفائدة، فإن النتيجة الرئيسة للتحليل النقدي الكنزوي بان أي تغير في عرض النقود له تأثير مباشر ودائم فيما يطلبه معدل سعر الفائدة مقابل افتراضات تفضيل السيولة، و ينعكس ذلك

² - انخفاض قيمة السندات برغم من انخفاض أسعار الفائدة، وهذا خلاف العلاقة العكسية بين سعر السند الاسمي والعائد عليه

بارتفاع البطالة وقلة العمالة عند سلوك الافراد في تفضيل السيولة، فسعر الفائدة هو من يدفع بقوة نحو التحفيز الاستثمار والتوازن نحو العمالة الكاملة (johnsn,2009: 71)، اذ اخذت السندات الشكل السائد في ذلك الوقت واهم قنوات استخدام النقود للمضاربة ، وكثيرا ما يلجئ الافراد لهذا الاتجاه لأسباب متنوعة ومنها الاستفادة من التذبذب في أسعار السندات مرتبط بأسعار الفائدة لها ، اذ يكون لسعر السند علاقة عكسية مع الفائدة المصاحبة له، وطالما كان سعر الفائدة هو المحفز الأكثر وضوحا الى الجمهور، فان مقدار الطلب على النقود لهذا الغرض يتناسب طرديا مع أسعار الفائدة في السندات المصدرة، فكلما انخفض سعر الفائدة للسندات زاد الطلب عليها لغرض المضاربة مستقبلا على امل ارتفاعه اذ :

$$MS p=f(i) \dots(7)$$

اذ:

$MS p =$ دالة الطلب على النقود بدافع المضاربة

$i =$ سعر الفائدة على السندات

ويوضح الشكل (4) العلاقة العكسية للطلب على النقود لأغراض المضاربة، وبين سعر الفائدة والاسعار الاسمية للسندات، فكلما انخفض سعر الفائدة في السندات ارتفعت الأسعار الاسمية لتلك السندات الامر الذي يدفع حائزيها في التخلي عنها عن طريق بيعها في امل المضاربة بها مستقبلا عن طريق ارتفاع سعر الفائدة مرة اخرى وانخفاض أسعارها (الجنابي وارسلان، 2009:246)، وصاحبه هذا النوع من الاستثمار البديل عن حيازة النقود الى بروز أفكار ضمنية:

3-3-1- تجديد توبن Refurbished Tuben

ان ما جاء به توبن من إضافة هي تكميل تحليل الكنزي ، فضلا عن المساهمة منه في غلق الثغور لتلك النظرية ، وفكرة توبن تتمحور بالمحفظة المالية التي تتكون لدى الافراد والدافع السلوكي التي يقف من ورائها ، اذ فسر كنز سابقا ان الطلب على النقود من لدن الافراد يتمحور بين تفضيل السيولة والاستثمار ، وان سعر الفائدة احد عناصر المرجحة بين الطرفين ، ويكمل توبن ان عامل المخاطر المصاحبة في امتلاك احد الطرفين دون الاخر أيضا يعد من العناصر المحفزة في الطلب على النقود اذ ان الاحتفاظ بالنقد او شراء السلع وكذلك الاستثمار بالسندات وهي حسب ما يحدده التحليل الكنزي بالطلب على النقود، من ثم ان تخفيض المخاطر في السندات تحت دوافع التخلي عن عوائد العالية في الطلب عليها ، من ثم التخلي عن السيولة مقابل هذه السندات ذات العائدات المنخفضة المصحوبة بالمخاطر المنخفضة، أيضا يمكن ابراز اهم ما جاء به توبن (حداد وهذلول،2008: 120) (السيد علي والعيسى،2004: 252) :

أ- ان محور المضاربة ينقسم بين السندات والنقود، اذ يميز العائد والمخاطرة العامل المحدد لطلب بينهما

ب-ان العائد لا يمثل الحافز الأوحد في الطلب على السندات، ويعد عامل المخاطرة العامل المضاف والمهم أيضا في الطلب اليها.

ت-تتمثل العائدات على النقود بمقدار الفؤاد التي تمنحه المصارف على الودائع، في حين يتمثل العائد على السندات عن طريق الفؤاد المستحقة والتغير المستقبلي للأسعار السندات.



الشكل 4

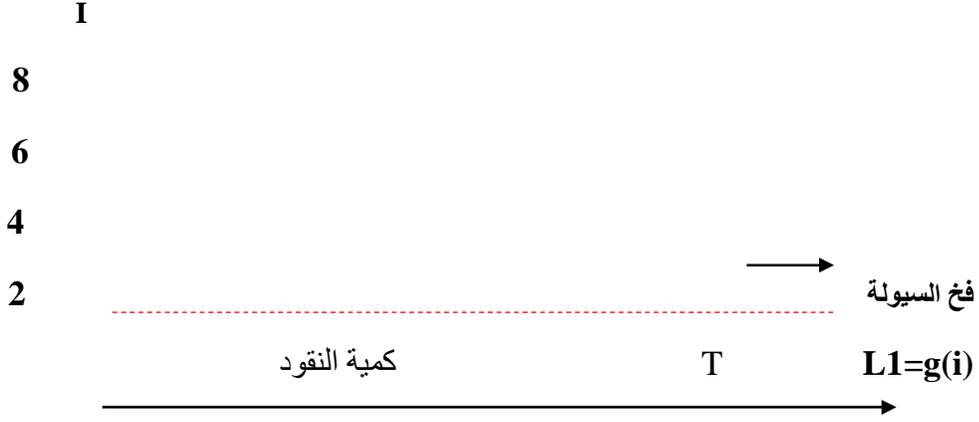
رسم توضيحي لدالة الطلب على النقود لأغراض المضاربة

المصدر / الجنابي وأرسلان، هيل عجمي جميل، رمزي ياسين ياسوع، النقود والمصارف والنظريات النقدية، دار الواصل للنشر، عمان، 2009 ص 246.

2-3-3- فخ السيولة The liquidity trap

تحلل فكرة فخ السيولة ذلك السلوك عند الافراد اتجاه الاستثمار في السندات، اذ عند انخفاض أسعار الفائدة للسندات فان أسعار تلك السندات سوف ترتفع من ثم فان الافراد سوف يتجهون الى بيع السندات بسبب أسعارها وانخفاض الفائدة عليها، ونتيجة لزيادة المعروض من لدن الافراد من السندات الامر الذي يدفع الى انخفاض السعر الذي يكون تام المرونة بين المعروض من السندات واسعارها، ان بيع الافراد لسندات في امل ارتفاع سعر الفائدة مستقبلا وانخفاض أسعارها هو الدافع وراء الطلب على السيولة (الجنابي وارسلان، 2009:248)، وقد واجهت نظرية المضاربة وفخ سيولة بعض الانتقادات من لدن المختصين، مبررين ان فخ السيولة هي حالة استثنائية تحصل عند فترة الكساد لدورة الاعمال، وفيما يخص المضاربة ان الدافع لا يقتصر في العائد وانما يضاف اليه عنصر المخاطرة المصحوب لذلك الاستثمار التي تحمله تلك السندات مقابل العائد المصاحب لها(السيد علي والعيسى، 2004:251)، لذلك يكون دور السياسة النقدية عن طريق زيادة او خفض المعروض النقدي مستندة لسلطات المتحكمة بذلك، فان هذا التدخل ينعكس في أسعار الفائدة والتي تكون تأثيرها مباشر في الطلب على النقود من ثم زيادة وانخفاض الاستثمار مرتبط بالكفاية الحدية للاستثمار، وتكون لدالة الاستهلاك علاقة عكسية مع سعر الفائدة، الامر الذي ينعكس أيضا في صافي الناتج القومي المرتبط بعلاقة طردية مع الاستثمار (عامر، 2010: 253) ويوضح الشكل (5) فكرة فخ السيولة .





الشكل 5

فخ السيولة

المصدر: السيد علي والعيسى، عبد المنعم، نزار سعد الدين، النقود والمصرف والأسواق المالية، ط1، دار الحامد 2004، عمان، ص 251.

رابعاً: في ظل النظرية النقدية الكمية الحديثة

Modern quantitative monetary theory

يطلق على هذه النظرية أيضاً بمدرسة شيكاغو، ويعد العالم فريدمان أحد أهم المنظرين لهذه الفرضية، إذ أثار تساؤه في أسباب الطلب على النقود وتحليل هذه الأسباب، ولم يحدد الأسباب في هذا الجانب حسب وجهة نظر كنز، بل افترض أن النقود أصل من الأصول الأخرى الموجودة والتي يسعى الأفراد لحيازتها، وأن الثروة أحد محددات الطلب على النقود وحيازتها مقارنة مع باقي الأصول والعائدات عليها وعبر عن ذلك بصيغة التآليه: (حدادو هذلول، 2008:120)

$$\frac{md}{p} = f(Yp, Rb - Rm, \pi^e - r_m, h - r_m) \dots (8)$$

اذ ان $md/p =$ الطلب على النقود كأحد الأصول

$$YP = \text{الثروة}$$

$$Rm = \text{العائد من حيازة النقد}$$

$$RP = \text{العائد من حيازة السلع}$$

$$\pi^e = \text{التضخم}$$

$$H = \text{الثروة البشرية}$$

وهنا أثار فريدمان عدة نقاط خالف بها كنز، ومنها أن الطلب على النقود لا يخضع بالضرورة إلى أسعار الفائدة المتغيرة، وأن التغير في الأسعار عندما يكون معتدلاً غير مؤثر ويتضح تأثيره في التضخم الكبير حصراً، ويكون الطلب على النقود خاضعاً للتغير الدائم في الدخل، ولا يختلف

النقد عن باقي الأصول الاخر التي لا تنحصر في شكل سندات فقط بل تمتد الى اشكال اخرى من الثروة ومنها (المالية، والمادية والبشرية)، كما يكون التضخم عنصر مضاف الى تكلفة الفرصة البديلة (الجنابي وارسلان، 2009: 256)، وقد إضافة موضح الفرق بينهم وبين أتباع كنز عن طريق قلة العناصر المعتمدة لدى كنز التي تدخل في عملية الطلب على النقود، اذ يميل اتباع كنز إلى التركيز في نطاق ضيق من الأصول القابلة للتسويق وأسعار الفائدة المصاحبة لها، ويصر فريدمان أن هناك مجموعة أوسع بكثير من الأصول وأسعار الفائدة يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار، هذه الأصول من السلع الاستهلاكية والمعمرة وشبه المعمرة والمباني وغيرها من العقارات، ونتيجة لذلك فإنه يعد أسعار السوق أوسع من ان تكون حسب ما يرى أتباع كنز لجزء صغير منها فقط من الطيف الكلي للأسعار التي هي ذات الصلة (Wadsworth & Leonard, 1997: 271).
 لقد إعادة فريدمان الحياة مرة اخر الى نظرية كمية النقود الكلاسيكية عن طريق إعطائها دور رئيسي في مستوى الطلب الكلي والدخل والاسعار، وهي إعادة لصيغة نظرية فشر في الطلب على النقود، عندما أوضح ان النظرية السابقة لفشر ليست دالة للإنتاج ولا نظرية لدخل والاسعار، انما في الأساس هي نظرية توضح الطلب على النقود، وقد علل ذلك بضرورة التمييز بين نوعين من سرعة الدوران للنقود: (القريشي والعيسى، 2004: 256)
 - السرعة الفعلية والتي تعكس عدد المرات دوران النقود لإنتاج وتبادل حجم معين من السلع والخدمات خلال فتره معينه من الزمن
 - السرعة المخططة وهي تعكس عدد مرات التي يرغب بها المجتمع بتداول هذه النقود لشراء حجم معين من سلع وخدمات لنفس الفترة من الزمن.
 وعلى الرغم من اعتبار النقود سلعة كباقي السلع من منظور النقديين الا ان لها ميزه خاصة عن باقي السلع اذ يذهب النقديين الى ان محددة الطلب على النقود تكمن فيما يلي: (عامر، 2010: 280) (يقبق، 2014: 218):
 1- المستوى العام للأسعار اذ يتناسب الطلب على النقود تناسب عكسي مع المستوى العام للأسعار عندما ينعكس ذلك في القيمة الشرائية للنقود.
 2- يعد الدخل كدالة في الطلب على النقود كباقي السلع الاخر، ويكون مستوى الطلب لنقود متناسب طرديا مع الدخل.
 3- كما يكون لأشباه النقود بدائل قوية اعتمادا في سرعة تحويلها الى نقود سائلة، وهي بالتالي منخفضة العائد مقارنة بالسندات وزيادة تكلفة الفرصة البديلة لها، من ثم ان سعر الفائدة والطلب على النقود بشكل سائل علاقة عكسية.
 4- مع معدلات التضخم يتناسب الطلب على النقود عكسيا، وهي التوقعات المستقبلية للقوة الشرائية المصاحبة لتضخم التي تدفع بالتحول للطلب على النقود.
 ادخل فريدمان العوامل النفسية والسايبولوجي للمتعاملين في القطاع المالي³، اذ لاحظ أن الوحدات الاقتصادية لا تقوم بتوزيع الثروة بين أشكالها المختلفة على أساس العائدات التي تدرها فحسب، ولكن يكون ذلك أيضا في أساس تفضيلات ورغبات الافراد التي تفرض بالمحصلة نوع الأصول التي يفضلونها في محفظتهم المالية، متداخلا ذلك بالوضع الاقتصادي للبلد.

رابعاً: في ظل اقتصادي جانب العرض Supply-side economists

³ - هو السلوك الطبيعي لأفراد المجتمع بكره المخاطرة ورغبة في التنوع من اجل تقليل ذلك.

ظهرت هذه المدرسة في أواخر القرن الماضي وبالتحديد بداية عقد الثمانينات منه، ونتيجة لصراع المدارس السابقة حول العرض والطلب على النقود والتصنيفات التي حوت تلك النظريات، برزت هذه المدرسة مدعومة من السلطات السياسية لأكثر دولتين رأسماليتين في العالم، إذ مثل رونالد ريغان الرئيس الأمريكي حين ذاك، ومارغريت تاتشر رئيسة وزراء بريطانيا في ذلك الوقت من الداعمين والمتبنين لهذه المدرسة، ان تمحور هذه المدرسة في سياسات النقود الرخيصة (Cheap money policies)، ورخص النقود يرتبط بسعر الفائدة المخفض مع تسهيل الحصول على الائتمان، وهو بذلك يخفض من كلفة الحصول في الأموال لأغراض الاستثمار للقطاعات الإنتاج، ومن جانب آخر استخدام التخفيض الضريبي كإداة تحفيزية أخرى، فضلا عن كل العوامل التي تساعد في تحفيز جانب العرض الذي يؤدي الى زيادة وتحفيز القطاعات الإنتاج والاستثمار والادخار (الدعمي، 2008:21)، ويحلل المختصون ان هناك نوعان من الاسس الرئيسية لتحليل جانب العرض، الأول هو الاعتقاد الراسخ في قانون ساي، أو بشكل أكثر تحديدا ترى أن محاولة التبادل لعناصر الإنتاجية هو ما يولد القدرة في الاستهلاك، والثاني هو الرأي القائل بأن السياسة المالية ينبغي تقييمها باستخدام أدوات الاقتصاد الجزئي الكلاسيكي الجديد وليس الكنزوية للاقتصاد الكلي لجانب الطلب، كما تصف أحد اهم جوانب العرض عن طريق تفسيرها لتطبيق نظرية السعر وما يسمى الاقتصاد الجزئي في تحليل المشاكل المتعلقة لأجمالي الاقتصادي المسمى بالاقتصاد الكلي، والمرتبطة بالمفاهيم التي أشار إليها الاقتصاديين الكلاسيكيين ومنهم آدم سميث (1994: Elgar, 572).

يؤمن أصحاب هذه النظرية بضرورة تأمين راس المال لأغراض الاستثمار أو الاستهلاك وحرية التنظيم، ما يدفع الى الرفاهية والنمو الاقتصادي بصورة عامة، مع الأخذ بنظر الاعتبار عدم تدخل الحكومة في مزاحمة⁴ القطاع الخاص وهو ما يعاكس الفكر الكنزوي في إدارة الطلب، إذ يفسر أصحاب هذه النظرية ان من اهم مسببات اختلال العرض والطلب داخل الاقتصاد ينتج بسبب تدخل الدولة في هذا الجانب الذي يقف عائق كبير امام الافراد والشركات في تقييد أعمالهم، وهذا ما يعيد الى الفكر الكلاسيكي البريق من جديد، لاسيما فيما يسمى توازن السوق لقانون ساي، ومن هنا اطلق على أصحاب هذه المدرسة الكلاسيكيون الجدد (عودة، 2014:639).

إذا يؤدي تخفيض الضرائب من لدن الحكومة بالنتيجة الحتمية الى ارتفاع الدخل عند الافراد والمنشأة، هذه الزيادة في الدخل تؤدي الى زيادة الوفرة النقدية بين ايدي الناس ومنشأة الاعمال، إذ تأخذ تلك الزيادة ثلاث طرق اما نحو طلب سلع وخدمات او نحو شراء سندات او الاحتفاظ بها بشكل سائل، وقد تكون الحوافز لبذل الجهد في العمل والاستثمار المنعكس في زيادة الإنتاج والذي ينتج عنه زيادة الدخل الكلي، ويكون تأثير التخفيض للضرائب من لدن الحكومة واضحا في زيادة عجز موازنتها، مما يزيد من عرض السندات الحكومية لتغطية ذلك العجز، ويكون المحفز لتغطية الفائض من هذه السندات هو سعر الفائدة الذي تحمله، من ثم ان سعر الفائدة هو من يعيد التوازن للسوق النقدي مع تحقق التوازن في سوق السلع والخدمات تلقائيين (هالوود ومكدونالد، 1987:466).

⁴- وما يطلق عليه تأثير المزاحمة، إذ عندما تقوم الدولة أو الحكومة بالقيام بالأعمال التي من المفترض ان تعهد الى القطاع الخاص.

المطلب الثاني

مكونات عرض النقد

The components of the money supply

عندما يخطر في بال أكثر المتعاملين في السوق كلمة عرض النقد يذهب تصور البعض منهم الى العملة في التداول، رغم ما يحمله في طياته الكثير من العناصر التي تحتاج الى إدراك من لدن المتعاملين في هذا المجال باستثناء المختصين في هذا الجانب، ولكي نوضح المؤشرات المهمة لعرض النقد لابد ان نقف عند التفسير الذي اتفق عليه اغلب المختصون ومنها:

أولاً: عرض النقد M1: Money supply M1

وما يسمى بالمعنى الضيق لوصف الكتلة النقدية، ويحدد M1 وظيفة النقود في مجال التبادل وهو لا يقتصر في النقود الورقية فقط بل تمتد الى كل وسائل الدفع الاخرى التي تؤدي وظيفة تسوية المعاملات بصورة فورية دون ان يتضمن ذلك تكاليف عند التحويل ويتضمن كل من النقود القانونية المتداولة بين الجمهور مضاف اليها الشيكات وبطاقات الائتمان المقبولة انية الدفع عند الحاجة (Macpherson,2012: 252) ، ويتكون M1 من العملة في التداول مضاف اليها الحسابات الجارية والتي قابل للسحب بدون أي خسارة وسرعة عند الطلب من لدن أصحابها . ويمكن ان نعبر عن ذلك عن طريق هذه المعادلة: (الوندواوي،2010: 8).

$$M1=DD+CC \dots(9)$$

اذ يمثل:

M1 = عرض النقد بالمعنى الضيق

DD = ودائع تحت الطلب

CC = العملة في التداول

ويستبعد ضمن هذا المفهوم ما تحتفظ به البنوك التجارية والبنك المركزي كذلك الخزينة العامة من عملة داخل خزائنها، والاحتياطيات القانونية للبنوك الخاضعة لسلطة البنك المركزي، كون النقد ضمن هذا السياق يعد جزءاً من الاحتياطيات النقدية التي تستند عليها تلك القطاعات لمقابلة الطلب في القروض والسحب من لدن عملائها (بدوي،2012: 49).

ثانياً: عرض النقد بالمعنى الواسع M2 :

the money supply in the broad sens M2

ما يطلق عليه أيضا السيولة المحلية، وقد توافق هذا المصطلح مع مفهوم الكمية الحديثة للنقود، ويتكون من M1 مضاف إليه الودائع الآجلة لدى البنوك التجارية ويعود سبب ادخال الودائع الآجلة الى عرض النقد هنا الى ان القطاع المالي للدول المتقدمة وفر جزءا كبيرا من الموجودات المالية يمكن تحويلها الى وسائل دفع كذلك العائد المالي الذي تدره تلك الموجودات والتي تصنف الى انها وسائل قريبه من النقود ويمكن ان تحل محله في خزن القيمة وكقوة شرائية. ويمكن التعبير عنها بالمعادلة: (حداد وهذلول، 2008:89).

$$M2=M1+TD \dots(10)$$

اذ يمثل TD الودائع الآجلة لدى البنوك التجارية

ويذهب البعض الى إضافة الودائع الآجلة وكذلك ودائع الادخار لدى البنوك التجارية الى عرض النقد الواسع M2 والذي زاد الاهتمام به منذ سبعينات القرن الماضي ومن المؤشرات المهمة التي تأخذ بنظر الاعتبار لكثير من المختصين الماليين والاقتصاديين في تحليل عرض النقد قياسا الى متغيرات اخرى (الجنابي وارسلان، 2009:62)، ويمكن كتابة المعادلة التالية لتعبير عن M2 من التعريفين اعلاه:

$$M2 = C + DD + TD + SD \dots(11)$$

اذ ان:

TD : الودائع لأجل

SD : ودائع التوفير.

ان إضافة الودائع الآجلة سواء كانت تلك التي تتمثل بحسابات التوفير او تلك التي تسمى ودائع الزمنية وحسابات القروض هي لإمكانية تحويلها الى وسائل دفع يمكن استخدامها في تسوية المعاملات، اذ تحمل هذه المجموعة في شقيها نوعين من العمليات، هي إمكانية استخدامها كوسيلة دفع وتبادل عند الحاجة وكذلك العائد التي تدره لأصحابها في الأوقات التي تكون فائض عن الحاجة التي تم ذكرها (Macpherson,210:253).

ثالثا: عرض النقد بالمعنى الاوسع M3

the money supply in the wider sense M3

يدخل ضمن حيز هذا التعريف فضلا عن M2 الادخارات المودعة خارج البنوك التجارية، التي تم ايداعها لدى صناديق الادخار المشتركة او مؤسسات الادخار او جمعيات الاقراض وكل المؤسسات التي لا تملك صفة البنوك، رغم ان هذا المفهوم قد انتقده بشدة من لدن كثير من المختصين بهذا المجال، اذ أغفل دور النقود كوسيط للتبادل كما انه لم يراعي خضوع تلك المؤسسات للبنك المركزي الذي عن طريقه يتم التحكم بعرض النقد (الدليمي، 1990:115) ، و أدى تطور المؤسسات المالية فضلا عن الخدمات المالية التي تقدمها إظهار اشكالا جديدة للسيولة

القابلة للتسويق، وقبولها من لدن الجمهور الواسع والتداول العالي لها في الأسواق المالية الى تقليل تلك الانتقادات (الركابي، 2012:43).

رابعاً: مجموعة السيولة L : The liquidity group

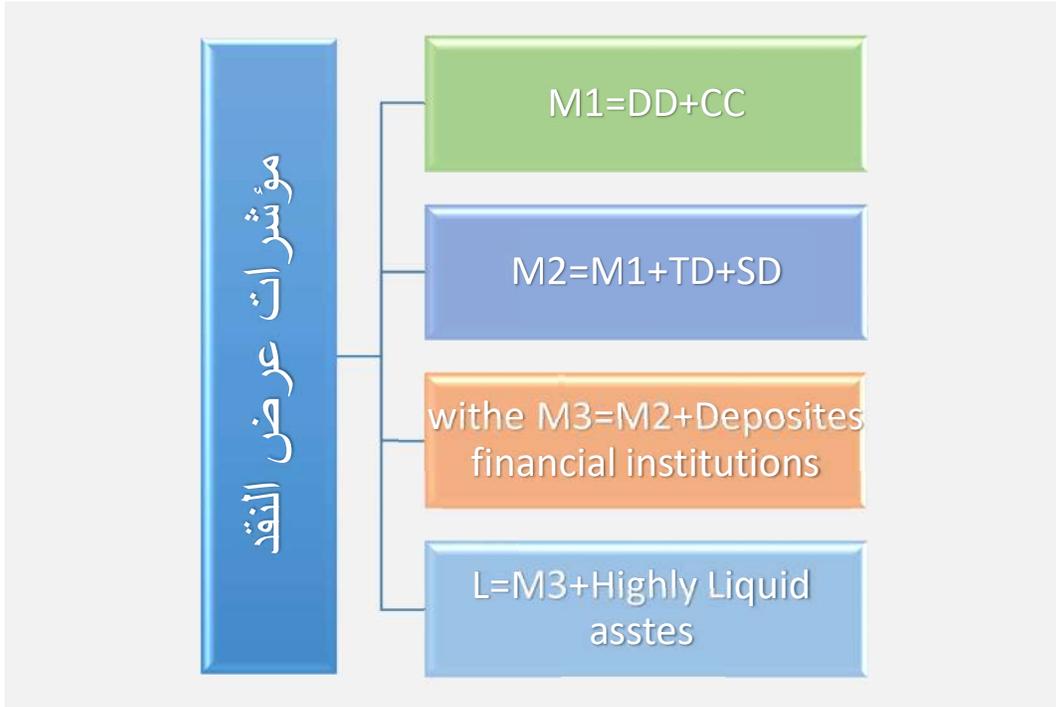
ويستخدم هذا النوع من المقاييس التي يرمز لها (L) لقياس السيولة (Liquidity) اذ تضاف الأصول المالية ذات السيولة المالية العالية إلى عرض النقد (M3) وتتمثل بالصيغة التالية: (هلوود ومكدونالد، 1987:48).

$$L = M3 + \text{Highly liquid asstes} \dots (12)$$

وعن طريق المفاهيم أعلاه يمكن رسم مؤشرات عرض النقد كما في المخطط (1).

المخطط 1

المؤشرات الرئيسية لعرض النقد



المخطط من اعداد الباحث بالاعتماد على التعاريف المذكورة

المطلب الثالث

العوامل التي يؤثر فيها عرض النقد

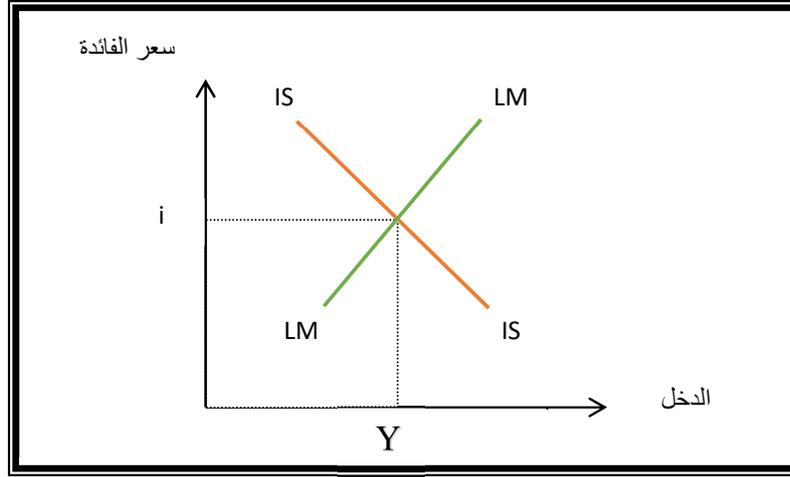
Factors affecting money supply

باختلاف النظريات التي فسرت الطلب على النقود كذلك تختلف في تفسير وتبرير العوامل التي يؤثر فيها عرض النقد ومن بين هذه العوامل:

أولاً: التضخم Inflation

فسر المختصون الاقتصاديون التضخم بأشكال مختلفة وفقاً للمدارس التي فسرت النقود، إذ يراها البعض منهم في أنه ارتفاع في مستوى الأسعار على أن يكون ارتفاعاً كلياً و لأغلب السلع والخدمات وبصورة مستمرة وغير منقطعة (الدليمي، 1990: 613)، ولا يمثل ارتفاع الأسعار أوقات الانتعاش لدورة الاقتصاد ولانخفاض أوقات الركود مقياساً للتضخم، ويكون الحديث عن التضخم محددًا في ارتفاع الأسعار بصورة مستمرة ودائماً دون العودة للانخفاض وهو ما يمكن أن يطلق عليه التضخم بدون قيد أو شرط (Frisch, 1990: 9).

إن النمو المتسارع من المعروض النقدي ينعكس في معدل مستوى الأسعار المولد للتضخم (Mishkin, 2004: 636)، ويعد عدم التوازن بين التيار النقدي والتيار السلعي هو أحد أسباب المكونة للتضخم التي تدفعه بقوة مسببة الارتفاع الواضح للأسعار، وهذا ما يدفع إلى فائض طلب في السلع مقابل التدفق النقدي (العبيدي، 2009: 15) إذ يمثل منحنى IS السوق السلعية المتمثلة بمنحنى (الادخار-الاستثمار)، أما السوق النقدية فهي تمثل التوازن بين عرض النقد والطلب عليه الذي يمثلته بمنحنى LM في الشكل (6)، وكلا المنحنيين يمثلان التوازن الاقتصادي الذي يسعى إليها المختصون في المجال الاقتصادي، وإن أي تغيير في منحنى IS أو LM يؤدي إلى اختلال التوازن بين سوق النقد وسوق السلع في ظل ثبات العوامل الأخرى (صقر، 1983: 353) وبالعودة إلى معادلة فشر بافتراض ثبات العوامل الأخرى (Y، P، V) فإن مستوى الأسعار هو دالة لكمية النقود، إذ تتناسب قيمة النقود مع الكمية المعروضة بصورة عكسية، وكذلك مع أسعار السلع والخدمات بالتناسب نفسه، وتأثير التضخم يكون واضحاً وملموساً عن طريق انعكاسه في المستوى العام للأسعار (زكي، 1980: 40)، ومن هنا إشارة فريدمان إلى أن التضخم المعكوس في الارتفاع الدائم للأسعار هو ظاهرة نقدية تصاحب زيادة كمية النقود نسبة إلى الإنتاج مهما اختلفت الأسباب المؤدية إلى ارتفاع المعروض النقدي سواء كانت تلك الناتجة من زيادة المعروض بصورة نقود متداولة أو بصورة قروض تم ضخها إلى الاقتصاد نتيجة التوسع الائتماني المشتق من النمو الاقتصادي (hall, 2009: 225).



الشكل 6

التوازن الكلي بين التدفقات السلعية والتدفقات النقدية

المصدر: صقر، احمد صقر- النظرية الاقتصادية الكلية- وكالة المطبوعات، الكويت ط2-1983، ص 371.

ثانياً: أسعار الفائدة: Interest Rates

يمكن النظر الى تأثير عرض النقد في أسعار الفائدة عن طريق مفهومين الأول النقود المتداولة وما تسمى العملة في التداول او تفضيل السيولة كما يطلق عليه البعض والثاني بصورة قروض ممنوحة نتيجة توسع الائتمان.

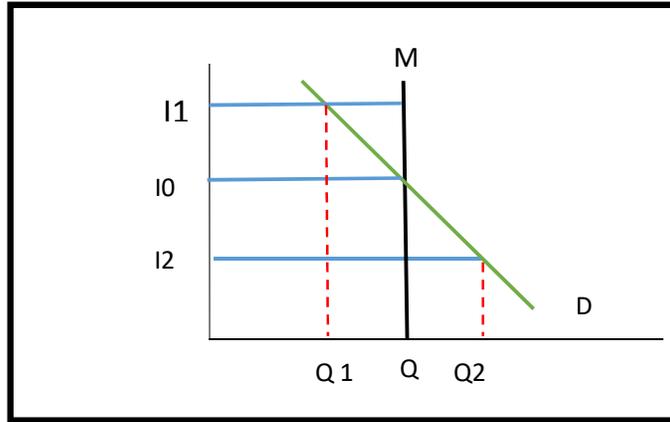
1- تفضيل السيولة The liquidity preference

ان الوظيفة الجديدة للنقود التي اضافها كنز فيما بعد مخزنا للقيمة، ضمن نظرية تفضيل السيولة (Liquidity preference theory)، التي عن طريقها فسر كنز دوافع الطلب للأصول السائلة وعلاقتها بسعر الفائدة، اذ أوضح مغزى الطلب على النقود عن طريق كونها مخزنا للقيمة خلافا لما حدده الكلاسيكيون بالدور التبادلي الذي تلعبه حصرا في الاقتصاد (الدلّيمي، 1990:323).

ويتم ذلك عن طريق تحفيز الافراد عن طريق سعر الفائدة الذي يكون ظاهرا امام الافراد في سبيل التخلي عن النقود السائلة وتحويل نحو أصول تدر عائدا ، وان سعر الفائدة هو الثمن من استخدام تلك الأموال (بنانة، 2010:41)، ان الافراد والشركات عندما يحصلون على الدخل لا يتم توجيهه نحو الانفاق بصورة كلية او جزئية بشكل فورية ، اذ يأخذ عامل الوقت ورغبة الأهمية النسبية ، وكون سعر الفائدة الذي تحمله السندات الحكومية او الأصول الاخرة التي تدر عائدا محفزا للأفراد للتخلي عن السيولة المتوفرة لديهم، يفضل هؤلاء الافراد بشراء تلك السندات والأصول ، ويمكن بيع هذه السندات والأصول عند الحاجة او الرغبة بالإنفاق وتسوية المعاملات الضرورية، وكلما كان سعر الفائدة اعلى كلما كان الاقبال في شراء السندات والأصول اكثر ، من ثم تنخفض الأرصدة النقدية لديهم (ابد جمان، 1988:263).

2- القروض Loans

في أوقات الركود تقوم السلطة النقدية باتباع السياسة التنشيط، ومن بين تلك الإجراءات التنشيطية هي التوسيع الائتماني المصرفي، ومع بقاء الطلب على النقود ثابتا وزيادة المعروض النقدي يدفع أسعار الفائدة طوعا نحو الانخفاض، مما يحفز المستثمرين في التوسع في أعمالهم نتيجة انخفاض كلفة الأموال اللازمة لتلك الاستثمارات، ونتيجة للعلاقة العكسية بين أسعار الفائدة وأسعار الأصول المتنوعة، ترتفع الثروة لدى الافراد نتيجة ارتفاع أسعار تلك الأصول مما يؤثر في سلوك الأنفاق (السيد علي والعيسي، 2004: 281)، وفي ظل بقاء المعروض النقدي ثابت وخفض سعر الفائدة عن طريق نافذة الخصم من لدن السلطة النقدية والمتمثلة بالبنك المركزي يؤدي الى زيادة الطلب في الاقتراض من لدن البنوك التجارية الامر الذي ينعكس في كلفة الأموال المتاحة لديه للاقتراض من لدن الأفراد والشركات (Mishkin,2009:219)، ومن الشكل (7) نلاحظ ارتباط الطلب بكلفة الأموال المتاحة للاقتراض يتناسب عكسيا اذ يقل الطلب من Q الى $Q1$ عند ارتفاع سعر الفائدة من $I0$ الى $I1$ والعكس صحيح عند انخفاض سعر الفائدة من I الى $I2$ نلاحظ ارتفاع الطلب في تلك الأموال .



الشكل 7

العلاقة بين سعر الفائدة والطلب على الموال المتاحة للاقتراض

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على الادبيات

ثالثا: سعر الصرف The exchange rate

ان تأثير عرض النقد في أسعار الصرف باعتبار الأول (عرض النقد) متغيرا مستقل والثاني المتمثل (بسعر الصرف) متغيرا تابعا فان العلاقة السببية تكون طردية اذ يزداد الطلب في الصرف الأجنبي نتيجة وفرة المعروض النقدي نسبة الى ثبات كمية الصرف الأجنبي عند اتباع السلطات النقدية سياسة توسعية ، لذلك تزداد الوحدات اللازمة لشراء سعر الصرف الأجنبي ، والعكس يكون صحيحا في حال اتباع السلطات النقدية لسياسة انكماشية (الغالبى، 2008: 13)، ففي السياسة النقدية الانكماشية (المقيدة) تعمل الدولة الى رفع أسعار الفائدة لخفض عرض النقد عن طريق الإقراض مما يؤدي الى الطلب في الأصول المحلية من لدن المقيمين الأجانب الامر الذي يؤدي الى خفض سعر الصرف نتيجة القوة الشرائية للعملة المحلية ، والعكس يكون عند خفض سعر الفائدة وفق السياسة التوسعية عن طريق الاقتراض الامر الذي يرفع كفة القوة الشرائية لصالح لمقيمين الخارجين الامر الذي يدفع بصورة تلقائية الى ارتفاع سعر الصرف للعملة المحلية امام العملات

الخارجية (حسين، 2008: 42)، وقد تختلف نسبة تأثير عرض النقد وفق النظام الذي تتبناه الدول لسعر صرف عملتها سواء كان ثابتاً أو العائم كذلك المرن المدار، ويؤخذ بالحسبان التغيير نتيجة سياسة نقدية داخلية أو تلك التي تحدث من الخارج نتيجة قيام أحد الشركاء التجاريين بتغيير سعر صرف عملتها أمام العملة المحلية للبلد، ومن هنا يجب ضبط السياسة النقدية المتمثلة بعرض النقد من لدن السلطات النقدية فيما يخص تثبيت سعر الصرف بنسبة التغيير المحتملة عندما يكون سعر الصرف عائماً، كون السلطة النقدية لا تملك السيطرة المطلقة في أسعار صرف عملتها في حين تملك السلطة المطلقة لعرض النقد، أما في حالة أسعار الصرف الثابتة أو المرنة المدارة فإن الدولة تملك السلطة المطلقة نسبياً في التحكم بسعر الصرف عن طريق التدخل في سوق الصرف الأجنبي في حين تترك عرض النقد غير مقيد ومحكوماً بسعر الصرف المرغوب فيه (Auerbach & Kotlikoff, 1998: 361).

رابعاً: أسعار الأصول المالية The prices of financial assets

اعتبر توبن أن النقود أحد عناصر موجودات راس المال المتنوعة، وأحد الأشكال التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها ضمن محفظتهم المتنوعة، وحسب رغبة الأفراد بنسب الاحتفاظ لتلك الموجودات بعدها بدائل متنوعة داخل تلك المحافظ التي تمثل ثروتهم، فإن زيادة عرض النقد يؤثر في القوة الشرائية لتلك النقود وانخفاض أسعارها قياساً للموجودات الأخرى، من ثم التغيير بنسبة التنويع داخل المحفظة، الأمر الذي ينعكس في الطلب في الأصول المالية الاستثمارية القادرة في نمو راس المال الذي يمتد إلى القطاع الحقيقي، وهو بذلك يحقق التحليل الكنزية في الدور الذي تلعبه النقود في الاقتصاد (الهيبي، 2012: 19)، أن زيادة عرض النقد الذي يدفع قيمة العملة المحلية إلى الانخفاض والعكس صحيح في حال خفض المعروض بحث الأفراد التخلص من النقود عن طريق شراء سلع وخدمات وهي بذلك تنعكس في قيمة الأصول لتلك الشركات المنتجة، أو شراء أصول مالية الأمر الذي ينعكس أيضاً في قيمة الأصول المصدرة لتلك الشركات، وتنعكس العلاقة ما بين عرض النقد وأسعار الأصول علاقة طردية، عندما يزداد عرض النقد بالتبعية ستخفض أسعار الفائدة الأمر الذي يجبر أسعار تلك الأصول تلقائياً للارتفاع استناداً إلى العلاقة العكسية بين أسعار الأصول والفائدة التي تحملها، وإذا ان عرض النقد سيولد زيادة في الادخار مع ثبات الاستثمار فمن الطبيعي أن يولد ارتفاع واضح في الأصول المالية (Handa, 2000: 71).

□ أمسا: الاحتياطيات الدولية International reserves

وفق المنهج النقدي يمكن إيضاح تأثير عرض النقد عن طريق التعرف في جانبي القاعدة النقدية للبنك المركزي المعادلة التالي:

$$C+TR=DC+FER \dots (13)$$

اذ يمثل C العملة في التداول TR الاحتياطيات القانونية لدى البنك المركزي وكلاهما يمثل المطلوبات في البنك المركزي، تقابلها بالجهة الأخرى DC متمثلاً بالائتمان المحلي (أوراق مالية وقروض) و FER يتمثله بالاحتياطيات الدولية مقومة بالعملة المحلية يمثلان جانب الموجودات، وأن أي جانب من جوانب المعدلة يمثل القاعدة النقدية، لذلك أن أي تغيير في القاعدة النقدية سوف يكون أما عن طريق الائتمان المحلي أو الاحتياطي الأجنبي أو في كلا العنصرين ويمكن التعبير عنها: (دانيلز و فانهور، 2012: 368).

$$\Delta MB = \Delta DC + \Delta FER \dots (14)$$

ان التوسع من لدن البنك المركزي للائتمان المحلي سوف يحدث تأثيرا سلبيا في الاحتياطات الدولية ، والعكس صحيح فيما لو استخدم البنك سياسة التعقيم لتخفيض الائتمان المحلي ، كما يعد تخفيض قيمة العملة المحلية تأثير إيجابي في تلك الاحتياطات (علي،2015:369)، وعندما يرغب او يعتمد البنك المركزي في التدخل في سوق الصرف من أجل المحافظة في سعر الصرف للعملة المحلية لاسيما في أنظمة أسعار الصرف الثابتة او المرن المدار بوسطة ما يمتلكه من الاحتياطي الأجنبي بطريقة عدم التعقيم ، فانه هذه العملية تقلل من حيازة المركزي للاحتياطات بمقدار القيمة المرغوب او المخطط استهدافها ، سواء كان ذلك عن طريق البيع المباشر للبنوك والتي سوف تقلل من TR في القاعدة النقدية ، او عن طريق التأثير C ضمن نفس الجانب في القاعدة ، وبذلك ارتفاع او انخفاض عرض النقد الذي يقود الى التأثير في أسعار صرف العملة يؤثر بالتبعية في حيازة المركزي للاحتياطات الدولية (Hafer,2005:360).

سادسا: ميزان المدفوعات The balance of payments

ان نظرة النقديين لميزان المدفوعات بعده ظاهرة نقدية وليست حقيقية، يفسر دور عرض النقد في التأثير في ميزان المدفوعات، وتعد نسبة التغير في عرض النقد الى الطلب عليه هي من تحدد الفائض والعجز لميزان المدفوعات، وان التوسع في عرض النقد من خلال قنوات السياسة النقدية يجب ان لا يكون بمعدل يفوق الناتج المحلي كون ذلك سيؤدي الى تكوين فجوة طلب مولدة للتضخم، الذي ينعكس بالمحصلة في الاتجاهات التالية: (الغالبى، 2008 : 12)

- 1- زيادة الطلب في السلع الأجنبية نتيجة الميزة السعرية امام السلع المحلية من ثم اختلال الميزان التجاري
- 2- زيادة الطلب في النقود بدافع المعاملات نتيجة زيادة كمية الوحدات النقدية اللازمة لتسوية المعاملات، يرافقها الزيادة لكمية النقود بدافع الاحتياط، الامر الذي ينعكس بتقليل تأثير الفجوة التوسعية لميزان المدفوعات
- 3- انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية يدفع المستثمرين بزيادة الاستثمارات الامر الذي يولد دخول إضافية ينتج عنها زيادة في الطلب في السلع المستوردة الامر الذي ينعكس سلبا في ميزان المدفوعات.

ويعد اي تغير في عرض النقد (ارتفاعا / انخفاض) الذي من الممكن ان يؤدي الى احداث تأثير في سعر الصرف للعملة المحلية تباعا والممتد الى ميزان المدفوعات بصورة عكسية، فان حساب راس المال لميزان المدفوعات تتأثر بارتفاع عرض النقد الذي ينعكس بصورة طردية في سعر الصرف ، يؤثر بالتبعية في القيمة الحقيقية للثروة اذا ما كان النقد احد عناصر تلك الثروة، من ثم يكون هنالك انعكاس لسلوك الطلب في الأصول الأخرى التي تحافظ على القيمة الحقيقية للثروة ومنها الأصول الأجنبية وعادة ما يكون تأثيرها سلبيا في ميزان المدفوعات، وفيما يخص الحساب الجاري وفي ظل وجود اختلاف في نزعة الاستهلاك بين الافراد ، فان ارتفاع أسعار السلع القابلة للتجار المستوردة والتحول نحو المنتجات المحلية ، او زيادة الصادرات من السلع القابلة للتجار المحلية نتيجة الميزة التنافسية السعرية ينعكس بصورة إيجابية في ميزان المدفوعات . (Arize. et,al,2000:17)

المبحث الثاني

سعر الصرف

تمهيد

في ظل الدراسات الحديثة للاقتصاديات المفتوحة للدول في مجال التجارة الخارجية واسواقها العالمية، فان عملية التبادل بين هذه الأسواق والدول الخارجية من حيث الاستيراد والتصدير للسلع والخدمات المتبادلة كذلك العلاقات المالية المشتركة تنصدم بقيمة العملة فيما بينها، اذ تدخل تلقائياً العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية او الخارجية، وكيفية تقييمها وطريقة الدفع التي سوف ترافق تلك العمليات، وبذلك تظهر أهمية سعر الصرف في كافة أنواع المعاملات التي يتوسطها، والدراسة هذا الجانب يمكن ان نوضح في هذا المبحث بعض الموضوعات المتعلقة بسعر الصرف وكالتالي:

المطلب الأول: ماهية سعر الصرف

أولاً: التعريف بسعر الصرف الأجنبي Definitions exchange rate

لا يختلف المتعاملون في سوق الصرف كثيرا في قراءة سعر الصرف لعملة محلية امام العملة الأجنبية، ولكن قد يكون الاختلاف في طريقة القراءة، فينظر الى عدد الوحدات الازمة من العملة المحلية لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية مرة، وعدد الوحدات الأجنبية لشراء وحدة واحدة محلية مرة اخرة، فهي عملية تبادلية بين الطريقتين ولكن ما يهم في كلا الطريقتين هو ارتفاع او انخفاض عدد هذه الوحدات وما يقابلها من العملة الأخرى (Pilbeam,2006: 5)، ويحدد سعر الصرف بعدد الوحدات المحلية المطلوبة لمبادلاته او شراء بعملة واحدة اجنبية في زمن t ، والعكس صحيح (Copeind,2008:4)، ويتحتم ان تكون لهذه العملات إلزام قانوني لمصدرها وتلاقي القبول بين المتبادلين وتمثل عدد الوحدات الازمة المحلية لمقابلة وحدة واحدة من العملة الأجنبية او العكس (هالوود وماكدونالد،2007: 39)، ويحدد عدد الوحدات اللازمة من عملة وطنية او عملة أخرى تم حيازتها لشراء وحدة واحدة من عملة اجنبية في وقت إتمام الصفقة (Krueger,1983,16)

على ان لا يكون لصعود وهبوط قيمة العملة المحلية امام العملة الأجنبية بطريقة عشوائية او حسب رغبات المتعاملين في السوق، وانما تحكم أنظمة سعر الصرف مجموعة من القواعد التي تتحكم بسعر تلك العملة امام العملات الأجنبية (دان ليز و فانهوز،2012:101)، ويفترض لسعر الصرف بانه يعكس نسبة مبادلة عملتين أحدهما محليه واخرة اجنبية او عملات المختلفة بين البلدان في وقت معلوم وبسعر معلوم (الشمري وحمزه،2015: 350) ومما تقدم يمكن إيضاح تعريف سعر الصرف في انه عدد الوحدات الازمة من وحدة نقدية معينه لمقابلته بوحدة واحدة من عملة نقدية أخرى اجنبية او العكس صحيح في وقت محدد ومعلوم على ان تكون كلا العملتين مقبولة التعامل في نطاق واسع وغير محدد في نطاق معين.

ثانياً: أنواع سعر الصرف Exchange rate Type

يفسر المختصون سعر الصرف الى عدة أنواع التي تمثل جوهر الاختلاف في عملية تفسير سعر الصرف ومن هذه الأنواع:

1-2- سعر الصرف الاسمي: Nominal Exchange rate

هو سعر الصرف السائد في تاريخ معين لمقدار العملات الأجنبية التي يمكن الحصول عليها مقابل وحده واحدة محلية، ويكون هذا السعر واضح في النشرات اليومية من لدن البنوك او الأسواق المتعاملة في سوق الصرف وهو لا يعكس القوة الشرائية للحصول في مقدار السلع والخدمات (Pilbeam,2006:9) ، ويفسر لنا سعر الصرف الاسمي مقدار ما يمكن شراءه بالعملة المحلية من عملات بلد اخر وهو لا يخبرنا عن عدد السلع والخدمات التي يمكن شرائها من ذلك البلد (Hubbard &o bran,2012:228).

2-2- سعر الصرف الحقيقي The Real Exchange rate

يعبر عن سعر الصرف الحقيقي بأنه سعر الصرف الاسمي مرجحاً بمستويات الأسعار النسبية للسلع والخدمات وكذلك تضاف اليه الاجور، لذلك عادة ما يتحرك سعر الصرف الاسمي ليعكس سعر الصرف الحقيقي Q، ويحسب كالاتي: (هالوود و ماكوندل، 2007:55)

$$Q=S \frac{P}{P^*} \dots (15)$$

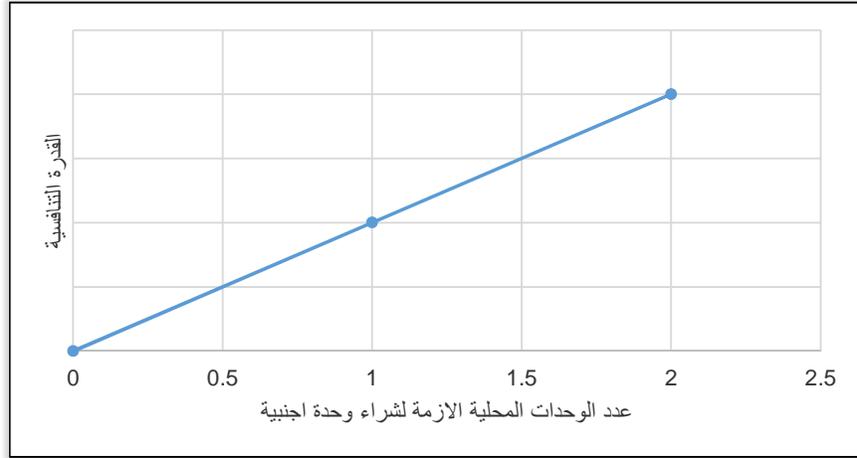
إذ إن:

P = مستوى الأسعار في البلد المحلي.

*P = مستوى الاسعار في البلد الأجنبي.

S = سعر الصرف الاسمي.

ومما ذكر يمكن ان نلاحظ هناك نوعان من سعر الصرف للعملات وهما سعر الصرف الاسمي وسعر الصرف الحقيقي ، اذ يستخدم الأول في جميع المعاملات الرسمية للدولة ، وتعتمد المصارف في التعامل فيما بينها او في البيع والشراء الى الافراد والشركات المتعاملين وغير المتعاملين مع هذه المصارف عند الطلب ، ويعد للنوع الثاني لسعر الصرف أهمية بالغة للمختصين الاقتصاديين والماليين اذ يعكس وجهة نظرهم عن طريق عدة عوامل متعارف عليها في الادب الاقتصادي ، ويعكس سعر الصرف للعملة الأجنبية رقمين الأعلى هو سعر البيع من لدن هذه النوافذ للعملة الأجنبية ، كما يعكس السعر الأدنى سعر الشراء لتلك العملة بالعمل المحلية، او أي عملة بديلة أخرى من لدن هذه النوافذ ويكون الفرق بين السعر الأعلى والادنى هو هامش الربح الذي يحصل عليه المتعاملون (Hill,2008:2) ويعد الفرق بين سعر الصرف الحقيقي والاسمي أحد المشاكل التي لا يمكن تجاوزها بين المهتمين في هذا المجال، اذ نلاحظ ان التغيير لسعر الصرف الحقيقي نتيجة التضخم والمعكوس في سعر الصرف الاسمي، يغير من القوة شرائية للعملة المحلية امام العملات الأجنبية، اذ ينعكس ذلك في القوة التنافسية عن طريق انخفاض أسعار السلع الأجنبية امام السلع المحلية، التي يطلق عليها الميزة النسبية السعرية (Acocella,2005 :233) ، والأخير يوضحه الشكل (8).



الشكل 8

انعكاس سعر الصرف في القدرة التنافسية

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على التعريف المذكور

3-2- سعر الصرف الفعلي Effective Exchange Rate

عرف بأنه سعر متوسط المرجح لعدد من العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية ، هو مقياس عما إذا يتم تقدير العملة أو خفض قيمتها مقابل سلة من العملات الاجنبية المرجحة ، اذ يعكس قيمة العملة امام مجموعة من العملات المختلفة من المعاملات التجارية، كون البلد لا يتم معاملاته التجارية مع بلد واحد فقط، وانما مع مجموعة متنوعة ومختلفة من البلدان، لذلك هو يعكس قيمة العملة الفعلية للعملة المحلية امام مجموع من معاملات لهذه الدول سواء كانت كبيرة او صغيرة وحسب نسبة المبادلة الثنائية الى نسبة مجموع المبادلات مع هذه الدول، ويتم ذلك عن طريق تجميع اسعار الصرف الحقيقية لكل بلد من البلدان، ومن ثم معرفة أسعار الصرف الفعلي لتلك الدول امام ما يقابلها امام العملة الحقيقية (Pilbeam,2010:282) ، وهي تعبر عن متوسط صرف العملة امام سلة من العملات المختارة وتغير في سعر الصرف امام تلك العملات نسبة الى التبادل التجاري بين تلك الدول مقارنة بالسنة الأساس لتكوين المؤشر (Wang,2009:12).

ثالثا: أنظمة سعر الصرف Exchange rate systems

تتبنى معظم دول العالم أنظمة سعر صرف لعملاتها المحلية امام العملات الأخرى، لاسيما امام العملات الرئيسية التي تأخذ الحيز الأكبر في التأثير في اقتصادها عن طريق الوفاء بمتطلبات المتبادلة مع الدول الاخرى، ومن بين هذه الأنظمة:

3-1- سعر الصرف الثابت Fixed Exchange rate

يطلق على هذا النوع من أنظمة سعر الصرف الثابتة عندما تتبنى تلك الدول نظاما اقتصاديا يسمح لها بذلك وتعمل في ربط عملته بعملة معينه او بسلة عملات، اذ تقوم السلطات النقدية بالتدخل من اجل تثبيت سعر عملتها المحلية امام العملات الأجنبية الأخرى، وهي بذلك توازن بين العرض

والطلب في سوق الصرف في حال حدوث اختلال ملحوظ ومعكوس في عملياتها الاقتصادية (باكلي، 2013:121) ويشترط ان يكون في هذا النوع من الأنظمة ان تتبنى الدولة ربط عملتها بقاعدة الذهب، اذ يعكس هذا الارتباط تقويم العملات المتنوعة امام الذهب، الامر الذي يسهل عملية بيع او شراء الذهب من لدن الافراد بسعر التعادل مقابل الحصول على أنواع العملات التي يرغب في حيازتها (خالد، 2014:184) ، يصاحب هذا النوع من أنظمة سعر الصرف إيجابيات وسلبيات منها: (العامري، 2010:100)

أ- الإيجابيات

- 1- نوع من الثقة للمتعاملين بها عن طريق المعرفة المسبقة لغطائها من العملات الأخرى
- 2- نوع من الاستقرار الاقتصادي والتعاملات المالية متجنباً تقلبات أسعار الصرف المؤثرة في تلك التعاملات.
- 3- الثبات في معرفة العائد والكلف للمتعاملين في التجارة الخارجية

ب- السلبيات

- 1- فقدان سياسة نقدية فعالة بديلة عن التدخل لاستقرار العملة
- 2- استنزاف الاحتياطيات الأجنبية لغرض تثبيت سعر العملة المحلية

3-2- معدل الصرف المرن (العائم) Flexible Exchange rate

بعد انهيار نظام بريتون وودز (Bretton Woods) عام 1971 القائم على أسعار التعادل بين العملات والمرتبطة الى الدولار الأمريكي الذي يمثل الأخير بما يعادله من الذهب ، ونتيجة تخلي الولايات المتحدة عن سداد لقيمة اصدارتها من عملتها بما يعادله من الذهب ، انهار النظام المالي القائم على ذلك الاتفاق (الميداني، 1979:255) ، وعلى الرغم من أن العديد من البلدان لا يزال ينتهج نظم أسعار الصرف الثابتة أو غيرها من أنواع أنظمة الصرف المرتبطة بعملات اخرة، فقد ازداد عدد الدول التي تحولت نحو انظمة أكثر مرونة في مدار العقد الماضي ومن المرجح استمرار هذا الاتجاه نظراً مع ما توفره النظم المرنة من حماية. أفضل ضد الصدمات الخارجية وما تحققه من استقلالية أكبر في السياسة النقدية (بربور، 2008:31) .

ان عملية عدم التدخل من لدن السلطات النقدية في سعر الصرف عند مستوى معين من التكافؤ¹ امام العملات الأخرى سواء تلك التي تربطها بعدة عملات متنوعة (سلة عملات) او عن عملة الشريك التجاري الرئيسي، فهي تعني انها تخلت عن التدخل بسعر الصرف الفعلي التعادلي لعملتها امام باقي العملات الأخرى اذ كانت بصورة فردية او امام سلة العملات وجعلته عائماً امامها، اذ ان السعر التقاطعي هو الذي يحدد سعر الصرف الفعلي امام الشريك التجاري او سلة العملات الأخرى وهو يعكس سعر الصرف الحقيقي لقيمة العملة امام العملات الأخرى وفق البيات سوق العرض والطلب (Fournier&Wadsworth، 1976:142).

1- سعر التكافؤ هو سعر الصرف الخاضع لألية العرض والطلب داخل سوق الصرف

ومن مزايا وعيوب سعر الصرف العائم (crant,2000 :283) :

Advantages 1-2-3-المزايا

- أصبح سعر الصرف ليس الهدف الأهم للسياسة النقدية
- عدم تضحية السلطة النقدية بما تمتلكه من عملات اجنبية لمقابلة اهداف أخرى غير توازن سعر الصرف
- ترك سوق العرض والطلب هو ن يحدد السعر التكافؤي للعملة المحلية امام العملات الأجنبية والتدخل عند وجود مضاربات واضحة في سعر الصرف.

Disadvantages 2-2-3-العيوب

- انخفاض سعر صرف للعملة المحلية امام عملات الأخرى بسبب المضاربة
- زيادة عدم اليقين لدى المتعاملين بالعملة المحلية
- قد يكون مصحوب بنوع من التضخم النسبي

Types of floating exchange rate 3-2-3-أنواع سعر الصرف العائم

وعلى الرغم من تعويم سعر صرف العملة حسب نظام الجديد الى انه ينقسم الى صنفين بالتنفيذ من لدن السلطات النقدية وحسب ما تره يخدم وضعها الاقتصادي.

Flotation clean (free) 1-3-2-3-التعويم النظيف (الحر)

وفيه تترك السلطات النقدية سعر الصرف عائم يتحدد وفقا لقوى العرض والطلب، اذ يتحقق سعر الصرف التعادلي حسب توازن السوق، وخوفا من مخاطر التعويم الحر تقوم السلطات النقدية بالموازنة بإنشاء أموال موازنة الصرف، عن طريق تخصيص أرصدة من الاحتياطات النقدية والذهب، وتقوم السلطات النقدية بالتدخل في سوق الصرف الأجنبي عن طريق البيع والشراء للنقد الأجنبي حسب الحالة من أجل حماية سعر صرف وهذا التدخل لا يعني احداث تأثير عن سعر الصرف التكافؤي للعملة وانما لمنع التقلبات التي تنشأ بسبب المضاربات في سعر العملة، وقد يمتد الى للإجراءات من لدن السلطات النقدية (راتول, 2006:233)

2-3-2-3-2-2-3-التعويم الغير النظيف (المدار) (Flotation non-clean orbit)

ويعبر عنه عندما توجد امكانية تدخل السلطات النقدية من أجل تغيير اتجاه العرض والطلب في العملات الأجنبية، من أجل التأثير في قيمة العملة المحلية لتحقيق الأهداف الاقتصادية للدولة، وذلك عن طريق: (سمير, 2011: 62)

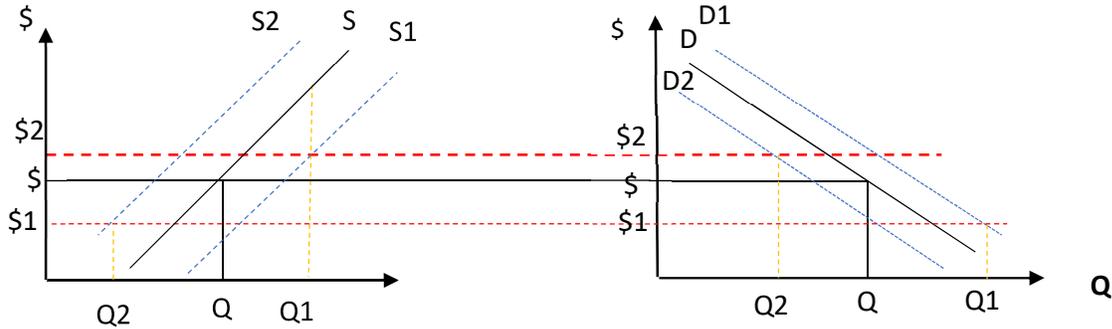
- بيع العملة الوطنية بهدف زيادة المعروض منها وتخفيض قيمتها من أجل تخفيض أسعار صادراتها معكوس في زيادة الطلب العالمي في السلع المحلية.
- شراء العملة الوطنية لزيادة الطلب عليها ما يؤدي إلى رفع قيمتها من أجل منع خروج رؤوس الأموال إلى الخارج.

رابعاً: تحليل العرض والطلب في الصرف الأجنبي

Display and analysis of the demand for foreign exchange

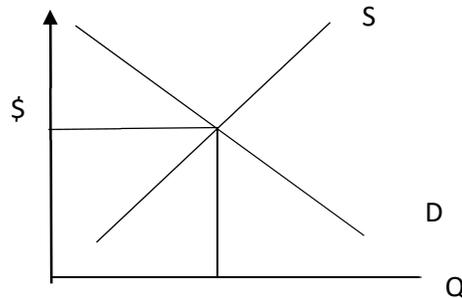
يخضع سعر الصرف الاجنبي الى عرض وطلب السوق حاله بذلك حال السلع الأخرى، فزيادة العملة المحلية وانخفاض العملة الأجنبية يؤدي بصورة تلقائية الى ارتفاع سعر صرف العملة المحلية امام العملة الأجنبية، نتيجة زيادة المعروض من الأول نسبين الى الثاني، وهناك عدد من العوامل التي تؤثر في العرض والطلب في سوق الصرف للبلد (Peng,2015,436):

- 1- العوامل الحقيقية، وهي تلك التي ترتبط بميزان المدفوعات نتيجة لتغيير نسبة الصادرات الى الواردات
- 2- عوامل مالية، وهي تلك التي تتمثل بالاستثمارات والتمويل الدولي عن طريق تدفق رؤوس الأموال من وإلى البلد.
- 3- عوامل خاصة، وهي التي ترتبط بالمضاربة في سوق الصرف نتيجة توقعات العاملين داخل السوق.



A- منحني الطلب للصرف الأجنبي

B- منحني العرض للصرف الأجنبي



C - توازن سوق الصرف الأجنبي

الشكل 9

العرض والطلب والتوازن في سوق الصرف الأجنبي

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على الادبيات

ان التغير في العرض والطلب في سوق الصرف الأجنبي يأخذ منحنيين (منحنى العرض، ومنحنى الطلب) فالتغيرات التي تحدث في خط المنحنى نفسه هي توضح العلاقة بين السعر والكمية المطلوبة في السوق في ظل ثبات العوامل الأخرى، اما التغيرات التي تجعل المنحنى يتحول الى اليمين او اليسار فيعود الى عدة أسباب لا تحكمه تأثير الكمية والسعر في العرض والطلب منها: (Eachern,2008:70)

- 1- التغير في دخول الافراد
- 2- التغير في أسعار السلع الأخرى
- 3- توقعات المستقبلية من لدن المضاربين
- 4- اعداد وطبيعة الداخلين لسوق الصرف
- 5- التغيرات في تفضيلات واذواق المستهلكين

1-4-1- منحنى الطلب في الصرف الأجنبي The demand for foreign exchange curve

ان الطلب في سعر الصرف الأجنبي هو طلب مشتق من لدن الافراد والمؤسسات لتسوية معاملات الاستيراد والتصدير او للبيع و شراء الأصول المحلية مضاف اليه تلك المعاملات التي تنشئ لدفع فوائد مستحقة في أصول اجنبية او تحويلات من جانب واحد الى مقيمين خارج البلد للحصول على خدمات مقابل ذلك (513, handa,2002)، وتشكل بعض التعاقدات للشركات المحلية طلب في الصرف الأجنبي لتغطية تعاقداتها الخارجية او عند تعاقدها مع بعض العاملين لديها بدفع اجورهم بالعملة الأجنبية ، كما تعد بعض الأصول المصدرة من تلك الشركات والمقومة بالعملة الأجنبية او توزيع الأرباح والفوائد لتلك الأصول جانب من طلب الافراد لغرض حيازة تلك الأصول او تسوية المعاملات المتعلقة بتلك الصفقات (383:2007, pugel)، وعن طريق الشكل (9) اذا نلاحظ عند منحنى A ان التغير في الكمية المطلوب في المنحنى نفسه يعود لتغير في أسعار الصرف الأجنبي في ظل ثبات العوامل الأخرى، فكل ما ارتفع سعر الصرف الأجنبي قل الطلب عليه اذ يرتبط سعر الصرف بالكمية المطلوبة بعلاقة عكسية كذلك ترتبط الكمية المطلوبة مع سعر الصرف بنفس العلاقة ، اذا يدفع ارتفاع سعر الصرف الى انخفاض الطلب وقد يعود الى عدم كفاية الحيازة النقدية للمتعاملين لغرض لشراء مقدار الكمية التي كان يطمح اليها او بسبب عدم التأكد بالتوقعات المستقبلية وانخفاضه مستقبلاً، ويعد سبب انتقال منحنى الطلب الى اليمين او اليسار الى تغير العوامل المؤثرة الأخرى بتغيب عاملي (السعر والكمية)و في ظل تغير احد تلك العوامل المؤثرة بصورة مباشرة ، اذ تتغير الأسعار والكمية المطلوبة وفق ذلك التأثير.

2-4-2- منحنى العرض لصرف الأجنبي Supply curve on foreign exchange

يستمد منحنى العرض في سوق الصرف الأجنبي من الفئة العاملة في السوق المتمثلة بالتجار والمضاربين في سوق الصرف مضاف اليها السلطة النقدية عندما تقوم بالتدخل في سوق الصرف عن طريق البيع، سواء كان ذلك لدعم العملة او لتوفير نقد الأجنبي لتجارتها الخارجية في زمن معين، وتكون العلاقة طردية بين الأسعار والكمية المطلوبة في ظل ثبات العوامل الأخرى (518:2007, Dwivedi)، وقد يحفز ارتفاع أسعار الصرف الكثير من الافراد وشركات لبيع ما لديهم من عملات اجنبية ، لتسديد المستحقات التي بذمتهم بالعملة المحلية ، او تلك التي يرغبون في

حيازتها مستقبلا ، ان تلك الفروقات السعرية توفر كمية اكثر من العملات المحلية مقابل الوحدة الواحدة من العملة الأجنبية ، الامر الذي ينعكس في كمية السلع والخدمات التي يمكن اقتنائها نتيجة هذا التغيير (Hubbard,2012:237) ومن خلال الشكل (9) عند المنحنى B نلاحظ ان التغيير بين السعر والكمية المعروضة يتناسب طرديا في ظل ثبات العوامل الأخرى، اذ يرغب الحائزون في الصرف الأجنبي بيع ما لديهم بأعلى سعر ممكن وقد يكون ذلك بدافع حيازة اكبر قدر ممكن من العملة المحلية لتلبية احتياجاتهم او قد تكون لتوقعات المستقبلية بانخفاض السعر في مستقبل، اما التغيير في انتقال المنحنى فهو يعود الى عوامل أخرى لا يدخل سعر الصرف والكمية المطلوبة طرفا في ذلك، وانما يعود للأسباب الاخر التي تفرض تأثيرها بانتقال الطلب الى اليمين او الى اليسار.

3-4 – منحنى التوازن للصرف الأجنبي Balance on the foreign exchange curve

تدفع قوة العرض والطلب في سوق الصرف الأجنبي الى فرض التوازن في سعر الصرف في التداول، وهو المستوى الذي تتساوى فيه الكمية المطلوبة مع الكمية المعروضة من الصرف الأجنبي في السوق مستجيبة بصورة طوعية لتلك القوى الضاغطة، عند هذا السعر من الصرف الأجنبي يستقر التفاعل بين العرض والطلب الناتج من التدفقات الداخلة للبيع والطلبات الواردة للشراء بعد موجه من الارتفاع والهبوط داخل السوق (الطائي،2014:27) ، اذ يرغب البائع بتصريف اكبر كمية ممكنه عند اعلى سعر يرغب به وفي العكس منه يطمح المشتري بأكبر كمية عند ادنى سعر يرغب به ، وعند هذا السعر يكافئ السعر والكمية المرغوبة الطرفين وكما في شكل(9) وعند المنحنى (A,B) لاحظنا التفاعل بين العرض والطلب والتأثير الكمي والسعري في سعر الصرف بالإضافة الى انتقال المنحنى الى اليمين واليسار والأسباب الدفعية لذلك ، اما في شكل (9) والمنحنى C عند نقطة التوازن فأننا نلاحظ كيف توازنه الكمية المطلوبة والمعروضة عند السعر العادل لسوق الصرف الذي تحقق عنده التسوية في القبول من لدن المتعاملين في السوق وهي لا تكون بضرورة ملبية لرغبات المتعاملين ، اذ يمثل هذا السعر الحد المقبول لكلا الطرفين الداخليين في الصفقة (البائع , المشتري) من الكمية والسعر استنادا لتفاعل قوة السوق .

المطلب الثاني

ماهية سوق الصرف

أولاً: سوق الصرف الأجنبي Foreign exchange market

يعرف سوق الصرف الأجنبي بأنه المجرى التي تجري فيها التعاملات المالية الدولية والتي تسهل عمليات التبادلية بين الدول (دانيلز وفانهوز، 2012:64)، ان عملية القرض والاقتراض او الإيداع والسحب التي تجري بين البنوك المركزية والتجارية او بين الأفراد او الوسطاء والمتخصصين والمؤسسات المالية بالعملة الأجنبية التي يكون محور اهتمامها في بيع وشراء الصرف الأجنبي امام العملات المحلية سواء كان ذلك في الأسواق الحالي او المستقبلي هو ما يطلق عليه سوق الصرف الأجنبي ويرمز له FX (Graham , 2013:2) ، ويعد سوق الصرف سوق المنافسة الكاملة كونه اكثر تواصل مع العالم الخارجي بفضل وسائل الاتصال العالية فيما بينهم ، وهي تستبعد فكرة كلفة النقل للنقود كون العملية هي مبادلات للأرصدة النقدية بين البنوك وليس عملية نقل للعملات الانادرا (عمارة، 2016:91).

ثانياً: وظائف واهمية سوق الصرف

Importance and functions of the exchange market

هنالك عدة وظائف يقوم بها سوق الصرف ونذكر منها: (العيساوي، 2012:274)

- 1- تسوية المعاملات الدولية بين المتعاملين عبر الحدود المحلية للدول، ويجمع بين البائعين والمشتريين وكل المتعاملين بتبادل العملات الأجنبية بسرعة وكفائه عن طريق المقاصة.
- 2- التوازن في سوق الصرف في حالة حدوث تقلبات بين الأسواق المتنوعة، اذ تعمل في توازن الأسواق في حل ارتفاع سعر الصرف في أحد الأسواق مقابل انخفاضها في سوق اخر
- 3- التغطية المستقبلية لسعر الصرف في البيع والشراء لضمان التحويلات الغير مؤكده في سعر الصرف وفق هامش معين محسوب بعائد

ثالثاً: المتعاملون في سوق الصرف Traders in the foreign exchange market

يدخل في سوق الصرف جميع المتعاملين² بصورة مباشرة وغير مباشرة بسوق الصرف ومن بين اهم هؤلاء: (زراري، 2016:34)

² - ويطلق مصطلح الاعيين الاساسين على جميع المتعاملين داخل سوق الصرف، كونهم يشكلون جانبي العرض والطلب.

- 1- البنك المركزي Central Bank : عن طريق تدخله في السوق المفتوحة في بيع وشراء العملات الأجنبية، ومن جهة ثانية بتنفيذ أوامر الحكومة باعتباره بنك الدولة بخصوص المعاملات الخارجية بسعر الصرف الأجنبي، إذا يكون هذا التدخل في العادة من أجل حماية سعر صرف العملة المحلية أو بعض العملات الأخرى، كونه المسؤول عن سعر صرف العملة المحلية.
- 2- البنوك التجارية Commercial banks : تعد البنوك التجارية من أهم المتعاملين في مستوى سوق الصرف الأجنبي، إذ تأخذ هذه البنوك في عاتقها عمليات الصرف، سواء أكانت لحسابها أو لحساب زبائنها، وتستخدم في عملياتها ودائعها لدى المؤسسات المالية الأجنبية التي تلعب دور المراسلين.
- 3- المؤسسات غير المالية Non-financial institutions: تدخل بعض مؤسسات الأعمال في سوق العملات الأجنبية ويكون نتيجة دخولها للأسواق هو لنشاطات هذه المؤسسات التجارية أو الاستثمارية التي تحتم عليها دخول سوق العملات الأجنبية كمشتريه أو بائعه أو مستثمرة لهذه العملات، وهي قد تقوم بذلك إما مباشرة أو عن طريق البنوك أو المؤسسات المالية التي تتعامل معها.
- 4- السماسرة Brokers: الذين تتعامل معهم البنوك التجارية سواء كان ذلك بتلبية احتياجاتها من العملة الأجنبية أو تصريف الفائض لديها.

رابعاً: أنواع أسواق الصرف الأجنبي The types of foreign exchange markets

تنقسم أسواق الصرف الأجنبي الى عدة أنواع اعتماداً على أنواع الصفقات المطلوب ضمن حيز تلك الأسواق، ويكون البارز منها والمتعارف بالأعم الاغلب نوعان هما: (الغالبى، 2011:34)

1-4 سوق الصرف الانى spot exchange market

ويدخل ضمن هذا المفهوم جميع الصفقات التي تحدث ضمن نطاق السعر الانى او الحالي ليوم الصفقة وحسب السعر المتداول لذلك اليوم spot rate ، ويعد هذا السوق الأكثر نشاطاً وفعالية في سوق الصرف ، لان تحركاته مستمر وكبيرة في اجمالي التعاقدات ، وفي الغالب يتم الاستلام وتسليم الصفقات خلال يومي عمل بعد ابرام الصفقة ، وهذا لا يمنع من وجود اسوق تنفذ العقد في نفس اليوم او في اليوم الثاني ، ولكن في الاعم الاغلب هي ضمن نطاق (يوم العقد + يومي عمل تلي يوم التعاقد) وتعد الأسواق الانية هي الأساس في احتساب أسعار الصرف في الأسواق الآجلة .

2-4 سوق الصرف الاجل Forward exchange market

هنالك الكثير من الافراد وقطاعات الاعمال والمؤسسات المالية المختلفة ترغب في التحوط من أسعار الصرف في الاجل القريب (ضمن سنة عمل) في ابرام الصفقات انيه في تنفيذها مستقبلاً ، تلبى تلك الرغمة وتنفذ في سوق الصرف الاجل ، اذ تنماز تلك الأسواق بالفعالية والعمق في تعاملاتها ، وصيغة تعاقداتها نمطيه في الغالب (ثلاثة اشهر ، ستة اشهر ، سنة) ، وقد تزايد نشاط هذه الأسواق بعد تبني معظم الدول الكبرى سياسة سعر الصرف العائم ، وهذا لا يمنع من وجود تعاقدات لأكثر من سنة ، ولكن تلك الأسواق تنماز بكونها اقل نشاطاً كما ان أسعار الصرف تحتاج الى تعديل الأسعار المعطاة بصورة مستمرة.

3-4 أسواق الفوركس forex

1-3-4 ماهية سوق الفوركس What do we mean forex

سوق صرف العملات الاجنبية هو سوق لتداول وتبادل العملات العالمية ، وتنماز هذه الأسواق بعملها اللامركزي (اي لا مكان وزمان محدد) ، ولا تخضع لشروط ضمنية او مخفية عند التعاقد بين الطرفين ، التي تضم في العادة السعر المعلن وما يتضمنه من مبالغ مضافه غير ظاهره مثل الرسوم والكلف المصاحبة لأغلب أنواع التعاقدات المالية والتجارية ، بسبب كونه سوق لا مركزيا ويتم التداول به عبره شبكات الانترنت، اذا الأسعار تكون داخل السوق متاحه للجميع كذلك تكون قريبة جدا من بعضها البعض. ومع ذلك فان أي فروقات في تلك الاسعار سوف توفر فرصة راجحة جديدة للمتعاملين ، وتكون تلك الأسواق منفتحة ما بين الحدود الداخلية للبلدان والعالم الخارجي في مدار 24 ساعة يوميا عدا أيام العطل الرسمية لتلك الدول (Stockhus,2011:3)، ويعد للتطور التكنولوجي التأثير البالغ في توسع وانتشار التداول ضمن هذا السوق الامر الذي صنفه اكثر المختصين في مجال الأسواق المالية من اقوى السوق من حيث التداول اذ يقدر بنك التسويات الدولي حجم ذلك التداول بحوالي 4 ترليون دولار يوميا ، ويستطيع المتعاملون داخل هذه الأسواق من متابعة حركات تغير الأسعار بواسطة الشاشة والوصول الى شبكات الانترنت وما تسمى منصات التداول منقولة من البنوك او المواقع الإلكترونية التي تعمل ضمن هذا المجال (Gençay,2015:1435) ويعمل هذا السوق في مدار 24 ساعه ، اذا يبدأ العمل فيه من مدينة سدني الاسترالية وينتقل عبر العالم الى طوكيو ومن ثم لندن وبعدها نيويورك وحسب توقيتات العمل لتلك المدن ، وهي لا تختلف بطبيعة العمل عن أسواق الأسهم والسندات ولكنها تنماز بكونها أسواق عمله فقط ، كذلك يكون اكثر المتعاملين في هذا السوق بإتمام الصفقة في نفس اليوم تجنب لرسوم التمديد ، اذا يقوم كل متعامل داخل هذا السوق بالبيع او الشراء لزوج من العملات الرئيسية ومنها (زوج اليورو/الدولار الأمريكي، زوج الدولار الأمريكي/الين الياباني، زوج اليورو/الين الياباني، زوج الباوند/الفرنك السويسري ، زوج الدولار الكندي/الدولار الامريكي، و غيرها) ، اذا يعد فتح صفقة الافتتاح (مركز طويل الاجل) في حين تمثل عملية البيع او غلق الصفقة المركز قصير الاجل في عمله اخره ، وتشير اكثر الاحصائيات ان 80% من عمليات التداول تستمر لمده 7 أيام عمل او اقل وان 40 % منها ينتهي بحدود يومين او اقل ، وفي الغالب يغلق المتعاملون مراكزهم عندما يحققون أرباحا معينه ، ومن ثم الانتقال الى نقطه أخرى متأملين عن طريقها تحقيق أرباح جديده، او قد يكون اغلق المركز ناتجا عن تصفية المركز للانتقال الى مركز اخر او إيقاف خساره (www.arab.dailyforex.com/forex-basics) ، ويدخل ضمن هذا الحيز من السوق جميع الشركات والبنوك والمستثمرين والمضاربين، ويعد من أكثر الأسواق سيوله في العالم ويعمل في مدار الساعة وبواقع 5 أيام عمل (www.trading-secrets.guru)، إذا يتم تبادل عملة بلد واحد لعملة أخرى. واذا تعد أسعار صرف العملات متقلبة بسبب تغييرات في العرض والطلب في منتجات البلاد بشكل دائم، ويبحث مختلف اللاعبين في السوق عن كسب المال مع تقلبات أسعار الصرف عن طريق شراء العملات بسعر منخفض وبيعها بسعر أعلى أو العكس عند تجنب الخسارة ، اليوم سوق الفوركس تتم المداولات فيه عن طريق الانترنت، مما يجعل من السهل على أي شخص أن يشارك او يدخل التداول بالمقارنة مع الأسواق المالية الأخرى، وهذا ما يجعل اسواق الفوركس تحظى بشعبية كبيرة من أي سوق مالية، يمكن للمستثمر استخدام إما التحليل الفني أو التحليل الأساسي (أو كليهما) للتنبؤ بتحركات الأسعار في المستقبل، التحليل الفني يراقب حركة الاسعار في الرسم البياني مع مؤشرات مختلفة، في حين التحليل الأساسية يعتمد في تحليل البيانات الاقتصادية المشتركة كاستخدام القوائم المالية المختلفة (Linden,2009:4) ، ومن المعروف ان أسعار الصرف تكون متقلبه بدرجة عالية في الأسواق الناشئة و النامية عن ماهي عليه في

الأسواق المتقدمة ، كذلك تعد تلك الأسواق اقل وضوح للمتعاملين في الأسواق المالية عما هي عليه لنوع الثاني بسبب عدم وجود البيانات الدقيقة التي يمكن الاعتماد عليها في التحليل والتقييم (Égert,2014:2).

اما اهم الاستراتيجيات التي يقوم عليها التعامل داخل هذه الأسواق هي الاخبار والمعلومات والبيانات التي تصدر يوميا عن بلدان تلك العملات ، فمن الاخبار المهمة المؤشرات الاقتصادية ومنها (مؤشر الأسعار ، مؤشر أسعار الفائدة ، مؤشر التوظيف والبطالة ، وغيرها) كذلك البيانات الصادرة عن البنوك المركزية والمؤتمرات الاقتصادية والنشرات الدورية المصدرة ، وتنعكس تلك الاخبار بصورة فورية وسريعة في عملية التداول داخل تلك الأسواق ، لذا تكون تلك الأسواق حساسة بصورة عالية جدا للأخبار او المعلومات التي ترتبط بها ، كما يعد لسلوك المتعاملين الحيز الأكبر لنوعية التداول ، لذلك تكون هذه الأسواق متقلبة بسرعه عالية ومفاجئة اذا لم تكن الخيارات التداول مدروسة ومتابعه بصوره دقيقه (www.fxcc.ae/blog).

4-3-2- كيف يتم تداول العملات الأجنبية في الفوركس Trading in the Forex Market

يتم التداول داخل هذا سوق بطريقة زوج العملات، وهي تمثل مقدار ما تمثله العملة الأولى امام العملة الثانية، وتمثل العملة الأولى في هذا الزوج بالعملة الأساس في حين العملة الثانية تمثل العملة الثانية او عملة الصرف ، ويعد سعر العملة الأساس سعر العرض او سعر الطلب ، فعلى سبيل المثال لو طلب زوج يورو – دولار (EUR-USA) فهي تمثل شراء اليورو مقابل الدولار، أي تم شراء اليورو مقابل بيع الدولار في الوقت نفسه ، فلو كان سعر صرف زوج العملات اليورو-دولار 1,5460 أي بمعنى كل 1 يورو يساوي اكثر من 1,5460 بقليل ولو تحرك السعر ليصبح 1,5461 وهذا يعني ان سعر الصرف تحرك نقطة واحدة ، وهي تساوي جزء من عشرة الف من اليورو ، يتم التداول بالعملات الأجنبية عادة وفق وحدات ثابتة أو "عقود" (lots) تبلغ 100,000 وحدة من العملة الأساسية غير أن هنالك وحدات أصغر من هذه متوفرة اليوم في السوق. وفي حالة زوج العملات يورو-دولار (EUR-USD) تساوي النقطة 10 دولار في عقد (لوت) يبلغ 100,00 يورو، وتساوي 1 دولار في عقد (لوت) يبلغ 10,000 دولار ولذلك فإن حركة السعر بمقدار نقطة واحدة يساوي 10 دولار في مزاد تبلغ قيمته 100,000 يورو، و1 دولار في مزاد تبلغ قيمته 10,000 يورو. (DailyForex,2015:4) ، كذلك تعد البيانات المنشورة والمتاحة لجميع المتعاملين داخل هذا السوق والعاكسة بصوره مباشره للعمليات الجاري عند اللحظة احد مؤشرات المهمة لحركة السوق ، اذ تتغير هذه البيانات في كل ثانيه اعتمادا في تغير الأسعار وحجم المبادلات ، وتعرض في كل لحظه اعلى واقل سعر للعرض والطلب ، كذلك حجم الصفقات المطلوبة من كل زوج من العملات ، وتعرض أيضا النسبة المئوية من الصفقات المريرة كذلك متوسط الربح لكل مركز تداول ، كما تتيح واجهة عرض السوق السلسلة الزمنية لتغيرات السوق بصوره عامه كذلك الحركة لكل زوج من ازواج العملات وعلى امتداد المدة السابقة ، ليتيح للمتعاملين رصد أسعار الصرف المتقلبة عن تلك التي تنماز بالاستقرار النسبي ضمن تلك المدة (Chaboud& et al,2014:7).

4-3-3- أهمية سوق صرف العملات

The importance of the exchange market

سوق الصرف الأجنبي اليوم يعد اكبر سوق في العالم للسيولة المالية، اذا ويوفر النقد الأجنبي بصورة تختلف عن ما يقابله من الأسواق المالية الأخرى، وبخلاف الأسواق المنظمة نجد اليوم نمو تجارة النقد الأجنبي والاستثمار واتساع ادارته، ان مزيج وتنوع العروض داخل السوق عن طريق البحث في شبكة الانترنت للأسعار يجعل السوق أكثر جاذبية، بسهولة وسلاسة، بالإضافة الى حجم التداول داخل السوق والقدرة المتاحة للمتعاملين في الوصول تجعل منه أكثر جاذبيه واهميه للمتعاملين بالإضافة الى عدة اسباب ومنها: (Rahman,2014:6) (Barunik .et ,al,2016):3

- 1- القدرة التجارية العالية ونوع من الاندماج العالمي
- 2- العمل لمدة 24 ساعة في اليوم مع تدفق المعلومات بصورة واسعة
- 3- انخفاض تكلفة الرسوم والعمولات
- 4- فرص كبيرة متاحه للربح
- 5- القدرة في منافسة أسواق الأسهم وكذلك معدل التداول يفوق اضعاف حجم التداول في سوق رأس المال، كما يعد أكثر استقرار من أسواق الأسهم والسندات.
- 6- التداول واضح ومعلن لجميع الراغبين وبصوره مباشرة عن طريق شبكات الانترنت.
- 7- كما تعد للسياسة النقدية التأثير الواضح في تلك العملات المتداولة داخل اسوق التبادل وفق مبدأ تايلور.

ومما ذكر نجد ان لهذا السوق عمقا وتساعا وسيوله مالية عالية، حيث نجد حجم التداول يفوق أكثر بكثير مما يتم تداوله في البورصات العالمية، وبرغم من كونها أسواق لا مركزية الا ان التطور التكنولوجي قد دعم عمل هذه الأسواق بصورة واضحة وداعمه لأليات عمله، تنماز هذه الأسواق بقله التكاليف ورسوم المصاحبة للعمليات الجارية داخل السوق، بالإضافة الى انها متاحه للجميع من أي مكان في العالم في حالة وجود تلك الشبكات الإلكترونية، وتتأثر هذه الأسواق كباقي الأسواق الاخر بالأخبار او المعلومات الاقتصادية التي تخص البلدان المصدرة لتلك العملات ، وقد تكون تلك الأسواق احد المؤشرات المهمة التي تعكس سعر الصرف الفعلي للعملات المتبادلة والممتد الى القدرة الاقتصادية لتلك الدول .

خامسا: العوامل المؤثرة في سعر الصرف Factors affecting the exchange rate

يخضع سعر الصرف للعرض والطلب في سوق الصرف الأجنبي، وللبنك المركزي تأثير واضح في هذا التدخل وفقا لرؤية السلطة النقدية في سعر الصرف الخاص بعملتها، لاسيما وان كانت تتبع سعر الصرف الثابت او المعومة المدار، والتأثير يكون اقل في نظام سعر الصرف العائم (الحر)، ومع ذلك تكون لبعض العوامل تأثير في جميع أنظمة الصرف ومنها: (Cheng,2015:44)

- 1- التضخم، اذ يؤدي التضخم الى انخفاض القوة الشرائية للعملة الامر الذي ينعكس في سعر صرفها امام العملات الأجنبية، إذا كان لتخفيض العملة يؤثر بطريقة تدفع الى زيادة الصادرات على الواردات فان تأثيره يكون تابعا للحالة الاقتصادية، فاذا كان الإنتاج اقل من الناتج المحتمل فان الاثار التضخمية تكون مرتفعة نتيجة زيادة الطلب في السلع المحلية.
- 2- أسعار الفائدة، كلما ارتفعت أسعار الفائدة الداخلية المحلية، كلما زاد الطلب في العملة المحلية نتيجة السلوك الاستثماري للأفراد، والذي يدفع سعر الصرف للعملة المحلية بان يكون مقاد لحركة العرض والطلب في العملة المحلية في ظل تغيرات أسعار الفائدة.

- 3- ميزان المدفوعات، يعبر ميزان المدفوعات عن إجمالي الصادرات والواردات من السلع والخدمات إضافة الى حركة رؤوس الأموال، ويمثل فائض الحساب الجاري زيادة في الطلب في السلع المحلية من لدن الدول الخارجية، الامر الذي يدفعهم الى الطلب على العملة المحلية لشراء تلك السلع، وتحقق الميزة النسبية تأثير في سعر الصرف.
- 4- التدخل الحكومي: هي تلك الممارسات التي تقوم بها السلطة النقدية متمثلة بالبنك المركزي في رفع او خفض قيمة العملة بناء على السياسة التي تتبناها
- 5- أخرى: يمكن إضافة الى النقاط أعلاه، الوضع الاقتصادي للبلد، والوضع السياسي التي قد يمتد تأثيرها في سوق الصرف لمدة طويلة.

سادسا: تأثير سعر الصرف في بعض المتغيرات

Exchange rate impact on some variables

يؤدي تغير سعر الصرف الى اثار متنوعة وبالأخص منها الواردات والصادرات للبلد فضلا عن الاستثمار والتمويل الخارجي ، بالإضافة الى تهديده لأسعار السلع المحلية عن طريق التغير في نسبة الأسعار المستوردة او المصدرة ، وازضافة الى التأثير المحلي قد يمتد هذا التأثير الى الشركاء التجاريين الخارجيين لذلك يكون من اهداف التدخل في سوق الصرف هو منع او احتواء التقلبات المفرطة في أسعار الصرف الأجنبي و تحقيق الاستقرار لهم (Ginkō,2004: 209) كما في تأثير بعض المتغيرات في سعر الصرف فهناك العديد من المتغيرات تتأثر بسعر الصرف ونذكر منها ولا في سبيل الحصر.

1- تأثير سعر الصرف في ميزان المدفوعات

The impact of the exchange rate on the balance of payments

يكون تأثير سعر الصرف واضحا وبشكل مباشر في التجارة الخارجية للبلد عن طريق التغير النسبي بين الصادرات والواردات للبلد نتيجة تقلبات سعر الصرف، اذ ينعكس ارتفاع سعر الصرف بضلاله في التغير النسبي لأسعار السلع المحلية الى أسعار السلع الأجنبية، مما يدفع الى راحة كفة الصادرات مقابل الواردات محدث فائض لميزان المدفوعات والعكس صحيح فيما لو كان البلد معتمدا بصورة أساسية على الاستيراد (IMF,2015,107)، كما يعد لتغير سعر الصرف التأثير الوضح في انتقال رؤوس الأموال بين الدول ، رغبة من أصحابها في البحث عن مصادر ربح وامان اكثر ، عن تلك التي تصاحب استثمارهم من عدم الاستقرار او التوقعات المستقبلية في تقلبات سعر الصرف (الساعدي وعبد,2011:92).

2- تأثير سعر الصرف في مستوى السلع الضرورية

The impact of the exchange rate on the level of necessary goods

ان تغيرات سعر الصرف ينعكس بصورة مباشرة في الأسعار لاسيما المستوردة منها، وفيما لو كانت هذه المواد المستوردة ضرورية وليس هنالك بدائل عنها او لا يمكن تغطيتها محليا ومنها (الادوية، الغذاء، الوقود، المواد الأولية التي تدخل في الإنتاج الكامل،الخ) فان تأثيرها يكون بصورة مباشرة وغير مباشرة على الافراد والشركات مسببه الحرج في الحصول عليها، الامر الذي يدفع الى البحث عن بدائل لتغطية تلك الاحتياجات (الساعدي وعبد,2011:92).

3- تأثير سعر الصرف في التضخم

The impact of the exchange rate on Inflation

استخدمت معظم الدول النامية سعر الصرف كمثبت للتضخم، وعن طريق تثبيت سعر الصرف تستطيع محاربة ومراقبة التضخم وتخفيضه في حال كان ضمن النطاق الغير مرغوب به او خارج المعدل المستهدف، وقد قاد هذا التوجه الى احداث تأثيره في الأسعار والتوقعات المستقبلية ومن ثم سمح بتخفيض التضخم بمعدلات عالية، إذا ينتج عن ذلك تحسن في القوة الشرائية للعملة المحلية، ونوع من الاستقرار الاقتصادي، ويحتتم على تلك الدول التي تتبنى هذا التوجه الى تبني أسعار صرف ذات مرنة محدودة مدعومة بسياسات اقتصادية فعالة. (عباس، 2003: 24).

4- تأثير سعر الصرف في الاستثمار الأجنبي

The impact of the exchange rate on foreign investment

سعر الصرف الثابت يحفز الاستثمار الأجنبي عن طريق الاعتماد في كلفة المرور³ التي يتحملها المستثمر للدخول الى البلد فيما لو كان هناك تقلبات لسعر الصرف، فيما يكون لسعر الصرف العائم تأثير في رفع كلفة التمويل الداخلي نسبة الى التمويل الخارجي في الدول التي لا تنماز بالاستقرار النسبي لأسعار صرف عملتها، ان التغييرات في الثروة الناتج عن التغييرات في أسعار الصرف يترجم الى التغييرات في الاستثمار الأجنبي، وهذا يدفع في بعض الأحيان للاستحواد الأجنبية لبعض الأصول المحلية نتيجة تغير سعر الصرف ورخصها امام المستثمر الخارجي، في ظل عدم وجود موانع تعيق تلك التدفقات الخارجية، او هدف السياسة المالية والنقدية من وراء ذلك الذي تسعى لتحقيقه (Froot & Jeremy, 1991: 24).

5- تأثير سعر الصرف في الأسواق المالية

The impact of the exchange rate on the financial markets

تواجه الشركات العاملة او المدرجة في الأسواق المالية، مخاطر عديدة ومنها تقلب أسعار السلع او أسعار الفائدة كذلك سعر الصرف، وقد تكون لقوة السوق دور في تحديد تلك التقلبات، اذا تعد أسعار الصرف مصدر إضافي للمخاطر او قد يكون عاملا مخفضا، معتمدا في درجة تلك المخاطر وتقلباتها، وان أسعار الاستثمارات اذ ما أريد تحويلها الى العملات المحلية او العكس غير مؤكد، ويكمن تأثير سعر الصرف في قيمة تلك الأصول المتداولة والعائدات المصاحبة لها في الأسواق وأسعار الصرف المتقلبة وما يسمى مخاطر سعر الصرف والتي غالبا ما تأخذ الحيز الأكبر في الاستثمارات المالية (العامري والشكري، 2013: 24).

6- تأثير سعر الصرف في البنوك التجارية

The impact of the exchange rate on commercial banks

في ظل التجارة الدولية بين الدول، تزداد الحسابات بالعملة الأجنبية لدى البنوك التجارية، إذ يدفع ذلك الى مزيد من الخدمات الى الافراد والزبائن بالعملة الأجنبية، يزداد تأثير سعر الصرف على البنوك عن طريق فروقات التحويل وتقييم الموجودات الأجنبية داخل ميزانيتها العمومية، كذلك ينعكس سعر الصرف في طبيعة الاستثمار في الموجودات الأخرى لاسيما فيما يخص الأوراق المالية الحكومية، ونافاذة الخصم نتيجة تلك التقلبات (شبيب، 2012: 35).

³ - تتحمل اغلب الشركات رسوم وضرائب عند الحول في أسواق غير أسواقها المحلية (خارج حدودها الجغرافية) والتي عادة تدفع بعملة الدول المضيفة.

7- سعر الصرف وأسعار الذهب Gold Prices The exchange rate

بعد ان اخلت أمريكا عن تسديد ومقابلة عملتها المصدر بما توازيه من ذهب عام 1971 زاد من عدم الثقة في الأرصدة الدولارية التي تراكمت لدى الدول او الافراد، الذي دفع الكثير منهم الى الاتجاه الى حيازة الذهب كضمان بديل عن حيازة الدولار بعد زيادة عدم التأكد في الحفاظ في قيمتها (عناي،2006: 21) ، ويتناسب سعر الذهب بعلاقة عكسية مع الدولار ، اذ يرتفع سعر الذهب في ظل وجود فائض لعرض الدولار ، اذ يفضل الافراد حيازة الذهب على الدولار في حالة انخفضت القوة الشرائية للثاني ، اذا مأخذا بالنظر ان كمية الإنتاج لا تلبى الطلب عليه ويجعل انتاجيتها محدود ويصنف ضمن السلع النادرة ، بالمقابل الدولار يطبع بصورة مستمرة لتلبية الاحتياجات من السلع والخدمات، وهذا ما ينعكس في الدولة المصدرة للدولار (أمريكا) او تلك الدول التي تراكم احتياطياتها من الدولار نتيجة صادراتها سواء كانت الطبيعة منها او الحقيقية (الساعدي،2014:1) .

8- تأثير سعر الصرف في الاحتياطيات الدولية

The impact of the exchange rate on the international reserves

يفرض نظام سعر الصرف الثابت سياسة مالية ونقدية تختلف عما هما عليه في ظل نظام السعر المرن، إذا يعمل الأول في استنزاف الاحتياطيات الدولية لاسيما عند حدوث توسع النقدي الذي يكون ممتدا لسد عجز الحساب الجاري، وقد يكون من جانب اخر لتوسع المالي تأثير إيجابيا في تراكم تلك الاحتياطيات عن طريق تأثيرا سعر الفائدة بجذب رؤوس الأموال الى الداخل، بينما يكون النوع الثاني اقل تأثير من الأول في تلك الاحتياطيات، اذ يعمل ميزان المدفوعات عن طريق حساب راس المال في دعم تلك الاحتياطيات بالإضافة ان سعر الصرف يخضع للعرض والطلب في سوق الصرف الأجنبي عاكسا بصوره فعليه السياسة النقدية والمالية والمحددة مسبقا لذلك البلد (علي،2015:382) ، كذلك يكون الامر مشابه لأسعار الصرف المرنة المداره من حيث تدخل السلطة النقدية لتجنب تقلبات عملتها او اختلال ميزان المدفوعات بما تملكه احتياطيات الصرف الأجنبي ، على الرغم من كون الدول التي تتبنى نظام سعر الصرف العائم لا تحتاج الى تراكم احتياطيات كبير عما يحتاجه سعر الصرف الثابت او العائم المدار ، كون سعر الصرف العائم يتحدد عن طريق العرض والطلب في سوق الصرف الأجنبي ، وبرغم من كون الأخير يعفي السلطة النقدية من التدخل لتثبيت سعر الصرف او تحجيمه ضمن نطاق معين مسبقا ، الا ان ذلك لا يمنع من تدخل تلك السلطات لمواجهة الأوضاع التنظيمية للسوق عند حدوث اختلالات واعادته الى حالة الاستقرار المرغوب بها بما تملكه من تلك الاحتياطيات (زراري،2016: 107)، كذلك يعد لتصنيف الاقتصادي للبلد امرا بالغ الأهمية في هذا الامر ، اذ تستخدم اغلب الدول المتقدمة سياسة التعقيم في التأثير في القاعدة النقدية اذا ما تدخلت في سعر الصرف عن طريق الاحتياطيات ، في حين لا نجد هذا الامر مماثلا في الدول غير المتقدمة ، اذا اثبتت دراسات صندوق النقد الدولي ان 25% من البلدان تستخدم سياسة التعقيم مع عملية التدخل ، في حين 12% لا تفعل ذلك ، والمتبقي منها يستخدم التعقيم في بعض الأحيان ، ولا يختلف التدخل في الأسواق الناشئة عن الأسواق المتقدمة من حيث الأسلوب في عملية التدخل ، الا ان مقدار التدخل وكمية الاحتياطيات المرصودة لهذا العملية في الأسواق الناشئة هي اعلى مما هو عليه في الأسواق المتقدمة بحكم طبيعة الاقتصاد لتلك الدول (Menkhoff,2012:8).

المطلب الثالث

النظريات المفسرة لسعر الصرف

وضعت عدة نظريات اقتصادية لتفسير سعر الصرف والعوامل التي تقف وراءه لتحديد المستوى المكافئ امام العملات الأخرى، ويجد أكثر الاقتصاديين ان وراء هذا التحديد عوامل حقيقية وأخرى مالية والبعض الآخر يجمع بين الاثنين، لذلك ان العملية الديناميكية لحركة أسعار الصرف تخفي وراءها الأسباب الفعلية لتحديد سعر الصرف، وقد بينت النظريات المفسرة ذلك بعض القواعد لتلك الحركة ومنها:

أولاً: نظرية تعادل القوة الشرائية (PPP) (Purchasing Power Parity)

لاقت هذه النظرية الاقبال الواسع بعد ظهور حالة التضخم الواضحة في الدول الاوربية للمدة من 1914-1923، ويعد الاقتصادي السويدي (كوستاف كاسل) الذي وازع قواعد هذه النظرية عندما فسر قوة العملة المحلية بمقدار القوة الشرائية لها في الأسواق المحلية بالقياس الى قدرتها في لأسواق الأجنبية (العيساوي، 2008: 277)، على الرغم من بساطة هذه النظرية فقد تم استخدامها بنطاق واسع لدى الاقتصاديين اذ تعكس القيمة الحقيقية فيما يجب ان يكون عليه لسعر صرف عما هو كان سواء بالارتفاع او الانخفاض (دانيلز و فانهوز، 2012: 89)، وقد بنيت هذه النظرية على قانون السعر الواحد⁴ في اتجاهها المطلق والنسبي في ظل افتراضات عدم تدخل الدولة في سعر الصرف وكذلك استبعاد وجود تكاليف النقل او الحواجز التجارية.

1-1 - نظرية تعادل القوة الشرائية المطلقة

(Absolute purchasing power parity)

⁴ - ان جميع السلع والخدمات تكون متساوية في الأسعار داخل البلدان الا ان تفاوت الأسعار فيما بينها ناتج عن تفاوت سعر الصرف ما بين تلك الدول.

وفق هذه النظرية هي تحدد القيمة الحقيقية للعملة الشرائية في البلد مقارنة بالقوة الشرائية لتلك العملة مقابل القوة الشرائية لعملة أخرى في شراء السلع والخدمات يتحدد سعر الصرف وفق هذه النظرية والأسعار النسبية لتلك الدولة مقارنة بالدول الأخرى، اذ تنعكس تلك الأسعار بصورة طردية مع سعر الصرف العملة المحلية للبلد، فكما ارتفعت الأسعار في ذلك البلد ارتفع سعر صرف عملتها امام العملات الأخرى ويمكن الحصول من المعادلة التالية على سعر الصرف وفق هذه النظرية في ظل فرضية السعر الواحد: (Pilbeam,2010:289)

$$s = \frac{p}{p^*} \dots(16)$$

إذ إنَّ:

S = هو سعر الصرف المحدد من وحدات العملة المحلية لكل وحدة من العملة الأجنبية.
 P^* = سعر مجموعة متطابقة من السلع في بلد أجنبي بالعملة الأجنبية.
 P = سعر مجموعة من السلع في العملة المحلية.

2-1- نظرية تعادل القوة الشرائية النسبية

(Relative purchasing power parity)

تعتمد هذه النظرية في المقدار النسبي الذي يرافق عملية ارتفاع او انخفاض العملة بنفس المقدار الذي يصاحب مستوى التضخم في الأسعار لتلك الدولة، وهي تربط بين التغيرات في أسعار الصرف والأسعار بنسبة المئوية لذلك التغير ويمكن الحصول على سعر الصرف وفق هذه النظرية عن طريق المعادلة التالية: (دانيلز و فانهوز، 2012:94)

$$\% \Delta s = \% \Delta p - \% \Delta p^* \dots(17)$$

إذ أنَّ:

$\% \Delta S$ = النسبة المئوية للتغير في سعر الصرف

$\% \Delta P$ = معدل التضخم المحلي

$\% \Delta P^*$ = معدل التضخم الأجنبي.

3-1- الانتقادات التي وجهت الى النظرية Criticism of the theory

على الرغم من بساطة النظرية في تفسير سعر الصرف الا انها واجهت عدة انتقادات من لدن الكثير من المختصين ومنها: (نعمة، 2007: 10)، (hubbard & o brien,2012:243).

1- صعوبة ضمان دقة التقدير للأرقام القياسية للأسعار لمدة قادمة في المستقبل تزيد عن السنة وصعوبة اختيار سنة الاساس لتحديد الارقام القياسية للأسعار.

2- انها تتجاهل العوامل الاقتصادية المختلفة والمؤثرة في تحديد سعر الصرف مثل الدخل وسعر الفائدة بين الدول وتأثير المضاربة، وكذلك مسببات العرض والطلب في سوق الصرف

3- هي تستبعد أي دور لتدخل الحكومي في سعر الصرف، كذلك الموقف المالي والاقتصادي لتلك البلدان سواء كان في المستوى المحلي او الخارجي.

- 4- لم تأخذ بالحسبان تفضيلات المستهلكين والاذواق العامة للمجتمعات المتنوعة
 5- اهمالها لتعرفة الجمركية التي عادة ما تكون أحد الوسائل لغرض اتاحة الفرصة امام المنتجات المحلية لمنافسة المنتجات الأجنبية من الناحية السعرية، ومن ثم انعكاسها في ميزان المدفوعات
 6- هنالك الكثير من السلع غير قابلة للاتجار الدولي، وعدم تطابق المواصفات لنفس المنتج بين بلد واخر الذي يحدث تفاوت بأسعار تلك المنتجات

ثانياً: ميزان المدفوعات في تحديد سعر الصرف

The balance of payments in determining the exchange rate

ويطلق عليه انموذج موندل-فلامنك (1961) (Mundell-Flemming Model) اذ يشير الى القدرة التنافسية للمنتجات المحلية امام المنتجات الأجنبية، بثبات الأسعار وتغير سعر صرف العملة، الامر الذي يرحج الطلب في المنتجات المحلية من لدن غير المقيمين، الامر الذي ينعكس في ارتفاع الصادرات نتيجة انخفاض العملة مضاف اليه انخفاض الطلب في الاستيراد لا ارتفاع أسعاره امام المنتجات المحلية، وبني هذا النموذج على المتطابقة الكنزوية: (العنزي، 2006: 9)

$$Y = C + I + G + (X-M) \dots (18)$$

اذ يعبر Y = الدخل القومي،

M = الاستيرادات،

X = الصادرات،

G = الانفاق الحكومي،

I = الاستثمار،

C = الاستهلاك.

اذ ان:

$$Y = C + S + T \dots (19)$$

معبر عن T = الضرائب

S = الادخار.

وبإحلال المعادلة رقم 18 في المعادلة رقم 19 واختصار C من جانبي المعادلة نحصل على:

$$S + T = I + G + (X - M) \dots (20)$$

إن صافي التجارة $(X-M)$ والذي يمكن أن نرسم له بـ (NT) هو دالة في ثلاثة متغيرات رئيسية (الدخل القومي والدخل الاجنبي والقدرة التنافسية للدولة في السوق العالمي) ويمكن التعبير رياضياً عن هذه الدالة بالآتي:

$$NT = f(Y, Y^*, q) \dots (21)$$

إذ أن: NT = صافي التجارة،

Y = الدخل القومي للدولة،

Y^* = الدخل الأجنبي،

q = القدرة التنافسية للدولة في السوق العالمي.

وبافتراض ارتفاع سعر صرف العملة المحلية امام العملة الأجنبية فان صافي ميزان المدفوعات يميل الى ارتفاع الصادرات في المدى القصير، كما ان سعر الفائدة المحلي امام أسعار الفائدة الأجنبية يحث تأثيره تدفق رؤوس الأموال، وقد إشارة النموذج الى العلاقة الإيجابية بين سعر

الصرف وميزان المدفوعات وأسعار الفائدة والنشاط الاقتصادي للدول الأجنبية والعكس صحيح مع تلك العناصر محليا، ويعتمد سعر الصرف وفق هذا النموذج: (الطويل، 2010: 288)

- نسبة التغير في الإنتاج المحلي الى الإنتاج الأجنبي
- مستوى أسعار الفائدة المحلية الى الأجنبية

وإذا ما عبرنا عن ميزان المدفوعات بالمعادلة التالية

$$B = X - M + K_i - K_o \quad \dots(22)$$

ويمكن كتابتها:

$$B = T + K. \quad \dots(23)$$

معبر عن K_i = براس المال الداخل، K_o = راس المال الخارج K . = صافي التدفق ويمكن إعادة صياغة المعادلة رقم 26:

$$Y = E^D + T \quad \dots(24)$$

اذ نعبر عن E^D الانفاق المحلي مضاف اليه T الميزان التجاري ومن هذه المعادلات نجد ان Y يعتمد في مقدار T من يجب ان يكون لتخفيض العملة تأثير واضح اما فيما يخص K فيعتمد في توسع النشاط الاقتصادي مضاف اليه سعر الفائدة المحلي امام الفائدة الأجنبية بتوسط سعر الصرف (Arize, et. al, 2000: 5).

ثالثا: نظرية المنهج النقدي Monetary approach theory

وينقسم تفسير هذه النظرية الى محورين:

3-1- المنهج النقدي للأسعار المرنة: ويفسر هذا النموذج تأثير الطلب على النقود المحلية وانعكاسها في أسعار الصرف بصوره مباشره او غير مباشره. اذ ينعكس سعر الصرف استنادا الى القيمة الجارية من الاحتياطات النقدية (المحلية والأجنبية) وكذلك الطلب على النقود متأثرة بالدخل وسعر الفائدة (المحلي والأجنبي). اذ يعتمد سعر الصرف في الفوارق وهو ناتج من الفرق بين المتغيرات النسبية من (عرض النقد، وأسعار الفائدة، والدخل الحقيقي، والتضخم) وهو يقود الى ارتفاع سعر الصرف في حالة زيادة عرض النقد والتضخم المحلي بصور اكبر من الدول الأجنبية، اما ارتفاع الدخل الحقيقي وأسعار الفائدة الحقيقية الداخلية فأنها تميل لصالح سعر الصرف العملة المحلي امام العملة الأجنبية والعكس صحيح للدول الأجنبي (Wang, 2009: 170).

ويمكن كتابتها بالصيغة التالية:

$$\Delta S = (\Delta Mt - \Delta mt *) - \alpha(\Delta Yt - \Delta Yt *) + \beta(\Delta rt - \Delta rt *) \quad \dots(25)$$

اذ تمثل

$$\Delta S = \text{تغيرات سعر الصرف}$$

$$\Delta Mt = \text{تغيرات عرض النقد المحلي في الزمن } t$$

$$\Delta mt * = \text{تغيرات عرض النقد للدول الأجنبي في الزمن } t$$

$$\Delta Yt = \text{تغيرات الدخل المحلي في الزمن } t$$

$$\Delta Yt * = \text{تغيرات الدخل للدول الأجنبية في الزمن } t$$

$$\Delta rt = \text{تغيرات أسعار الفائدة المحلية في الزمن } t$$

$$\Delta rt * = \text{تغيرات أسعار الفائدة الأجنبية في الزمن } t$$

3-2- النموذج النقدي في ظل جمود الأسعار

جاء (دور نبوش) بأنموذج فكري نقدي يشابه إلى حد ما النموذج النقدي للأسعار المرنة بعد ان وقف مرونة الأسعار امام تطبيق نظريه تعادل القوة الشرائية في الاجل الطويل او المتوسط ،وقد اضافة (دور نبوش) جانب التوقعات في أسواق المال الدولية في تحديد معدل الصرف عن طريق نموذج يجمع بين سوق السلع و سوق النقد وسوق الأوراق المالية يبحث من خلاله في الطريقة التي تتوازن بها الأسواق الثلاثة عبر الزمن (في الأجل القصير و المتوسط و الطويل) وكيفية انتقالها من توازن إلى توازن جديد طويل الأجل نتيجة زيادة العرض النقدي وتأثيرها في الأسواق الأخرى (الزبيدي، 2104: 32) ، كما ان عرض النقد قد لا يؤثر في المدى القصير بصورة مباشرة وملموسة، ولكن في المدى الطويل ينعكس بأثاره التضخمية للسلع والخدمات ، وهو ما يمتد الى أسعار الصرف الاسمية ، وان لزوجة الأسعار للسلع المحلية والأجنبية قد لا تعكس سعر الصرف الحالي بصورة صحيحة ، وهي ليس بدائل وحيدة لتحديد أسعار الصرف ، وان الأصول الحقيقية هي متغير أساس في التأثير في سعر الصرف ، ولعرض النقد تأثير واضح في تلك الأصول ، ويعد الاختلاف بين حركة الأسعار وسعر الصرف باتجاهين مختلفين ، فقد يدفع ارتفاع سعر الصرف نتيجة عرض النقد الى ارتفاع الصادرات بالمقابل يؤدي ذلك الى خفض أسعار الفائدة وتدفق رؤوس الأموال الى الخارج ، لذلك فان سعر الصرف الحالي سيعيد توازنه عندما يتكيف مع تلك التأثيرات في الاجل الطويل (Baillie & Mahon , 1990: 75).

رابعاً: منهج المحفظة المالية في تحديد سعر الصرف

Portfolio approach to exchange- rate determination

يتوسع المنهج النقدي في تفسير سعر الصرف بإضافة الطلب على الأصول كأحد مكونات الثروة عند الافراد والاسر بالإضافة الى النقود، ويتحدد سعر الصرف بالكمية المعروضة والمطلوبة للعملة والأوراق المالية المحلية، امام ما يقابلها من عملات واوراق مالية اجنبية مختلفة، بافتراض ان المحفظة هي تمثل كل الثروة ويمكن التعبير عنها: (دانيلز و فانهوز، 2012: 396).

$$W = M + B + SB * \dots (26)$$

بافتراض: W = هي الثروة التي يملكها الافراد،

M = قيمة النقود التي يرغب الافراد الاحتفاظ بها ضمن المحفظة،

B = قيمة السندات المحلية التي يرغب الافراد الاحتفاظ بها ضمن المحفظة

$SB*$ = قيمة السندات الأجنبية التي يرغب الافراد الاحتفاظ بها ضمن المحفظة

ويفترض النموذج ان المتغيرات تكون:

$$B = B_p + B_a \dots (27)$$

اذ تمثل B_p السندات المملوكة عند الناس، B_a السندات عند الحكومة

$$F = F_p + R \dots (28)$$

اذ يمثل F_p نسبة السندات الأجنبية بيد الجمهور، R هو مقدار ما تحتفظ به الدولة من سندات اجنبية كجزء من الاحتياطيات الأجنبية لديها، وبما ان القاعدة النقدية للسلطات النقدية تتكون من:

$$MB = B_a + SR \dots (29)$$

اذ سعر الصرف S هو محدد لعدد العملات المحلية امام ما يقابلها من وحده واحده من العملة الأجنبية فان القاعدة النقدية لا تتأثر بالربح او الخسائر الرأسمالية للسلطة النقدية نتيجة تغيرات سعر الصرف، ولكنه يؤثر في عناصر الثروة المالية في (W) : (Pilbeam, 2006 : 184)

$$W = M + B + SB^* \dots (30)$$

ويجب ان يكون مجموع الثروة يساوي 1 فالانخفاض في أحد العناصر يؤدي الى ارتفاع في أحد العنصرين الاخرين او كلاهما

$$M_w + B_w + SB^*_w = 1 \dots (31)$$

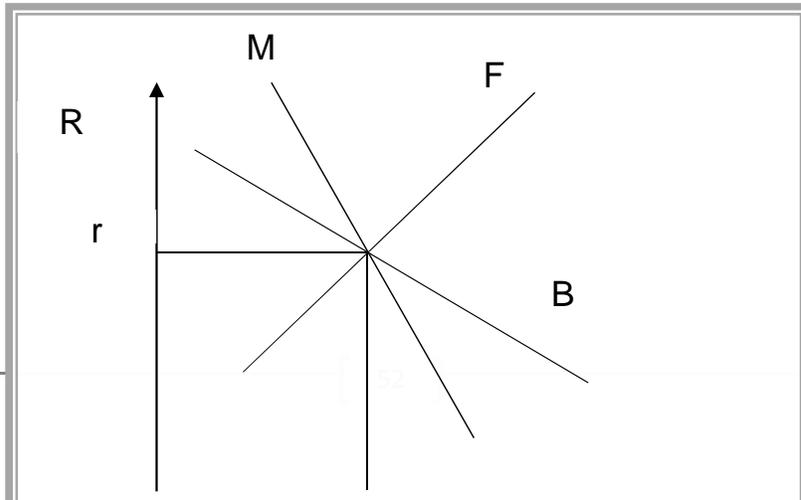
الجدول 1

منهج المحفظة في تفسير سعر الصرف

الطلب	Y	R/SB*	R/B	W
M	طردي	عكسي	عكسي	طردي
SB*	عكسي	طردي	عكسي	طردي
B	عكسي	عكسي	طردي	طردي

$Y =$ الدخل الاسمي المحلي ، $M =$ النقود ، $SB^* =$ السندات الأجنبية ، $B =$ السندات المحلية

الجدول من اعداد الباحث اعتمادا على ما تم ذكره



—————→
exchange rate

الشكل 10

توازن المحفظة عند سعر فائدة معين

Sours: Keith Pilbeam, **FINANCEANDFINANCIALMARKETS**,2ED, Palgrave Macmillan, 2006, p 188.

وكما موضح في الشكل(10) اذ عند سعر توازني معين في الأسواق الثلاثة (سوق النقد، وسوق السندات المحلية والأجنبية وصافي سعر الفائدة عليها، وسوق الصرف الأجنبي المتكافئ) اذ عند سعر الفائدة التوازني، يتساوى عندها الطلب على النقود لأغراض السيولة او الاستثمار بشكل سندات، كما يتوازن الطلب في السندات المحلية والأجنبية عندما يعدل سعر الصرف الفرق بين نسبة الفائدة المتفاوتة بينهما (Pilbeam ,2006 :188) .

خامسا: النظرية الكمية لتفسير سعر الصرف Quantity theory

ترتكز هذه النظرية في تأثير كمية النقود وانعكاسها في الوضع الاقتصادي للبلد، مصحوبا بتغير سعر الفائدة ، وانعكاس كلا المتغيرين بالتزامن في أسعار الصرف ، طالما كان عرض النقد خاضع للسلطة النقدية وتقديراتها ، وطلب على النقود خاضع لعاملي الدخل الحقيقي وسعر الفائدة ، اذ ينعكس تأثير عرض النقد في الدخل الحقيقي وينعكس سعر الفائدة في تغير سعر الصرف للعملة المحلية، ويحدث التأثير عندما يعمل كلا العنصرين باتجاهين متعاكسين حتى يمكن لاحدهما الغاء تأثير الآخر، وهذا ما يجعل عملهما متلاصق دون ان ينفرد احدهما عن الآخر في ضبط سعر الصرف، وهذا ما يبعث إشارة للمتعاملين في سعر الصرف عند عدم التوقع في زيادة المعروض النقدي، فان تلك الإشارة تنعكس في خفض سعر الفائدة الاسمي مستقبلا متأثر بتوقعات في المعروض النقدي ، وهي تدفع لتقليل الفجوة بين القطاع الحقيقي والقطاع النقدي عن طريق الظواهر النقدية (الشمري وحمزه،2015:355).

المبحث الثالث

الاحتياطيات الدولية وإدارتها

International Reserves and management

تمهيد

في ظل تغيرات النظام المالي الدولي للعقود الأخيرة وبالخصوص بعد انهيار نظام بريتون وودز عام 1971 وما تلتها من محاولات لتثبيت أسعار الصرف، اثير جدل كبير للوصول الى نظام سعر صرف يكون فعال وأكثر اتساع بين دول العالم، وقد اثبتت الازمات الأخيرة تأثير التحولات في أنظمة أسعار الصرف لكثير من الدول عندما تبنت او تحولت الى أحد أنواع تلك الأنظمة لسعر الصرف، برغم من الجدل القائم بين أكثر الباحثين الاقتصاديين لدعم وتبني تلك المحاولات.

فاذا ما حدث أي عجز في نظام المدفوعات بصورة عامة فان السلطة النقدية سوف تتخذ ثلاث طرق لتسويته، فأما استخدام الأدوات المباشرة او غير المباشرة من لدن البنك المركزي او الاقتراض الخارجي او استخدام الاحتياطيات الدولية.

ومن هنا تبرز أهمية الاحتياطيات الدولية في هذا المجال ومقدار الدعم الذي تقدمه ومدى انعكاس تلك الحيازة والعائد والكلف المتحصلة لاقتصاد البلد عن طريق تكوين وتراكم تلك الاحتياطيات ، ومن المنطقي ان يختلف الطلب في الاحتياطيات من بلد الى اخر ، وتكون الدول الصناعية الكبرى اقل ضغط في تراكم تلك الاحتياطيات عما هي عليه للدول النامية او الناهضة ، كذلك لنظام سعر الصرف العائم ضغط اقل وطأه في تلك الاحتياطيات من أنظمة الصرف الثابت او العائم المدار ، لذلك برزة الحاجة لتسليط الضوء في ماهية تلك الاحتياطيات ، والاهداف المستقاة لتكوينها، وعن طريق العرض النظري لها سوف نوضح دور السلطة النقدية وادواتها المستخدمة للوصول الى الأهداف المحدد مسبقا بما في ذلك استخدامها قناة الاحتياطيات للوصول الى ذلك ، وماهي مؤشرات للوصول الى الحجم الأمثل والمناسب الذي تستند اليه معظم الاقتصاديات لمواجهة التقلبات الخارجية التي تطرأ في البلد ، ومحددات الطلب في تلك الاحتياطيات .

المطلب الأول

البنك المركزي وادواته

The central bank and its tools

أولاً: ماهية البنك المركزي What the Central Bank

1-1- التعريف the definition

تعد السلطة النقدية متمثلة بالبنك المركزي و برغم من اختلاف التسميات التي يحملها او تنسب اليه، فهو السلطة والوكالة الحكومة التي تمتلك وظائف هامة في مجال السياسات العامة ومراقبة عمل النظام المالي، والسيطرة في نمو المعروض النقدي في البلاد، وتعزيز أداء اقتصادها، وهو لا يتعامل مباشرة مع الجمهور وانما بدلا منهم (البنوك الحكومية والمصارف التجارية)، والتوسط في البيع والشراء للمصارف والمتعاملين في الأوراق المالية الحكومية كذلك القيام بمهام السياسات النقدية الأساسية (Rose & Milton,2008:355)، وبين تناوب او اختلاف التسميات بين البلدان ما بين (نظام الاحتياط الفدرالي) كما يطلق عليه في أمريكا، او البنك الفدرالي في الهند، وبنك الدولة والمؤسسة النقدية حيث يفضل ان يسميه الاخرون، يتفق الجميع في الاعم الاغلب في اسم البنك المركزي، وقد مرة عدة تعاريف لتعريف البنك المركزي الا ان خبراء النظام النقدي والمالي يجمعون في اقرب تعريف، هو ما وصفه العالم دي كوك (De kock)، اذا اعطى وصف شامل وجامع للبنك المركزي عن طريق الوظائف التي يقوم بها ابتداء من عملية اصدار العملة والتحكم بها منعكس في اقصى منفعة متحققة للاقتصاد، وإدارة العمليات المالية للحكومة كونه يمثل بنك الحكومة المعنية، وإدارة بالاحتياطيات الدولي الأجنبي، وفرض قيود الاحتياطي القانوني على البنوك المحلية التي تتعامل معه بصفته المقرض والملاذ الأخير كونه المسؤول عن تنظيم ومراقبة عمل تلك البنوك وتخضع للوائح والتعليمات الصادرة من لدنه، اضع الى ذلك عملية خدمة البنوك التجارية عن طريق إعادة الخصم والقروض الممنوحة كذلك عمليات المقاصة والتسوية بين تلك البنوك، والدور السلطوي والرئيسي بالتنظيم والتحكم في الائتماني بما يتناسب مع المتطلبات الاقتصادية للبلد وتحقيق اهداف السياسة النقدية المرغوب بها (Mathur,2001:256).

ومما سبق يمكن ان نعرف البنك المركزي بانه مؤسسه حكومية مدعومة ومؤطر بغطاء قانوني تمتلك الشرعية المطلقة للقيام بالأعمال والمهام الموكلة اليها، وتهدف الى الاستقرار النقدي والمالي عن طريق سياسة نقدية مخطط وداعمة، واذ يحتكر اصداره العملة يستطيع اعاده التوازن والاستقرار بين القطاع النقدي والحقيقي، ويراقب حجم الائتمان الداخلي بما يحقق النمو للنشاط الاقتصادي داخل البلد، وتدعم ادوته التي يملكها القدرة في التأثير والفاعلية في تغيير الاختلال

وإعادة التوازن وامتصاص الصدمات الداخلية والخارجية للاقتصاد بصورة عامة ، وترتكز كل البلدان على بنوكها المركزية في تسهيل أعمالها الداخلية والخارجية باعتباره الملاذ الأخير سواء كان على مستوى الحكومة او المصارف العاملة داخل البلد .

2-1- الوظائف function

تميل البنوك المركزية الى النمطية في الاعمال او الوظائف الموكلة اليها، وقد يكون التباين في النشاط عائدا الى درجة التطور الاقتصادي للبلد واهداف السياسة النقدية المرسومة او المستهدفة، وعلى الرغم من ذلك فان البنك المركزي يعد قمة الهرم المصرفي لجميع البلدان، وتسد اليه المهام التالية للقيام بها: (Bacin,2012: 17)، (السيد علي والعيسى، 2004: 129)

- 1- احتكار اصدار العملة الوطنية بصورة مطلقه، وتنظيمها وفق المتطلبات الاقتصادية، كذلك التحكم بالكميات المتداولة وفق السياسة النقدية المرسومة عن طريق اسعار الفائدة والسوق المفتوحة وباقي الأدوات الكمية الأخره
 - 2- الملاذ والمقرض الأخير للبنوك العاملة التي تخضع لسلطته، عن طريق قبول الودائع منها او منح القروض اللازمة لها، كذلك اجراء التسويات بين تلك البنوك عن طريق عمليات المقاصة.
 - 3- الحفاظ على أموال المودعين والمساهمين عن طريق مراقبة ومتابعة مدى التزام البنوك العاملة ضمن نطاقه بالقوانين والقواعد التي يضعها، مضاف اليه نسبة الاحتياطي القانوني التي يفرضها على الودائع.
 - 4- يعد البنك المركزي بنك الدولة اذ توكل اليه مهمة القيام بالاحتفاظ بحساب الودائع لجميع دوائر الحكومية، كما يؤدي الخدمات المصرفية نيابة عنها، ويعد القناة التي من خلالها يدار الدين العام من (اذونات خزانه وسندات) حكومية ومضاف اليه الفوائد والرسوم المتعلقة بها.
 - 5- هو القيم على إدارة الاحتياطيات الأجنبية للدولة، كما يقوم بمتابعة وتسوية القروض الخارجية وخدماتها نيابة عن الدولة.
 - 6- الاشراف ومراقبة المؤسسات المالية لرفع درجة الثقة والاستقرار وضمان سلامتها
 - 7- وهناك بعض المهام الثانوية التي تكون ايضا ضمن حيز عمله: (Mishkin,2012: 195)
- ا- سحب العملة التالفة من التداول وإصدار عملة جديدة بدلا عنها
- ب- تقييم عمليات الدمج والتوسع لأنشطة البنوك المقدمة بطلب لذلك الغرض
- ج- الوقوف على نشاطات المصارف التي استخدمتها الدولة في الاعمال المصرفية
- د- استخدام الكوادر الخبيرة لديه او الاستعانة بمختصين خارجيين في دراسة الواقع الاقتصادي ووضع الخطط والبرامج المستقبلية التي تكفل تنفيذها.

3-1- اهداف البنك المركزي Objectives of the Central Bank

يوظف البنك المركزي بالوظائف انفة الذكر التي يقوم بها عن طريق الأدوات التي يمتلكها، وتعمل جميعا في تحقيق جملة من الأهداف التي تشكل الطرف الأساس من وجوده قوة السلطة النقدية التي تعد البعد النقدي داخل البنك المركزي، من هنا لابد من التعرف على هذه الأهداف التي هي النتيجة النهائية لسلطة البنك المركزي التي من خلالها يمكن الوصول الى الاستقرار المالي والنقدي داخل الاقتصاد ويمكن اجمال هذا الأهداف بالآتي:

1- السيطرة في المستوى العام للأسعار Control the overall level of prices

عندما تسند عملية إصدار العملة حكرا الى البنك المركزي، فأنها تنعكس بصورة إيجابية في الاقتصاد، إذ ان توحيد نوع النقود السائدة والمتداولة بين افراد المجتمع يدعم ذلك سهولة وثقة الافراد بالتعامل داخل الاقتصاد بتلك العملة محققا استقرار عالي في التعامل بها، وتخضع عملية الإصدار وحجم الكتلة النقدية المطروحة في التداول الى ضرورة التوازن مع الأوضاع الاقتصادية داخل البلد، إذ ان عدم التوازن بين القدرة الإنتاجية للاقتصاد القومي وبين أدوات الدفع تخلف ضررا واضحا داخل الاقتصاد ، إذ يؤدي زيادة النقود المصدرة مضاف اليه الودائع الجارية مقابل قدرة الجهاز الإنتاجي الملائم الى دفع الأسعار نحو الارتفاع وحدوث التضخم (العتيبي، : 32 2015)، وإذا مأخذنا بالنظر مبدا التضخم كظاهرة نقديه فان زيادة المعروض النقدي يدفع بالأسعار(للسلع والخدمات) الى الارتفاع في مستوى الاقتصاد الكلي ، وهذا الامر سوف ينسحب الى الأصول المالية أيضا، وطبقا لمعادلة فشر فان مقرضي الأموال كذلك المستثمرين في الأصول المالية سوف يطالبون بزيادة أسعار الفائدة لتلك الأصول متناسب مع معدل التضخم الحالي او المتوقع في المستقبل ، لتعويض خسائرهم الناتجة عن تغيرات في أسعار الفائدة الحقيقية المصاحب لتلك الاستثمارات ، وهذا الامر ينعكس في أسواق النقد وأسواق راس المال عن طريق رفع أسعار الفائدة الاسمية (Handa,2002:106).

اذ من الصعوبة ضبط حركة الأسعار بمعزل عن زيادة عرض النقد وهذا ما يذهب اليه فريدمان مستشهدا بالدول الاوربية بعد الحرب العالمية الثانية ، وعلى رغم من وجود اكثر من عامل اخر يؤدي الى دفع الأسعار نحو الارتفاع الا ان عرض النقد يعد الأساس في الاستقرار الاقتصادي وهذا ما يدفع السلطة النقدية متمثلة بالبنك المركزي في إيجاد التوازن ما بين عرض النقد والنمو الاقتصادي ، ولطالما يجد الكثير من الاقتصاديين التضخم مشكلة اقتصادية يجب محاربتها ، الا ان عدد اخر منهم يجده مفيدا وخاصة في أوقات الرخاء وضمن الحدود المرغوب بها (القطايري،2011 : 22)، ويتفق اكثر المختصين بشئون المالية والنقدية وفي نطاق واسع الى ان من أولويات اهداف السلطة النقدية هي تخفيض معدل التضخم (استقرار الأسعار) والناتجة عن الفجوة بين الناتج الإجمالي الحقيقي الفعلي وبين الناتج الحقيقي المتوقع ، ولا يختلفون كذلك في إمكانية خفض هذه الفجوة الى المستوى المرغوب وفي المدى الطويل من خلال تحجيم معدل نمو التوسع النقدي (Mankiw,2007:9)، ومن هنا يمكننا ان نتصور سبب تركيز السياسة النقدية في تعقب وتحليل بصورة مستمرة استقرار الأسعار بل وتعدده الشرط الكفيل لضمان الاستقرار الاقتصادي الكلي لبلد سواء كان في المدى القصير او المتوسط (Aglietta & Mojon,2014:26).

2- دعم قيمة العملة واستقرارها stability

يدخل استقرار قيمة العملة في جميع قطاعات الحياة سواء كان ذلك في مستوى الافراد او في قطاعات الاعمال، إذا يعد التغير الدائم في قيمة العملة أحد الأسباب الرئيسة في ضبابية التخطيط المستقبلي لتلك القطاعات، وينظر أكثر المختصين الماليين والنقديين الى ارتفاع قيمة العملة المحلية امام العملات الاخر من اهم الأسباب التي تفقد الصناعة المحلية قدرتها التنافسية لاسيما في الصناعات غير الاحتكارية ، ومن جانب اخر فان خفض قيمة العملة المحلية امام العملات الأخرى قد يكون محفز رئيسي لتكوين التضخم المحلي ، لذلك يولد استقرار العملة وعدم وجود

تقلبات كبيرة في أسواق الصرف في خلق مناخ مريح لكافة القطاعات لتخطيط المستقبلي في البيع والشراء ، وهذا ما تطمح اليه اكثر السياسات النقدية لمعظم الدول التي تعتمد في التجارة الخارجية كأحد عنصر إيراداتها المهمة (Mishkin & Eakins, 2012:235) .

على الرغم من ان انخفاض سعر الصرف للعملة المحلية في أسواق الصرف يؤدي الى زيادة الوحدات اللازمة من العملة المحلية لشراء السلع والخدمات الأجنبية الا انها تعد محفز لتحول في الطلب نحو السلع والخدمات المحلية ، اذا يعد انخفاض سعر الصرف الحقيقي اهم الأسباب الدافعة بزيادة الطلب في السلع والخدمات للبلدان التي تتمتع بقدرتها الإنتاجية التنافسية في الأسواق الدولية (Mankiw,2016: 327)، ويخضع سعر الصرف لعدة عوامل ومنها تدخل البنك المركزي في سعر الصرف ، ويتبع ذلك أيضا مدى استقلالية البنك المركزي داخل البلد، فكلما كان البنك بدرجة عالية من الاستقلال كلما زاد من فعالية تأثيره في تحديد أسعار الصرف الملائمة ، وهذا لا يمنع من التنسيق مع الحكومات في تحديد سعر الصرف الملائم دون ان يحدث تناقضا ما بين اهداف الحكومة واهداف السياسة النقدية للبنك ولاسيما عند اتباع نظام سعر الصرف العائم (الجبوري،2011 : 82) ، وقد تتفاوت نسبة التدخل والنجاح للبنك المركزي في سعر الصرف وفقا لنظام سعر الصرف المعتمد، ويعد التدخل من لدن للبنوك المركزي لعدة أسباب ومنها: (Madura,2008:167)

- 1- مرونة حركة أسعار الصرف، تدعم من خلالها حركة التجارة الخارجية، وكما تحث الى نوع من الاستقرار الداخلي، وعدم حدوث مضاربة في أسعار العملة المحلية
- 2- استقرار سعر الصرف ضمن حدود معينة، وهي رغبة البنك المركزي ان يتحرك سعر الصرف ضمن مؤشرات محددة، وبخلاف ذلك سوف يتدخل البنك المركزي لدعم العملة وعكس الزخم سواء كان تصاعديا او تنازليا
- 3- مواجهة التقلبات والصدمات المؤقتة لسعر الصرف، وهو الامر الذي يحدث نتيجة عدم انتظام اعمال الاسواق المالية المؤقتة نتيجة مؤثرات طارئه وغير دائميته، وقد يكون لعدم التدخل من لدن البنك المركزي في ضل هذه الظروف احداث تقلبات عالية بسعر الصرف.

3- التطور والنمو الاقتصادي وتحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة

Economic development and growth and optimize the use of available resources

يسعى القائمون في السلطة النقدية الى نمو اقتصادي مستقر، او زيادة الإنتاج من السلع والخدمات بمرور الوقت المعكوس في زيادة الناتج الاقتصادي، ويعد النمو الاقتصادي المصدر المستدام الأهم في زيادة الدخل للأفراد وقطاعات الاعمال على حد سواء، ففي قطاع الافراد يتيح الى استيعاب اكبر قدر ممكن من البطالة عن طريق فرص الاستثمار المتاحة والناتجة عن ذلك النمو، ومنها فتح مشاريع انتاجيه وخدميه استثماريه جديده ، الامر الذي يدفع الى المزيد من الطلب على العمالة لتلبية ذلك التوسع والذي يكون بالمحصلة زياده دخول الافراد واستيعاب اكبر قدر ممكن من البطالة ، كذلك الامر ينعكس في قطاعات الاعمال التي تمتلك طاقات إنتاجية غير مستغله ، التي تطمح الى التوسع وزيادة الأرباح الراس ماليه لها ، ويحاول صناع السياسة النقدية الى العمل في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والنمو التجاري عن طريق توفير بيئة اعمال مستقر في

الأمد الطويل لتشجيع الاستثمار وما هو مطلوب منها للديمومة هذا النمو والسماح لجميع القطاعات الاقتصادية بالتخطيط المستقبلي وفي المدى الطويل (Hubbard&O'Brien,2012:445) إذ إن التطور والنمو المستدام للاقتصاد يتم عن طريق الموازنة بين السياسة التوسعية التي توفر الكمية اللازمة من النقد والائتمان المناسب في سبيل تكوين فرص استثمارية جديدة تطمح من خلالها إلى امتصاص البطالة، وزيادة دخول الأفراد الذي يعكس في وضعهم المعاشي، مضاف إلى ذلك ارتفاع قيمة أصول الشركات الناتج عن زيادة الطلب عليها من قبل الجمهور بسبب توسع المشاريع والفرص الاستثمارية لتلك الشركات في ضل ذلك التوسع أو الطلب لما تقدمه، وبين ارتفاع الأسعار المرافقة والآثار التضخمية المصاحبة لذلك التوسع، وبالعكس منه في السياسي الانكماشية التي تفرض قيود محددة على عرض النقد والائتمان المصرفي، إذا يقود إلى تحجيم عمل الشركات نتيجة ارتفاع كلفة الأموال المقترضة، الأمر الذي يدفع نسبة البطالة إلى الارتفاع، وتقل من قدرة الأفراد الشرائية نتيجة انخفاض الدخل لتلبية احتياجاتهم والذي بالمحصلة يعكس بتحجيم وتراجع النمو للناتج المحلي والاقتصادي للبلد (Cecchetti&Schonehts,2011:422) وينعكس ذلك التطور والنمو في الأجل الطويل عن طريق مستوى الإنتاج المستدام أو المحتمل والذي يعتمد على مدخلات متنوعة مثل التكنولوجيا وحجم رأس المال، وعدد العمالة المستغلة، ومن ثم إن ارتفاع حجم وكمية هذه المدخلات يدفع إلى ارتفاع ذلك الإنتاج ولاسيما في الأوقات التي تصيب دورة الأعمال بركود أو الانكماش (Barcin,2012:26).

4- تطوير المؤسسات المالية والمصرفية والعمل على الاستقرار المالي

The development of financial and banking institutions and financial stability

لقد شهدت الأعمال المصرفية وكذلك الأسواق المالية العديد من التطورات الحديثة وخاصة في العقدين الأخيرين، إذا يعد التطور في المجال التكنولوجي والحواسيب والاتصالات مع ما رفقاها من عولمة القطاعين المصرفي والتجاري، الأمر الذي دفع إلى إزالة كثير من القيود بين البلدان وزيادة حدة المنافسة الدولية، على الرغم من إيجابية هذه التطورات إلا أنها خلقت مشاكل لصانعي السياسة النقدية والمالية عن طريق انتقال الصدمات الخارجية إلى الداخل، إذا يتحتم في البنوك المركزية تطوير الطرق جديدة في تحديد المخاطر داخل النظام المالي لبلدانها، وتعد سرعة انتقال رؤوس الأموال بين البلدان في الاستجابة لتغيرات أسعار الفائدة أو أسعار الصرف إلى نشوء خلل داخل المؤسسات المالية المحلية (Brigham&Houston,2004:182).

ويعد الهدف الأهم للبنك المركزي هو الحفاظ على نظام مالي ومصرفي سليم، إذا عن طريق هذه القطاعات يستطيع تنفيذ سياسته النقدية عن طريق الأدوات التي يملكها بصورة أكثر فعالية، ويساعد تنظيم هذه القطاعات أيضا في تجنب ازمان السيولة الناجمة عن التغيرات الاقتصادية المفاجئة، ويسلك البنك المركزي عدة خطوات لتحقيق ذلك، كالأشراف والمراقبة على المصارف والمؤسسات المالية التي تخضع لسلطته القانونية، وإعادة النظر في كمية وحجم الأصول المطلوب حيازتها ورأس المال التأسيسي كذلك التحقق والتتبع من التزام القوانين والتشريعات الصادرة من السلطة النقدية (Rose&Milton,2008:373)، وتقع بعاتق البنك المركزي تنظيم وصياغة وإصدار القواعد التي تحكم بنية وسلوك المصارف داخل النظام المالي والهدف من كل ذلك هو المحافظة على النظام المصرفي بشكل امن وسليم و ذو كفاءته عالية وفعالة من الخدمات

المقدمة الى الزبائن ولا سيما تلك التي تتعلق بالأعمال المسموح بها او الغير مسموح ، وحجم الاحتياطي القانوني نسبة الى الودائع ، كذلك متطلبات الاندماج عندما ترغب بعض القطاعات المالية بذلك ، وتعد المراقبة و اشراف في تطبيق تلك القواعد من اهم التحديات التي تواجه عمل البنك المركزي في ظل تطور وعولمة النظام المالي (Burton & Brown, 2014:53) .

ان العمل على الاستقرار المالي يتجاوز فكرة كيفية التعامل مع الازمات المالية، الى تأهيل القطاعات المالية لاستيعاب وامتصاص تلك الازمات وتحجيمها بالطريقة التي تمنع انتقالها الى القطاع المالي المحلي ومن ثم الى باقي القطاعات الاقتصادية داخل البلد، وهو ما يتطلب التشديد في حوكمة وشفافية المؤسسات والاسواق المالية، وضرورة الربط بين المؤشرات الاقتصادية الكلية والمؤشرات الخاصة بسلامة المصرفية، كذلك كفاءة الأسواق المالية المعكوس في أدائها، وقدرة وسائل الدفع والتسوية في العمل بكفائه أوقات الازمات او تجنبها اذا امكن ذلك (الشاذلي، 2014: 2) .

5- إدارة الاحتياطيات الدولية The management of international reserves

تعد من أولويات البنك المركزي الأساسية هي تنفيذ السياسة النقدية و ضمان الاستقرار المالي، وتأتي إدارة الاحتياطيات الدولية إذا ما كان هنالك فائض عن الحاجة فيما بعد لتلك الأوليات، ولاسيما عندما تكون هنالك فرصة بديلة لتلك الفوائض، بعد ان تكون تلك الاحتياطيات وقد حققت الكفاية من التامين الذاتي للبلد ، وقد دفع ذلك بعض الدول الى انشاء صناديق سيادية خاصة بهم ، ويعطى تفويض لإدارة هذه الصناديق بادرة تلك الاحتياطيات الفائضة لتامين دخل ثابت للأجيال القادمة ، ووفقا لذلك فان عملية تراكم الاحتياطيات هدفت الى تحقيق جملة من الأهداف ومن أهمها الدافع الوقائي لضمان الاستقرار سواء كان بانسيابيه التجارة الخارجية او استقرار أسعار الصرف للعملة المحلية وكذلك التصدي للازمات المالية المفاجئة التي بالعادة تقع جميعها على عاتق السلطة النقدية والممثلة بالبنك المركزي (Aizenman. et, al, 2014: 3) ، ومن المثير للانتباه تغيرت إدارة البنوك المركزي في الوقت الحاضر عن ما كانت عليه سابقا ، اذا امتازت الإدارات الحالية بالإفصاح والشفافية وتبادل المعرفة العلمية فيما بينها في هذا المجال ، ولاسيما في الأهداف المشتركة التي تسعى تلك البنوك لتحقيقها او المشاكل التي تسعى لحلقتها ، ومنها على سبيل المثال دون تحديد استهداف التضخم وكذلك تنويع الاحتياطيات ، وقد يكون الأخير اخذ الحيز الأكبر بتوسع وبشكل كبير ليعكس السلوك الجمعي لثقافة تلك المصارف ، وان الهدف من ذلك السلوك هو لضمان استقرار تلك الأصول نسبيا امام الاستقرار المالي العالمي ، وقد اتخذت معظم البنوك اتباع هذا النهج ولاسيما في دول الناشئة التي هدفت الى تحسين أسواقها والحفاظ عليها من التقلبات المالية سواء كانت تلك التقلبات خارجية والداخلية (Berkelaar. et, al , 2009 : 29) ، وعندما تقرر البنوك المركزي او الحكومة التدخل في سوق الصرف الأجنبي فهذا يعود لعدة أسباب ومنها :

1- هنالك ازمة سيولة حاده ومؤقته وحلها يمكن ان يدعم الاستقرار في الأسواق المالية.

- 2- الخبراء والمختصون في المجال النقدي والمالي يؤشرون في انحراف سعر الصرف عن قيمته الحقيقية (سواء كان بأعلى أو أقل من قيمته الفعلية).
- 3- هنالك تغير في سياسة سعر الصرف من لدن السلطة النقدية أو لتوضيح السياسة الحالية.
- إذا الية التدخل من لدن البنك المركزي لمعالجة ما سبق ذكره تتم عن طريق البيع والشراء للأصول الأجنبية وبالأخص العملات منها، وإذا يعد البنك المركزي هو المسؤول عن السياسة النقدية بالفضل عن امتلاكه تلك الأصول بكمية تفوق ما يملكه القطاع الخاص ، فإن ارتفاع وانخفاض رصيد الاحتياطي الأجنبي يعتمد في نوع التدخل فضلا عن نوع سعر الصرف المعتمد، إذا تتم عملية الشراء وزيادة للأصول الأجنبية عن طريق مبادلاتها بما يعادل قيمته بالعملة المحلية، والعكس يكون بانخفاضها عند بيعها واستحصال ما يعادلها بالعملة المحلية بدلا عنها ، لقد فرض النظام المالي الجديد واقع أصبح من الصعب التكهن بالإجراءات الوسيطة التي يمكن ان تحدث تأثير ملموس لأهداف السلطة النقدية ، دون ان تأخذ بالاعتبار أسعار الصرف وتدفقات رؤوس الأموال والسياسة الخارجية ، فضلا عن عمل السلطة النقدية لضمان الصدمات الخارجية الا انها يجب ان تأخذ بالحسبان الازمات الداخلية وكيفية معالجتها عبر الأدوات التي تملكها ومنها الأصول الأجنبية والمتاحة لدى السلطات النقدية (Maureen& Bruce,2014:646).

ثانيا: سياسات وادوات البنك المركزي Tools and policies of the Central Bank

يستخدم البنك المركزي ادواته المختلفة سواء كانت النوعية منها او الكمية من اجل تحقيق الأهداف التي يطمح الوصول اليها، التي من خلالها يستطيع التحكم بالمعروض النقدي لتحقيق الاستراتيجيات والخطط التي وضعها والوصول الى استقرار اقتصادي أكثر ومتجانس ما بين القطاعين الحقيقي والنقدي دون ان يتقدم أحدهم على الآخر، مسبب فجوة ينعكس تأثيرها في الدورة الاقتصادية بصورة خاصة وفي الاقتصاد الكلي بصورة عامة وعلى المدى الطويل إذا تعد هذه الأدوات وسائل للوصول الى الغايات المستهدفة (siklos. et ,al, 2010:92)، ويمكن إيضاح هذه الأدوات كما يأتي :

1-2-الأدوات الكمية Quantitative Tools

ويطلق عليها الادوات التقليدية وغير مباشرة ويهدف من هذه الأدوات التأثير في مجموع الاحتياطات النقدية لدى القطاع المصرفي، بما ينعكس بطريقه غير مباشرة في حجم واستثمارات القطاعات المصرفية (كامل وحامد،2006:137) وتشبه تلك الأدوات التي يمتلكها البنك المركزي بشرط الطبيب الجراح، إذا تعد التغيرات في الأدوات المعيارية للبنك المركزي في نسبة الاحتياطات القانونية ، والتغيرات في سعر الخصم ،والشراء والبيع في السوق المفتوحة ، هي عناصر مجتمعة مع بعضها للعمل بإزالة حالة عدم الاستقرار داخل الاقتصاد المحلي (Sechrest,2008:75) اذا تمثل جميع تلك الأدوات عناصر مراقبة وتحكم بالمعروض النقدي المصدر من البنك المركزي ، وتعد تلك الأدوات من اهم القنوات التي تستخدمه البنوك المركزية لتحقيق سياساتها النقدية سواء كان ذلك باستخدام احد القنوات او بعدد منها مجتمعة للوصول الى أهدافها التي تم تحديدها مسبقا من لدن السلطة النقدية : (Satoglu,2008:18)

- 1- التحكم بسعر إعادة الخصم، وتعد هذه الأداة من أكثر استخداما وفي نطاق واسع لاسيما من لدن الدول المتقدمة، وهي تعبر عن الحد الأدنى لأسعار الفائدة في الاجل القصير والذي يتقاضاها البنك المركزي
- 2- عمليات السوق المفتوحة (Open Market Operation)، التي تمثل دخول البنك المركزي بائع ومشتري في سوق الأوراق المالية.
- 3- التحكم بنسبة الاحتياطي القانوني، ويمتد تأثير هذه القناة الى المضاعف النقدي ومن ثم في حجم الكتلة النقدية المحلية داخل الاقتصاد المحلي.
- 4- سوق الصرف الأجنبي (FX)، البيع وشراء في سوق تبادل العملات هي أحد القنوات للتأثير في المعروض النقدي والمستخدم من لدن الكثير من البنوك المركزية.

2-1-1-1-2 سعر إعادة الخصم Rediscount Rate

هو الثمن الذي يتقاضه البنك المركزي مقابل إعادة خصم الأوراق التجارية وتحويله الى نقود قانونية وحسب السعر الاسمي ومقدار الخصم الذي تحمله تلك الأوراق (الدسوقي، 2010: 60)، وعن طريق نافذة الخصم يستطيع البنك المركزي تغيير سعر الخصم وما يطلق عليه (سعر الفائدة) لتأثير في كلفة الاقتراض من البنك المركزي، وفي ضل ثبات العوامل الأخرى في الأسواق المالية، فان رفع سعر الخصم يكون مؤثرا اذ ما كان عدم وجود بديل اخر تقتض منه تلك المصارف، اما اذا كان سعر الخصم اقل من كلفة الأموال البديلة فيدفع البنوك الى زيادة الطلب في الأموال المقترضة من البنك المركزي كونها اقل كلفة (Rose&milton, 2008: 394)، اذ ان التغيير في سعر الفائدة الاسمي ينعكس بصورة فعلية في سعر الفائدة الحقيقي، ووفق ذلك ان تغيير البنك المركزي لسعر الفائدة الاسمي هو تغيير لسعر الفائدة الحقيقي حسب معادلة فشر:

$$r = i - \pi^e \quad \dots(32)$$

اذ يمثل: r = سعر الفائدة الحقيقي،

i = سعر الفائدة الاسمي،

π^e = التضخم.

على الرغم من ان المدرسة الكنزوية ركزت على أهمية كلفة الأموال المقترضة للشركات (الانفاق الاستثماري) الا ان هذا التأثير يمتد الى الافراد أيضا عندما يرغبون بشراء السكن والسلع المعمرة كذلك السلع الاستهلاكية، ان أهمية سعر الفائدة تكمن في تأثيرها في سعر الفائدة الحقيقي وليس سعر الفائدة الاسمي اذ ما اخذ بنظر الاعتبار التضخم الحقيقي، اذ ان تأثير تغيير سعر الفائدة الاسمي يمكن ان يحدث في المدى القصير فيما يكون سعر الفائدة الحقيقي في المدى الطويل، كون الأسعار الكلية تستجيب ببطيء في المدى القصير، اذا يتحقق فعالية ذلك التغيير عن طريق تأثير السلوك الانفاقي لقرارة المستثمرين والمستهلكين في المدى الطويل، ويمكن إيضاح تأثير خفض أسعار الفائدة r في الاستثمار I والنتائج المحلي y وفق مبدأ تايلور (Mishkin, 2013: 663):

$$r \downarrow = I \uparrow = y \uparrow$$

ويحتاج التغيير في نسبة الاحتياطات القانونية الى إجراءات تكاد تكون أكبر مما يقوم بها البنك المركزي في قناتي السوق المفتوحة او إعادة الخصم، ويعود سبب ذلك الى ضرورة اختيار المقدار

والتوقيت المناسب والدوري لتلك النسبة مع ما يتوافق مع السياسة النقدية المخطط لها، أضاف الى ذلك ان أي تغيير لتلك النسبة هي بمثابة إشارة واضحة لمنهج السياسة النقدية الحالية او في المدى القريب، وتنتهج الكثير من المصارف المركزي في تنظيم متطلبات الاحتياطي القانوني بنسب مختلفة وليست ثابتة وفقا لأنواع الودائع لدى المصارف، مستهدف بذلك العامل الوقائي لأموال المتعاملين أولا والأهداف التنظيمية التي تم وضعها ثانيا ، بالفضل عن الاهداف النقدية والاقتصادية التي تسعى الى تحقيقها من وراء هذه القناة (Hubbard, 2008 :464)

2-1-2- عمليات السوق المفتوحة Open Market Operations

ان الهدف الأساسي من عملية السوق المفتوحة Open-Market هي التأثير في حجم المعروض النقدية والذي يؤثر بالتبعية في أسعار الفائدة بموجب العلاقة العكسية ما بين أسعار الفائدة وعرض النقد، كذلك تتأثر أسعار السندات والأموال المتاحة للقراض والاقتراض بعملية السوق المفتوحة بصورة تلقائية نتيجة تلك العلاقة، على الرغم من ان السوق المفتوحة تحجم البنوك من اعتماد الأموال المتاحة للإقراض من لدن البنك المركزي وإعادة تشغيلها في سوق المال مرة أخرى، الا ان هنالك عدد غير قليل من البنوك تمتلك فائضا متاحا من الأموال يمكن ان تستخدم السوق المفتوحة كأحد الاستثمارات التي تدر عائد او تعده سوق السيولة العالية، وتعد قناة السوق المفتوحة احد القنوات المهمة في التأثير في قوة العرض والطلب في أسواق المال نتيجة تغيير احتياطات البنوك والذي يمتد تأثيرها في أسعار الفائدة ، عند قيام البنك المركزي لعمليات السوق المفتوحة تتفاعل أسواق المال بسرعة عند ذلك التدخل التي ينتج عنها إعادة ضبط سعر فائدة استنادا في أسعار فائدة البنك المركزي في غضون بضع دقائق(Ball,2012:340).

وعندما يرغب البنك المركزي في احداث تأثير أكبر في القاعدة النقدية مما تحدثه قناة سعر الخصم (سعر الفائدة) او لدعم السياسة النقدية بصورة اعلى يلجئ الى عمليات السوق المفتوحة، التي من خلالها يقوم البنك ببيع وشراء الدين الحكومي او الأوراق المالية الحكومية (سندات او أدونات خزين)، فاذا كان البنك المركزي يتخذ طريق البنوك التجارية والمؤسسات المالية بصورة مباشرة في البيع والشراء، فان ذلك التأثير ينتقل الى احداث تغيير في موقفها الائتماني لدى البنك المركزي ومن ثم يغير من قدرتها في التوسع الائتماني ، اما اذا كان التعامل مباشر مع الجمهور فان التأثير ينعكس في العملة في التداول او يمتد الى الائتمان المصرفي عن طريق تغيير ارصدة الحساب الجاري لبعض الافراد المتعاملين مع تلك البنوك والحد من الأموال المتاحة للإقراض (عبد الكريم، 2008:35) .

وتتمتع قناة السوق المفتوحة بمرونة عالية لدى معظم البنوك المركزية ، ويستطيع من خلالها البنك المركزي تطويع أسعار الفائدة في المدى القصير علاقتها العكسية بعرض النقد ، ويكون متاح له ان يبيع ويشترى من الأوراق المالية الحكومية المناط اليه تسويقها والمندولة في الأسواق المالية والمصدرة بالعملة المحلية ، او يبيع ويشترى من محفظته الخاصة التي يملكها من هذه الأوراق اذا ان دخول البنك المركزي بائع في هذه السوق يحدث فائض عرض لتلك الأصول المالية ومنعكس في انخفاض أسعار تلك الاصول وارتفاع أسعار الفائدة عليه (العلاقة العكسية بين سعر السند والعائد عليه)، وبالتوافق مع انخفاض عرض النقد ووجود فائض طلب في

الأموال المتاحة للاقتراض يدفع بأسعار الفائدة الى الارتفاع في الأسواق المالية بطريقة حتمية في ظل ثبات العوامل الأخرى (Rose&Milton,2008:386).

ان هدف دخول البنك المركزي في السوق المفتوحة التأثير في القاعدة النقدية بشقيها العملة في التداول والقدرة الائتمانية للبنوك، يطمح من خلالها لتقليل عرض النقد بالتداول (العملة في ايدي الجمهور)، وعن طريق تغيير حجم الائتمان المصرفي للبنوك للحد من قدرة تلك البنوك في التوسع الائتماني، ان كلال الساقيتين التي يتم فيها تصريف تلك السندات (الجمهور، والمؤسسات المصرفية والمالية) يؤثر بصورة مباشرة في كلفة الأموال المتاحة للاقتراض، وعن طريق هذه النافذة يستطيع البنك المركزي تحقيق استراتيجيته النقدية التي يطمح اليها استنادا لطرق التي يراها مناسبة والغايات المستهدفة من وراء ذلك.

2-1-3- نسبة الاحتياطي المطلوب Required Reserve Ratio

يستخدم البنك المركزي نسبة الاحتياطي القانوني كأحد وسائل للوصول الى غايته داخل الاقتصاد، على الرغم من كونها اقل تأثيرا من قناتي سعر الخصم والسوق المفتوحة، الا انها تكون اكثر فعالية للدول النامية التي لا تمتلك اسواق مالية حقيقية تستطيع من خلاله تنفيذ سياسته النقدية عن طريق الأدوات الأخرى غير مباشرة (سعر الخصم ، وسوق المفتوحة) ، اذ يحدد البنك المركزي نسبة من الودائع لدى البنوك للاحتفاظ بها لمواجهة سحبيات المودعين ، ويلزم البنك المركزي البنوك بهذه النسبة وفقا للوضع الاقتصادي والدورة الاقتصادية للبلد ، كذلك يستطيع التحكم عن طريق هذه النافذة بالتأثير في حجم الكتلة النقدية لدى تلك البنوك والحد من القدرة الائتمانية لديها بموجب السياسات التي يطمح الوصول اليها (الجوراني، 2011: 52)، وتمتاز هذه القناة بانها تؤثر في القطاعات المصرفية بصورة متساوية وبنسبة ثابتة في محتويات محفظة البنك ، ويكون تأثيرها واضح باستهداف القاعدة النقدية ، ولكن ما يؤخذ عليها عدم دقتها في قياس التأثير المتحصل منها عند الرغبة في تغيير عرض النقد بنسب صغيره ، كما انها تخرج بعض المصارف في إدارة السيولة و التي لا تملك احتياطي فائض ، والأخير يؤثر في أرباح البنوك عند استخدامه في القروض الممنوحة او عند ايداعه لدى البنك المركزي للحصول على أرباح متأتية من تلك الفوائض متجنبة كلفة الاحتفاظ بتلك الأموال (Casu et. al,2006: 122) ، ويتضح ان قناة الاحتياطي القانوني يستخدمها البنك المركزي لتحقيق هدفين، الأول هو نوع من أدوات الامان لمقابلة سحبيات المودعين وضمن السيولة المطلوبة، والثاني كإداة لتحكم في الكتلة النقدية والائتمان المصرفي للتحقيق الغايات التي يهدف اليها البنك المركزي.

2-1-4- قناة معدل سعر الصرف Channel exchange rate

وفقا للمنهج النقدي لتفسير سعر الصرف الذي يستند الى توازن بين الكميات المعروضة والمطلوبة على النقود ، فان أي زياده في جانب العرض نتيجة التوسع النقدي او تلوؤ في جانب الطلب ، يدفع بالمحصلة الى انخفاض أسعار الفائدة نتيجة وفرة ذلك المعروض في ظل ثبات العوامل الأخرى ، ويمتد تأثير ذلك الى ارتفاع أسعار السندات لطبيعة العلاقة بين أسعار السندات ومعدل أسعار الفائدة الحقيقية التي تحملها ، او قد يتم تحويل تلك الزيادة في المعروض نحو شراء السلع الذي يسبب في نهاية المطاف الى ارتفاع مستوى الأسعار ، ولغرض إزالة ذلك الفائض في المعروض يقوم البنك المركزي باستخدام قناة سعر الصرف عن طريق بيع او شراء العملة

الأجنبية مقابل العملة المحلية التي يهدف من وراءها التأثير في القاعدة النقدية ولاسيما في البلدان التي لا تمتلك أدوات فعالة او سياسات نقدية تجنبها هذه القناة (Levi,2005:470) ، وتعد قناة سعر الصرف من القنوات المؤثرة في العوامل النقدية والاقتصادية داخل البلد ، اذا يعد سعر الصرف في الوقت الحالي من المتغيرات الأساسية التي ينعكس تأثيرها في السياسة النقدية بصورة فعالة ، فاذا ما حدث أي تغير نسبي في حركة سعر الصرف ، فان التأثير سوف ينعكس بصورة مباشرة في التغير النسبي في الطلب الكلي في السلع والخدمات المحلية الى الأجنبية ، وتكون هذه القناة اكثر فعالية في الاقتصاديات المغلق منها الى الاقتصاديات المفتوحة (Walsh,2010:444) ، وقد اثبتت كثير من الأبحاث ردود أفعال أسعار الصرف وأسعار الفائدة لسياسة النقدية ولاسيما في الاقتصاديات المفتوحة ولا سيما تلك الاخبار او المعلومات التي تكشف التوجه المستقبلي لسلطة النقدية ، وبالمقابل هناك تأثير لا يمكن الاستهانة به ما بين تغير أسعار الصرف وأسعار الفائدة ، اذا تأطر تلك العلاقة بين هذان المتغيرين بعلاقة عكسية على رغم من تفاوت نسبة التأثير بين المتغيرين في بعضهما البعض (Bjørnland& Halvorsen,2008) .(:25

2-2- ادوات الرقابة النوعية Qualitative Tools

والصفحة الأخرى من السياسات النقدية التي يقوم بها البنك المركزي هي تلك الوسائل الخاصة المتبعة في العمليات المصرفية، التي يهدف من خلالها البنك المركزي الى توجيه الاهتمام نحو قطاع معين دون باقي القطاعات، ويتخذ من حجم ونوع الائتمان الهدف الأساسي في العمل، اذ يؤثر من خلالها في جانبي المقرض والمقترض، ويهدف عن طريق هذه الوسائل الى: (الخفاجي 2016: 87) (فهيمى، 2006: 18)

- 1- التميز في أسعار الفائدة في القروض لقطاعات معينة دون اخرة، كتسهيلات التي تمنح للقطاعات الإنتاجية (الزراعية والصناعية) نسبة الى القروض الاستهلاكية.
- 2- تشجيع الاستثمارات التي تحسن من القطاع الحقيقي، وتشديد الإجراءات امام تسهيلات المستوردين للسلع الاستهلاكية، بهدف تعديل ودعم ميزان المدفوعات.
- 3- الحد من القروض التي تنشأ بدافع المضاربة في القطاع المالي عن طريق رفع هامش الضمان.
- 4- التوجيهات والتعليمات التي يصدرها البنك المركزي بالحد الأعلى لحجم القروض الممنوحة، كذلك الضمانات المطلوبة لسقوف تلك القروض، للحد من الاسراف والمبالغة في منح الائتمانات، وربط بعض أنواع القروض وسقوفها بموافقة البنك المركزي.
- 5- فرض السلطة النقدية على المصارف توجيه نسبة من موجوداتها نحو الأصول الخالية من المخطر كسندات الحكومية وحوالات الخزينة، لتدعيم الاحتياطي الاولي للمصارف.
- 6- الاقتناع الادبي من لدن السلطة النقدية لبعض المصارف في اهداف السياسة النقدية المتبعة وتنسيقها مع السياسة المالية من اجل ضمان الاستقرار الاقتصادي الداخلي.

وتعد هذه الأدوات المباشرة ذات فعالية عالية لدى بعض البلدان قياسا الى الأدوات غير المباشرة في السيطرة على الكتلة النقدية، وتمتاز هذه الأدوات ببعض الخصائص المميزة التي جعلتها أكثر مقبولية عن غيرها لبعض تلك الدول (9: Alexander et. al , 1995):

- 1- هي أكثر قدرة في تهذيب حجم وتوزيع وكلفة الائتمان، دون ان تترك اثار سلبية بصورة مباشرة وفورية لاقتصاديات تلك الدول لاسيما الصناعية منها في بديهة نموها.
- 2- سهولة تطبيقها وايضاها للجمهور بمختلف طبقاته وتنفيذها دون تكون مصحوبة بتكاليف مالية عالية.
- 3- إمكانية ربطها بأهداف السياسة النقدية لاسيما إذا كانت تلك السياسة من ضمن أولوياتها توجيه ودعم الائتمان الى قطاعات معينه دون سواها بغض النظر عن أسعار الصرف.
- 4- هي أكثر فعالية واستمرارية لبعض البلدان التي تنماز أسواقها المالية بضعف الأداء، مما يحد من فعالية الأدوات الغير مباشرة، كذلك التخوف من انخفاض تشجيع بعض الاستثمارات لقطاعات معينة، وبقاء فعالية واستمرار هذه الأدوات مرهون بقوة أسواقها المالية.
- 5- بسبب قدرة استخدامها لظروف قصيرة الاجل، هي أفضل الأدوات الاساسية للبنك المركزي او التكميلية في تحقيق اهداف السياسة النقدية.

ثالثا: هيكل ميزانية البنك المركزي والية استخدامها

The structure of the central bank's budget and the mechanism used

يفعل البنك المركزي سياسته النقدية عن طريق التحكم بعناصر ميزانيته العمومية وما يملكه من موجودات وما يقابلها من مطلوبات، وتتمثل العناصر الأربعة الرئيسة للبنك المركزي التي من خلالها يستطيع التأثير في عرض النقد وسعر الصرف عن طريق ديناميكية عمل تلك العناصر.

المطلوبات / Liabilities	الموجودات / Assets
العملة في التداول / C	الائتمان الحكومي / DC
الاحتياطي القانوني / TR	الاحتياطيات الدولية / FER
القاعدة النقدية / MB	القاعدة النقدية / MB

الشكل 11

صورة مبسطة لميزانية البنك المركزي

المصدر: دنيلز وفانهوز، جوزيف، ديفيد، اقتصاديات النقود والتمويل الدولي، تعريب محمد حسن حسني، دار المريخ القاهرة 2012، ص 367.

وإذ ما نظرنا الى جانبي الميزانية العمومية وفي ضل حتمية تكافئ الجانبين نجد ان العناصر الأساسية تكون بشكل التالي: (دنيلز وفانهوز، 2012: 368) .

1-3-1-اليات استخدام الموجودات

Assets الموجودات

تكتب القاعدة النقدية في جانب الموجودات بشكل التالي:

$$MB = DC + FER$$

إذا تمثل DC الائتمان المحلي والذي يحتوي على الأوراق المالية الحكومية والقروض الممنوحة، يضاف اليها FER وهو ما يطلق عليه الاحتياطات الدولي او الاحتياطي من الصرف الأجنبي.

2-المطلوبات Liabilitie

تكتب القاعدة النقدية في جانب المطلوبات بشكل التالي:

$$MB = C + TR$$

اذ يمثل C العملة في التداول في يد الجمهور، مضاف اليها TR الاحتياطي القانوني لمفروض المطلوب أيداعه لدى البنوك المركزية.

وكما نلاحظ نجد ان جنب الموجودات هو ذات فعالية عالية في التأثير في جانب المطلوبات، فضلا عن العائد الذي يمكن ان تحققه عن طريق استخداماته في الإقراض او الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية وفي ضل تكافئ الطرفين يمكن كتابتها بالشكل التالي:

$$MB = C + TR = DC + FER$$

1-1-3-1-3 الائتمان المحلي في السوق المفتوحة Domestic credit on the open market

القاعدة النقدية في جانب المطلوبات (C+TR) وما تسمى ايضاً النقود عالية القوة التي تمثل مطالبات الجمهور والمصارف على البنك المركزي، والاخير يمارس عملية الرقابة او السيطرة في هذا الجانب عن طريق شراء او بيع الأوراق المالية في السوق المفتوحة ، وتسمى عمليات السوق المفتوحة عندما يقوم البنك المركزي ببيع وشراء الأوراق المالية الحكومية ، فعندما يرغب البنك المركزي البيع في السوق المفتوحة سوف يقلل من جانب المطلوبات بمقدار قيمة الموجودات من الائتمان المحلي الذي قام ببيعه ومحدث تغير في القاعدة النقدية بنفس المقدار (Mishkin,2013:382) .

وإذ مأخذنا بنظر الاعتبار المضاعف النقدي (money multiplier) فان التأثير بصورة أوسع في القاعدة النقدية ويمكن التعبير عنه وفق المعادلات التالية:

$$m = \frac{M}{B} \dots\dots(33)$$

إذا m المضاعف النقدي وتمثل (M ، B) عرض النقد والقاعدة النقدية على التوالي وبالتعويض عن البسط والمقام بما يسويه وبقسمة مفردات البسط والمقام على الودائع الجارية يعاد تعريف المضاعف بدلالة النسب عن طريق المعادلة التالية :

$$m = (C + D) / (C + R) \dots\dots(34)$$

$$m = (Cr + 1) / (Cr + Rr) \dots\dots(35)$$

حيث C_r نسبة العملة في التداول الى الودائع الجارية، R_r هي نسبة الاحتياطيات الى الودائع الجارية، وبنفس النظرة الى عرض النقد M والذي يمثل قيمة المضاعف النقدي مضروب بالأساس النقدي

$$M = m \times B \dots (36)$$

وبالتعويض في المعادلة عما يساويها وبقسمة البسط على المقام نصل الى:

$$m = B(c_r + 1)/(c_r + r_r) \dots (37)$$

إذا يمثل c_r نسيه العملة في التداول الى الودائع الجارية، نسبة الاحتياطيات الى الودائع وعن طريق التمعن فيما ذكر من المعادلات ان قدرة البنك المركزي في زيادة المعروض النقدي عن طريق زيادة الأساس النقدي، سواء تم ذلك عن طريق زيادة جانب المطلوبات (العملة في التداول + الاحتياطيات القانونية للمصارف لدى البنك المركزي) او ما يقابله من تغير بالطرف المكافئ بجانب الموجودات بشقيه سواء عن طريق صافي الائتمان المحلي للبنوك المركزي على الحكومة والمصارف وصافي التغيرات في الأصول الأجنبية، وتكون العنلة الرابطة بين عرض النقد والاساس النقدي هي المضاعف النقدي m والذي يعكس قدرة البنك المركزي في التحكم بعرض النقد عن طريق إمكانية استقراره (علي، 2015:25) وان تأثير المضاعف يخضع لبعض المتغيرات ومن اهمها (العملة في التداول والاحتياطيات القانونية كذلك الاحتياطيات الفائضة لدى المصارف) وفي ضل تغير نسبة الاحتياطي القانوني مع ثبات المتغيرات المتبقية ، فان تأثير المضاعف سيدفع بتغير قدرة البنوك في أموالها المتاحة للإقراض بما في ذلك تآكل الاحتياطيات الفائضة بالتدريج الى ذوبنها بصورة نهائية ، والأخير سوف يحدد من عرض النقد ضمن القاعدة النقدية ، وبذلك تتخفض القاعدة النقدية MB بمقدار تلك النسبة ، كذلك يمكن مشاهدة ذلك التأثير أيضا عن طريق متابعة انخفاض القدرة الائتماني للبنوك وتحجيم إمكانية التوسع في منح القروض استنادا للغايات المرسومة من لدن السلطة النقدية (Abel & Bermmke,2001:528)

3-1-2-1-3 Foreign reserve (international) (الدولي) الاحتياطي الأجنبي

عندما يرغب البنك المركزي في السيطرة على سعر الصرف من التدهور في ظل النظام العائم، او تثبيت سعر الصرف في أنظمة سعر الصرف الثابت والمرن المدار، اذ يستخدم ما في حوزته من الأصول الأجنبية في البيع والشراء ضمن قناة سوق الصرف الأجنبي، اذا يكون التأثير واضح في سعر الصرف مضاف اليه التغير في القاعدة النقدية عن طريق استبدال العملة الأجنبية بالعملة المحلية او العكس ، ونتيجة تغير الكتلة النقدية متأثر بسعر الصرف يمتد التأثير الى تغير سعر الفائدة نتيجة ذلك التأثير، وبالمقابل يكون حجم الاحتياطيات مقاد الى نوع التدخل بزيادة او النقصان (Cecchetti & Schoenholtz,2011:536) ويرجع الى معادلة القاعدة النقدية وتكافئ

الطرفين مضاف اليه المضاعف النقدي نحصل على المعادلة التالية يمكن من خلالها معرفة تأثير تغير الاحتياطيات الدولية في عرض النقد :

$$\Delta M = m \times \Delta MB = m (\Delta C + \Delta TR) = m (\Delta DC + \Delta FER) \dots (38)$$

وباستخدام هذه المعادلة نستطيع اختبار تأثير عمليات السوق المفتوحة في الرصيد النقدي وبالأخص منها النقد الأجنبي في القاعدة النقدية والعكس صحيح، وفي ضل ثبات العوامل الأخرى وفعالية المضاعف النقدي، فإن أي تغير في أحد جوانب المعادلة وفي ضل حتمية التكافؤ سوف يحدث تأثيره في الجانب الآخر، ويعد لنظام سعر الصرف والسياسة النقدية المرسومة عنصر مهم في تغير حجم تلك الاحتياطيات، فإذا ما كان البنك المركزي يسعى لتحقيق جملة من الأهداف ، فإن قناة سعر الصرف هي احد الطرق المهمة لتحقيق ذلك ولاسيما الأهداف المحلية منها ، ويتولى البنك المركزي عملية بيع وشراء العملة باعتباره بنك الحكومة والوكيل عن اعمالها المالية وتسويتها مع الأطراف ذات العلاقة (الاحتفاظ بودائعها ، والقيام بالأعمال المالية نيابة عنها) وهذا ما يعكس العلاقة الوثيقة للمصارف للتدخل في سوق الصرف الأجنبي ، ولا سيما التأثير في سعر الصرف عن طريق بيع وشراء الأصول الأجنبية مقابل استبدالها بالعملة المحلية سواء كان ذلك برفع او خفض الكمية المتداولة (دنيلز و فانهوز، 2012:372).

وتختلف تلك التدخلات في سوق الصرف من دولة الى اخرى، إذا يعد نظام سعر الصرف العائم وفي ظل حيادية البنك المركزي امام سوق الصرف الأجنبي وفي ظل ثبات الطلب لصرف الأجنبي وثبات العوامل الأخرى من رفع قيمة العملة المحلية نتيجة وفرة العملة الأجنبية سواء كان ذلك عن طريق تدفقات رؤوس الأموال او إيجابية الحساب الجاري، على الرغم من كون نظام سعر الصرف الثابت يرتب على البنك المركزي مهمة المحافظة على سعر صرف عملته المحلية عند مستوى معين او التذبذب عند نطاق محدد، فإن قيمة العملة المحلية سوف تأثير بمقدار التغير في مسببات الطلب في الصرف الأجنبي ، ففي ظل ثبات الطلب في الصرف الأجنبي مع ارتفاع تدفق رؤوس الأموال الخارجية وزيادة إيجابية الحساب الجاري سوف يدفع أيضا الى ارتفاع قيمة العملة المحلية امام العملات الأجنبية المقابلة (Forrest,2014:379) .

3-1-3-1-3- التعقيم وعدم التعقيم باستخدام جانب الموجودات

Sterilization and non-sterilization using the asset side

عندما يتخذ البنك المركزي احد الموجودات دون الأخرى¹ في سبيل استهداف القاعدة النقدية ، فإن تلك العملية تسمى عدم التعقيم (Unsterilized Intervention) ، وتكون هذه العملية متكافئة في جانبي التأثير بين الموجودات والمطلوبات ، فإذا كان هدف البنك المركزي شراء العملة المحلية

¹ عندما يرغب البنك المركزي في رفع نسبة الائتمان المحلي او العكس، او في رفع نسبة الاحتياطي القانوني او العكس بصورة مستقلة لكل عنصر من عناصر الموجودات، مقابل جانب المطلوبات المتمثل في العملة في التداول مضاف اليها الاحتياطيات القانونية، دون استخدام كلا عنصري جانبي الموجودات بنفس الوقت.

مقابل بيع أصول او عملة اجنبية في سوق الصرف الأجنبي فان التأثير يكون متكافئ في انخفاض المعروض النقدية مقابل انخفاض بالمقدار نفسه من الاحتياطيات الدولية ، اما اذا اختار البنك المركزي الائتمان المحلي لشراء العملة المحلية فان الطريق الوحيد هو بيعه للأصول المحلية في السوق المفتوحة التي أيضا يكون تأثيرها متكافئاً بانخفاض الأصول المحلية بنفس مقدار انخفاض عرض النقد ، وكلا عمليتي التدخل لضغط في المعروض النقدي يكون تأثيرهما فعال والذي يتناسب عكسيا مع أسعار الفائدة في المدى الطويل (Mishkin&,2012,376Eakins).

ومن اجل إزالة تأثير عملية عدم التعقيم unsterilized Intervention يلجأ البنك المركزي الى استخدام عنصري الموجودات، اذ يقوم برفع تأثير الشراء من سوق الصرف عن طريق السوق المفتوحة والعكس صحيح، فاذ ما كانت العملية في السوق الأول تؤثر في أسعار الفائدة، فان التدخل بالسوق الثاني سوف تزيل ذلك التأثير، وتسمى تلك العملية بالتدخل لغرض التعقيم Sterilized (Intervention) (Hubbard& O'Brien, 2012:485).

ووفق منهج المحفظة الاستثمارية يرى معظم الاقتصاديين ان عملية التعقيم يمكن ان تحدث تأثيران من الناحية النظرية ، الأول يمثل في إعادة توازن المحفظة للفراد (كون سعر الصرف مؤثر في الأسعار التوازني للمحفظة) وهو ما يدفع الافراد الى تغيير نسبة الأصول في محافظهم والمستند الى العلاقة العكسية بين العائد وسعر الأصل ، والثاني يكون بما يسمى بتأثير الإعلان وهي تلك الإشارة التي يبعثها البنك المركزي في سياسته القادم والأدوات التي سوف يستخدمها ، فاذا ماكن لتخفيض عرض النقد مثل كقناة لتخفيض التضخم ، فان الافراد والمتعاملين في سوق الصرف سوف يدركون ان قيمة العملة المحلية سوف ترتفع بسبب زيادة الحيازة من تلك العملة، التأثير الذي يكون مشابه لإعادة لتوازن المحفظة مرة أخرى وفق تلك المعطيات (دنيلز و فانهور,2012:401).

3-1-4- الليات استخدام المطلوبات

The mechanisms for the use of Liabilities

ان الية استخدام جانب المطلوبات متمثلا بالاحتياطيات القانونية والعملية في التداول والأخيرة يمكن يرتفع عن طريق زيادة الاصدار واما الثانية التي يتحكم بها البنك المركزي كنسبة من الودائع لدى المصارف، وعن طريق هذا التغيير يطمح البنك المركزي للوصول الى عدة اهداف ومنها: (Rose&milton,2008,398)

- 1- يغير من مضاعف الودائع (معامل التمدد) كذلك والذي يقلل من قدرة المصارف عن طريق الودائع الجديدة في حقن الاقتصاد عن طريق القروض او الاستثمارات المصرفية.
- 2- ان التغيير في نسبة الاحتياطي القانوني يدفع المصارف الى التغيير في موجوداتها المستثمرة لتلبية متطلبات ذلك التغيير، الامر الذي ينعكس في كمية المعروض النقدية نسبة الى مقدار تأثيره بذلك التغيير.
- 3- تحديد الودائع الخاضعة لنسبة الاحتياطي وانواعها، وقدرة البنك المركزي في مراقبتها وإمكانية التدخل ومساعدة تلك البنوك عند الحاجة.

ومن هنا يعد لإدارة البنك المركزي في التحكم والتأثير في القاعدة النقدية هو الامر الأكثر أهمية، وهو مقاد بالتبعية لأهداف السياسة النقدية المعدة مسبقا لتحقيق جملة من الأهداف

الاقتصادية، وكذلك تفرض على السلطة النقدية الحد من تراكم نقاط الضعف داخل النظام المالي ولاسيما في أوقات النمو والازدهار الاقتصادي ، اذا تبدا حركة الازمات من جزيئات صغيرة ولا تلبث ان تنمو محدث تأثير ليس بالهين داخل الهيكل المالي ، وقد يمتد التحكم بالمعروض النقدي الى خارج ميزانية البنك المركزي ، ومن جملة هذه الخطوات التشديد في التنظيم السليم للمؤسسة المالية والمصرفية ومنها

(Aglietta& Mojon,2014:35) :

- 1- كفاية راس المال التأسيسي
- 2- السيولة المطلوبة من الاحتياطيات الثانوية
- 3- تنظيم أكثر شدة ومراقبة وسطاء المليون
- 4- التقليل من الديون التي تم توريقها
- 5- التقليل من منتجات المشتقات المالية
- 6- استقرار الأسواق المالية والعمل على التوازن ما بين النمو في القطاعات الاقتصادية المتنوعة وما يقبله من ذلك النمو في القطاع المالي.

المطلب الثاني

ماهية وطرق تكوين وإدارة الاحتياطيات الدولية

What are the methods of the configuration and management of international reserves

أولاً: ماهية الاحتياطيات الدولية What are international reserves

سجلت الاحتياطيات الدولية في الآونة الأخيرة ولاسيما في العقد الأخير ارتفاعاً ملحوظاً، وبالأخص لدى اقتصاديات الأسواق الناشئة، ويعزى ذلك التراكم لأسباب وقائية من الصدمات الخارجية ولضمان الاستقرار المالي والاقتصادي بالدرجة الأولى، في حين سعت بلدان أخرى وراء تراكم تلك الاحتياطيات لتحقيق سياسات واهداف تتعلق بسعر الصرف او دعم قدرتها التنافسية بالفضل عن استخدامها كأحد أدوات مواجهة موجات ارتفاع الأسعار الأساسية في المستوى العالمي، ورغبة لكثير من الدول دعم اجيالها القادمة لمواجهة الازمات المالية والاقتصادية المستقبلية (IOE,2013,3).

1-1- تعريف الاحتياطيات الدولية Definition of International Reserves

يعرف صندوق النقد الدولي الاحتياطيات الدولية (الأصول الخارجية المتاحة تحت تصرف السلطات النقدية والخاضعة لسيطرتها لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات، أو التدخل في أسواق الصرف للتأثير في سعر صرف العملة، أو غير ذلك من الأغراض ذات الصلة (كالمحافظة على الثقة في العملة المحلية وتشكيل أساس يُستند إليه في الاقتراض الخارجي). (3: IFM,2013)، وان عبارة متاحه وخاضعه للسلطة النقدية هي مقدار درجة التحكم بها من لدن السلطة النقدية متمثل بالبنك المركزي بدون قيد أو شرط في أي وقت ترغب باستخدامها، ولا يدخل ضمن هذا التعريف تلك الموجودات من الذهب والعملة الأجنبية المملوكة من لدن القطاع الخاص (افراد ومؤسسات)، طالما لا تخضع للسلطة البنك المركزي (الشمري وحمزة، 2015: 477)، ولكون تلك الاحتياطيات تمثل أصول مقومة بالعملة الأجنبية وهي متاحه للسلطة النقدية باستخدامها عند حدوث خلال طارئ ومؤقت لميزان المدفوعات، كذلك توفر السبيل المناسب في استعمالها دون اللجوء الى إجراءات أخرى قد تحدث تأثير غير مرغوب به، كتحديد الواردات أو خفض العملة، كذلك اللجوء الى الاقتراض الخارجي وتبعاته المالية التي تزيد من أعباء الدولة (الشاذلي، 2014: 2).

وتتمثل تلك الاحتياطيات بما في حوزة البنك المركزي من عملة اجنبية (*Official Holding of Foreign Exchange*) مضاف إليها الرصيد من الذهب و حقوق السحب الخاص، كذلك صافي المركز الاحتياطي لدى البنك الدولي (بلقاسم، 2009: 47)، وتحتفظ الكثير من البنوك المركزية بسندات اجنبية خالية من المخاطر، وتعد جميع مكونات الاحتياطيات الدولية بمثابة موجودات تدعم المطلوبات للبنك المركزي والمتمثلة بالعملة في التداول مضاف إليها الاحتياطيات القانونية، كذلك جميع الودائع الحكومية والمؤسسات المالية (قاسم، 2011: 6).

ويصاحب الاحتياطيات الدولية مصطلح السيولة الدولية في التداول بصورة واسعة في المستوى العالمي، إذ يمثل التعريف الأشمل للاحتياطيات الدولية والأكثر تداولاً لتسوية الديون فيما بين المتعاقدين، إذا تعبر تلك السيولة عن جميع الموجودات غير الوطنية المقبولة من السلطات النقدية التي تستخدمها في تسوية جميع المدفوعات والالتزامات مع الطراف الداخلية والخارجية (زراري، 2016: 59)، ولا يكفي امتلاك السلطة النقدية لهذه الاحتياطيات بل يجب ان تكون متاحه في جميع الأوقات وقابلة للتسويق ومعرفة بعملات اجنبية قابلة للتحويل (علي، 2015: 403)، ونستطيع القول ان الاحتياطيات الدولية هي كل ما في حكم السلطة النقدية من عملات واوراق مالية

اجنبية حكومية او مضمونه من لدنها (خالية من المخاطر) مضاف اليه الذهب وحقوق السحب وموقف الدولة من الاحتياطيات الأجنبية لدى صندوق النقد الدولي، وتكون جميع تلك المكونات متاحة التصرف في أي وقت دون قيد او شرط وبدون تكاليف² تذكر عند الحاجة في استخدامها.

1-2- أهمية الاحتياطيات الدولية للبلد

The importance of the international reserves of the country

وبالعودة لتفسير دوافع الطلب على النقود وفق النظرية الكنزوية، وما اضافه (-Baumol Tobin) من توضيحات عن دوافع المعاملات، وكذلك (Tobin-Markowitz) في تفسير دوافع المضاربة، والذي فسر الاول بدافع المبادلة لتسوية الالتزامات الناتجة عن المدفوعات والمقبوضات في ظل حالة التأكد الحالية، في حين أوضح الثاني دوافع المضاربة عندما تسود فكرة عدم اليقين المستقبلية لأسعار الأصول كذلك ما جاء به منهج المحفظة في توضيح ان هنالك أصول أخرى يمكن ان تكون مستودع للقيمة وتدر عوائد غير النقود ، ولو تم نقل هذا التفسير في الطلب على النقود من القطاع الخاص الى البنوك المركزي وطلبها على الاحتياطيات الدولية فمن المنطق انها سوف لا تخرج في الأقل من واحدة لتلك الدوافع (Claassen,1974:360)، ويعد الاقتصاد السياسي واحد من الأسباب في تفسير الطلب على الاحتياطيات الدولية ، بالفضل عن الى العامل الوقائي الذي يجنب الدولة كلف الاقتراض او الوصول الى الأسواق المالية الخارجية، كذلك كلف جمع الضرائب المحلية التي تمتد الى تكاليف اجتماعيه ولربما تكون ضاغطة لتغطية النفقات المالية المختلفة التي عادة ما تمتاز بالمرونة النسبية (Aizenman& Marion,2003: 398).

وبعد الازمات المالية الأخيرة لم يعد من المبرر اعتماد الكثير من الدول لاسيما النامية منها على صندوق النقد الدولي ، او ترقب الإصلاحات في البنية المالية الدولية لحماية نفسها من الازمات المالية ، فحتى الاقتصاديات التي تدار بصورة سليمة تنتقل اليها عدوى الازمات المالية من أماكن أخرى ، اذا تعد البلدان التي تمتلك اعلى صافي من الأصول الأجنبية هي اكثر قدرة من تحمل فزع الأسواق المالية والتقلبات المفاجئة في تدفقات راس المال ، ولا يقتصر دور تلك الأصول في خفض تكاليف الازمات المالية داخل اقتصادها ، بل يمكن ان تقلل من احتماليات حدوثها اذا ما كانت تمتلك أسواق فعالة وكفوة في نفس الوقت (Rodrik,2006:1) .

لذا تسعى السلطة النقدية لحياسة وتراكم الاحتياطيات الدولي لديها التي توفر لها القدر المناسب لتحقيق الاهداف التالية:(الخفاجي، 2016: 17)، (الشمري وحمزة، 2015: 480)

- 1- استخدم تلك الاحتياطيات كأحد أدوات السياسة النقدية لدعم العملة المحلية المصدرة، وغطاء للأخيرة مما يزيد من ثقة المتعاملين بها.
- 2- توفير قوة شرائية دولية تدعم الاقتصاد الدولي عند حدوث خلل في ميزان المدفوعات، كما يعطي دعم لتصنيف الائتماني الدولي للبلد.

² - ويقصد بها تكاليف التحويل سواء تلك الناجمة عن عملية التحويل الى سيولة او تلك التي تصاحب عملية المبادلة التي تقلل من القيمة السوقية لتلك الأصول.

- 3- تحمل الصدمات الخارجية الطارئة لاسيما تلك التي تحدث في الأسواق المالية، كما تبعث إشارة للدول العالمية على الرصانة المالية وقدرتها في الوفاء بتعهداتها المالية الخارجية.
- 4- قدرة البنك المركزي في التدخل لإدارة تلك الاحتياطيات المتوفرة نتيجة العائدات العالية في الوقت الحالي واستخدامها في الأوقات التي تنخفض فيها تلك الإيرادات.
- 5- إمكانية تشغيل واستثمار هذه الاحتياطيات محليا او دوليا والحصول على عوائد في المدى القصير او الطويل مع الاخذ بعين الاعتبار السيولة والمخاطر المصاحبة لإدارة تلك الاحتياطيات.

3-1- مكونات الاحتياطيات الدولية

The components of the International Reserves

تتكون الاحتياطيات الدولية من عدة عناصر قد يشغل أحد العناصر الحيز الأكبر منها او قد تتكون من بعض العناصر حسب ما ترها السلطة النقدية مناسب وملائم لسياستها النقدية وان اهم ما تحتفظ به تلك السلطات.

3-1-1- الذهب Gold

يصنف صندوق النقد الدولية بالأهمية النسبية لدور الذهب في النظام النقد الدولي على الرغم من انهيار نظام بريتون ودوز الذي خفض من الدور الذي كان يلعبه قبل عام 1973، غير ان الذهب مازال مطلب لتضمينه كأحد مكونات الاحتياطيات الدولية لكثير من الدول (IFM,2016 :1)، ويبرز دور الذهب بعد تعدد العملات المتداولة بين الدول سواء كانت الرئيسية منها التي تتمتع بمقبولية دولية في التعامل والحيازة او تلك التي تتم بصورة ثنائية بين بلدين تجارين بعملاتهم المحلية، ويعد لتقلبات سعر الصرف بين هذه العملات الدافع الاهم لحيازة الذهب لإيجاد التوازن فيما بينها ، وهو لا يمثل بالدرجة الأولى احد أبواب الاستثمار عند حيازته من لدن البنوك المركزي وانما يعد من قبيل التحوط ضد تقلبات أسعار الصرف ، وهذا ما أثبتته الذهب في كونه الملاذ الامن ضد تلك التقلبات الحادة التي تعصف بأسعار الصرف (OMFIF,2013:17)، وترغب معظم الدول في شراء الذهب وحيازته بصوره فعليه لما يتمتع به من قيمه حقيقيه وبغض النظر عن تقلباته على مدار الزمن ، وطالما الذهب تتأرجح قوته الشرائية بالتعادل مع باقي السلع الأساسية مثل السكر والبتترول والحبوب والمعادن، الامر الذي يعطيه وظيفة رئيسية لتحوط ضد التضخم ، بالسياق نفسه تم استخدامه كأحد عناصر التنويع للمحفظة المالية لأغلب الدول ضد تقلبات المخاطر النظامية (BNB,2009,21) وتمتد رغبة البنوك في حيازة نسبة من الاحتياطيات الدولية كذهب الى إمكانية استخدامه عند حدوث عجز الميزان التجاري نتيجة الفرق النسبي للصادرات الى الواردات، كذلك كفاية تلك الاحتياطيات عند حدوث طلبات غير عادية من لدن القطاع العائلي داخل البلد، اذ يؤدي فائض الطلب دفع أسعاره نحو الارتفاع او قد يدفع بزيادة الاستيراد للذهب لغرض اشباع الطلب والوصول الى توازن السوق الى احداث خلال في ميزان المدفوعات الامر الذي يدفع السلطات النقدية الى التدخل طوعا لإعادة التوازن مرة أخرى (Obstfeld,2010,9) ، إذا مازالت الكثير من البنوك تحتفظ الى وقتنا الحاضر بالذهب كأحد المكونات المهمة ضمن احتياطياتها الدولية، لأغراض استخدامه لدعم العملة او البيع عند الحاجة كذلك يعزز موقف الدولة عند الاقتراض من الأسواق المالية، أضف الى ذلك الاستخدامات الصناعية للذهب بحد ذاته (الدليمي،1990 : 297) وبالرغم من اعتراض البعض في تضمين

الاحتياطيات للذهب معللين ذلك بتقلبات أسعاره كذلك كونه من الأصول التي لا تدر دخل (عائد) ، يقدم المؤيدون لتضمين ضمن الاحتياطيات الحجج بان الذهب يحافظ في قيمته بالارتفاع عند حدوث التضخم ، وان الارتفاع بالأسعار قد يكون مشتق من العرض والطلب ،اذ مازالت اكثر البنوك ترغب بزيادة هذا العنصر ضمن مكونات احتياطياتها وهذا ما يرجح استعادة بريق إضافي لبريق المعدن نفسه لمكانته في عناصر السيولة الدولية (أحمد، 2008 : 28) ، وهكذا نجد ان الذهب مازال يشكل العنصر الأهم في عمليات التقييم بعد تنوع وكثرة العملات المستخدمة في التداول والمقايضة، كما لايزال أحد خطوط الصد وعدم امتيازه بالصدى واللمعان الدائم بما يدعم الدول لتضمينه ضمن احتياطياتها، وملاذها الامن من تقلبات أسعار الصرف والأزمات المصاحبة لتلك التقلبات، واذا مأخذنا بنظر الاعتبار الندرة النسبية لعنصر الذهب فان دافع التحوط هو من يدفع البنوك المركزي كذلك الافراد لتلك الحيازة .

1-3-2- العملات الدولية الأساسية The main international currencies

وتمثل تلك الحيازة الرسمية من العملات ذات التداول العالي بين الدول العالمية، وما يطلق عليها العملات الصعبة، ومن هذه العملات الدولار، والاسترليني، والين وغيرها من العملات التي يجب ان تستوفي الشروط التالية: (بلقاسم، 2008: 11) (Manchev. et ,al,2009 :20)

1- تتمتع بالقبول العالي للتبادل التجاري ومتوفرة داخل الأسواق العالمية وخاضعة لقانون العرض والطلب، بما في ذلك حصة البلد من التجارة العالمية

2- الاستقرار العالي لأسعار هذه العملة في أسواق الصرف العالمية التي يمكن استخدامها كمخزن للقيمة

3- الموثوقية في السلطة النقدية المصدرة لتلك العملة والقدرة العالية للمؤسسات المالية لتلك العملة للإدارة والخبرة في مجال العمليات المصرفية

4- متاحة في أسواق تداول العملات عند الحاجة اليها لمعالجة اختلال ميزان المدفوعات او الصدمات الاقتصادية الداخلية او الخارجية.

ويعد الدولار الأمريكي العملة الأساس في أكثر التعاملات الدولي، ويعود ذلك كون العديد من السلع الرئيسية في الأسواق العالمية مثل (الذهب، النفط، الغاز، والحبوب، ...الخ) تسعر في تلك الأسواق سواء كانت الحاضرة منها او الآجلة بالدولار الأمريكي، أضف الى ذلك ان العائدات المتأتي من بيع هذه السلع لبعض المصدرين يعاد استثمارها في الولايات المتحدة الأمريكية سواء كان ذلك في القطاع الحقيقي او المالي، كما يعد لارتباط العملات لكثير من الدول بالدولار بشكل رئيسي، وخصوصا النفطية منها (لقمان وعبد القادر، 2014: 179) ، وبعد ظهور عملة اليورو كعملة موحدة للقارة الاوربية ، على الرغم من محدودية نطاق التعامل في بداية الامر على المقيمين الأوربيين ، الا انه بعد عام 2000 أنتشر بصورة واسعة في التبادلات الدولي نتيجة ارتفاع نسبة مقبولة التعامل دوليا كذلك الأصول المالية المقومة باليورو التي ازداد من حجم تداولها في الأسواق المالية الرئيسية ، وان الأصول المملوكة والمقومة خارج وارباق قد ارتفاع بنسبة اكثر من 30% في عام 2003 خارج القارة الأوربية وقابل لزيادة لسنوات الاحقه كل ذلك دفع بهذه العملة لان تكون ضمن العملات الرئيسية لعناصر الاحتياطيات الدولية لكثير من الدول (Chinn& Frankel,2008 :215) ولا يزال الدولار يشكل النسبة الأكبر للاحتياطيات الدولي لكثير من الدول ، برغم من وجود عملات عالمية أخرى تدخل ضمن الاحتياطيات الدولية

، ويشاركة في ذلك اليورو كعمله منافس امام الدولار، ويعد الطلب على كل من اليورو والدولار في الأسواق المالية الدولية بسبب استقرارهما النسبي ، كذلك يعد للكثير وسيلة للتبادل الحسابي ، ومخزن للقيمة في اغلب الأسواق العالمية ولاسيما أسواق الصرف منها (Maureen & Bruce, 2014:443) ، وينعكس الامر في باقي العملات الأخرى اذا يمكن اعتبار عملة أي دولة هي احتياطي لدوله أخرى بعد ان تستوفي الشروط المطلوبة باستثناء الدولة المصدرة لتلك العملة

3-3-1- وحدات حقوق السحب (SDR) Units of Special Drawing Rights

دفعت ازمة السيولة الدولية بعد عام 1960 الى البحث عن نظام جديد يرفد معيار الذهب للتسويات الدولية، وكان لتباين الآراء عن سعر الصرف الدافع الأكبر للبحث عن ذلك النظام، أضف الى ذلك محدودية انتاج الذهب، اذ كان الحال ان ذاك هو إيجاد احتياطي دولي يدعم السيولة الدولية وتكون قيمته عند الإصدار الاولي معادلة لقيمة الدولار الأمريكي وهذا الأخير ما يمثله نسبة الى الذهب، وهذا ما عرف فيما بعد بالذهب الورقي او الائتمان الدولي، إذا تستطيع الدول المستقبلية لهذه الأصول الى اعاتها في الوقت المناسب، واطلق مسمى المسكنات على حقوق السحب الخاص التي ما زلت الى يومنا هذا مقبولة ومتداولة في نطاق واسع (Williamson, 2009: 1) ، وتستلم البنوك المركزية للدول المنضوية لصندوق النقد الدولي حقوق السحب، اذ تمثل العملية إجراءات محاسبية دفترية ما بين البلد وصندوق النقد الدولي او البلد وبلد اخر ضمن الصندوق ، وتمثل عمليات التسوية بجانبى الدائن والمدين لكلا الجانبي البنك المركزي وصندوق النقد ، اذا يسجلها البنك كأصول احتياطيات دولية ، وبنفس الوقت تدرج ضمن تخصيصات لهذه الأصول ، وكذلك الحال في دفاتر الصندوق اذا يعبر عنها بالموجودات والمطلوبات لتلك الدولة ، وليس لهذه الوحدات وجود مادي وانما وجود محاسبي بين صندوق النقد والبلد او بين البلدان الأعضاء نفسها (الحويش، 2014: 13).

ومن خصائص هذه الوحدات التي تميزها عن غيرها من الموجودات المالية (زراري، 2016: 84):

- 1- هي لا تستخدم من لدن الافراد والشركات او يتداول بها في الأسواق المالية، اذ يقتصر كل ذلك بين الحكومات متمثلة ببنوكها المركزية او السلطات النقدية التي تحمل صفة البنوك المركزية حصراً.
- 2- تقايض للحصول العملات القابلة للتسويات الدولية، ولا يتم مقايضتها للحصول على كميات ذهبية كونها تمثل الوجه الاخر للذهب لدى الصندوق.
- 3- هي مقومة بنسبة معينة من الذهب بمقدار تقيم الدولار للأخير، وفي الأونة الأخيرة تم ربطها الى سلة عملات.
- 4- هي لا تمنع أعضاء الصندوق من الحصول على الامتيازات الأخرى من الصندوق، وتمثل جزءاً محدد من مجموع الامتيازات الممنوحة للأعضاء.

4-3-1- شريحة الاحتياطي الدولي International Reserve Chip

وتمثل موقف البلد لدى صندوق النقد الدولي، وهي لا تمثل حصة الدول من نصيبها في راس مال الصندوق، ولكنها تمثل مطالبات السائلة على الصندوق، التي تمثل مبيعات الصندوق من عملات البلدان الأعضاء لتلبية الطلب من بلدان أعضاء أخرى التي تكون بحاجة الى تمويل ميزان

مدفعتها، وتشكل هذه المبالغ مديونية الصندوق الدولي بموجب اتفاقية القروض، وتقيم تلك العملات على أساس سلة عملات وليس مقابل عملة معينة، وتكون تلك المبالغ مديونية لدى صندوق وهي متاحة لذلك للبلد العضو في أي وقت وإمكانية الاقتراض أكثر من هذا المبلغ بموجب اتفاقيات جديده (IFM,2013,18) وتسمى أيضا التسهيلات الائتمانية ما بين البلد والصندوق بصورة مباشرة او ما بين البلدان بطريقة غير مباشرة عند توسط الصندوق في هذه العملية، أي يكون الصندوق طرف من اطرف الصفقة (الشمري وحمزة، 2015:485).

4-1- طرق تكوين الاحتياطيات Methods to configure the reserves

هنالك عدة قنوات لتكوين وتراكم لاحتياطيات الدولية على الرغم من ان بعض هذه القنوات تترك تأثير في الاقتصاد بصورة سلبية او ايجابية الا ان ذلك التأثير يختلف من طريقة الى أخرى كذلك التبعات المستقبلية لتلك الاثار ومنها:

1-4-1- قناة ميزان المدفوعات channel of the balance of payments

يمثل ميزان المدفوعات المرآة العاكسة لتراكم الاحتياطيات الدولية، اذ يعكس الفائض والعجز في ميزان المدفوعات ما يقابله من فائض وعجز لتلك الاحتياطيات لدى البنك المركزي، وعن طريق عناصر ميزان المدفوعات يمكن ان نلاحظ انعكاسها في الاحتياطيات الدولية وتأثير الدخل الحقيقي في تلك البلدان، و تمثل تلك التغيرات لعناصر ميزان المدفوعات من الناحية الاقتصادي صافي بند المعاملات التجارية (الحساب الجاري) وصافي بند التدفقات الراس مالية (حساب راس المال) مضاف اليهما التحويلات أحادية الجانب (المنح والتبرعات والمساعدات الخارجية)، ويعبر صافي مجموع بنود ميزان المدفوعات في رجاحة أحد كفتيه او تساويهما، وما يوصف بالفائض والعجز او التوازن على التوالي، إذا تنعكس هذه التغيرات في الاحتياطيات الدولية سواء كان ذلك بالتدخل عن طريق الأصول السائلة لإعادة التوازن وتصحيح حالة العجز، او التغير وتراكم لتلك الأصول نتيجة الفائض لمجموع تلك البنود التي يتضمنها ميزان المدفوعات (عبد النبي، 2015:10)، ووفق المنهج النقدي في تفسير ميزان المدفوعات، إذا يركز هذا المنهج في تأثير الأساس النقدي (القاعدة النقدي) في ميزانية البنك مصحوبا بالمضاعف النقدي، إذا يحلل العلاقة العكسية بين الائتمان المحلي والاحتياطيات الدولية، ويتضح تأثير ميزان المدفوعات في تكوين وتراكم الاحتياطيات، وبتعبير اخر أي تغير في ميزان المدفوعات يجب ان يساوي التغير في الاحتياطيات الدولية، اذ يكون ميزان المدفوعات وفق هذا التحليل تابعا بصورة طوعية لتغيرات عرض النقد، والعلاقة ما بين تلك التغيرات والاحتياطيات الدولية، ويكون ذلك التأثير أكثر وضوحا في الاقتصاديات الريعية (علي، 2016:7)، وكلما تمتعت الصادرات باستقرار عالي للأسعار كلما انعكس ذلك بنفس الدرجة في ميزان المدفوعات، الامر الذي يعطي حرية اكبر للسلطة النقدية في توجيه احتياطياتها الدولية، وكما يعد لمعدل التبادل التجاري الدولي الأهمية النسبية للكثير من الدول المصدرة، اذا يختلف مقدار وقيمة التبادل بين المنتجات الصناعية ذات المنافسات المنخفضة، عن تلك المنتجات الأولية التي يتمتع هيكل سوقها بالمنافسة العالية، وبطبيعة الحال يكون لوزن وقيمة الصنف الأول من المنتجات اكبر من الصنف الثاني داخل ميزان المدفوعات، الامر الذي يسهل من تراكم العملات الصعبة داخل البلد دافعا بحجم الاحتياطيات الدولية نحو الارتفاع (الجوزي، 2012:229)، وتتخذ بعض الدول طرق أخرى لدعم ميزان مدفعتها ومنها كبح نمو

الواردات عن طريق تخفيض الانفاق الحكومي او تحفيز وتشدد في قطاعات استيراديه دون الاخرة عن طريق القنوات الضريبية والتعرفة الجمركية، كما يمكن استخدام منهج خفض قيمة العملة اذا كان الامر يؤدي بصورة مؤكدة الى احداث تأثير و إعادة التوازن لميزان المدفوعات وهذا يتبناها المنهج النقدي في تفسير ميزان المدفوعات (7: Steiner,2009)، وقد يكون لهذا الأخير تأثير فعال في إعادة التوازن لميزان المدفوعات الا اننا قد نواجه تأثيرات عكسية وخاصة في مجال فرض الضرائب او التعريفات الجمركية اذا ما قبلت بالمثل من الدول الأخرى، كذلك ما هو حجم الانفاق المطلوب تخفيضه للوصول الى إزالة العجز، مضاف اليه مقدار نسبة التخفيض اللازمة لدفع بالسلع المحلية في ان تنافس سعريا في ظل تكافؤ الجودة للسلع العالمية.

1-4-2- قناة سوق الصرف الأجنبي channel foreign exchange market

ان لنظام سعر الصرف المتبع تأثيرا كبيرا في تكوين او تآكل الاحتياطيات الدولي، فاذا ما كان سعر الصرف ثابت فان دوره في اغلب الأحيان يكون عامل سلبي في تلك التراكمات، اذ على السلطة النقدية التدخل بصورة مباشرة لتعديل ذلك السعر او ضمن الحدود المرغوب بها، هذا التدخل يكون في كثير من الأحيان عن طريق تلك الاحتياطيات لاسيما في حالة عجز ميزان المدفوعات الدائم وليس بصورة مؤقتة، والعكس يكون عندما يكون نظام سعر الصرف عائم اذا يرفع الضغط بصورة تلقائية عن البنك المركزي للتدخل في سوق الصرف مما يحرر القيود عن حجم الاحتياطيات بان يكون مقادة لتقلبات سعر الصرف (29:2009, BNB)، وتستطيع الكثير من الدول رفع نسبة احتياطياتها في الأوقات الحرجة عن طريق شراء بعض من عناصره (العملة الصعبة، الذهب) من الأسواق المحلية سواء كانت الأجلة منها او الفوري وتختلف طبيعة اللجوء لتلك الأسواق اعتمادا على اهداف البنك التي يرمي الوصول اليها، كذلك يتفاوت تأثير تلك العمليات في الوضع الاقتصادي بصورة فورية او في المدى القصير وتكون كالآتي: (الشاذلي، 2014: 9) (الجميل، 2011: 127).

1- عن طريق الأسواق الأجلة Through futures markets

على الرغم من كون هذه العملية تتضمن مبادلة عملات محلية مقابل حيازة عملات اجنبية مستقبلا الا ان تأثيرها يكون وقتيا، وتلجأ الدول الى هذه الأسواق عندما تعاني من شحة العملة الصعبة لديها بصورة مؤقتة وليست دائمية محسوبة مقدما، واحد هذه الأسباب يعود لتغطية جزاء من واردتها خلال الفترة القادمة، كذلك عندما تكون صادرات تلك موسمية وليست بصورة دائمية ولا سيما في قطاعي الزراعة و السياحة، ولكن سرعان ما يزول هذا التأثير عندما يتم تسديد جزء من هذه الأموال من لدن المستوردين الخارجيين لضمان تدفق السلع المحلية او عن طريق الأموال باستخدام بعض من ما تم حيازته من الصادرات في تخفيف الضغط لسعر صرف العملة المحلية، وبحلول مواسم الرواج لتلك القطاعات يدفع بالتأثير السابق الى التلاشي ورفع ضغط سعر الصرف للعملة المحلية وإزالة التأثير الاقتصادية وفي المدى المتوسط.

2- عن طريق الأسواق الفورية Through spot markets

ويدفع هذا الاجراء الى تغيير سعر الصرف الحقيقي بفعل الاثار المصاحبة لتلك العملية، اذ يسبب الشراء المباشر من السوق الفوري واستبدال العملة المحلية مقابل الحصول على العملة الأجنبية من زيادة عرض النقد الذي يكون مصحوبا بالتأثير التضخمية في ضل استقرار دورة اعمال، ولا سيما في حال عدم اتخاذ إجراءات تعمل في امتصاص تلك الاثار ومنها عملية التعقيم

بعد ذلك التدخل، إذ يتدخل البنك المركزي عن طريق العملية الأخيرة باستخدام الأدوات التي يمتلكها لتأثير في القاعدة النقدية في سبيل إزالة تأثير التدخل، على أن يراعي القطاع الخاص من ذلك التدخل.

1-4-3- قناة الهبات والتبرعات Channel Donations

على الرغم من تدفق هذه القناة عبر ميزان المدفوعات، إلا أنها تتميز بعد وجود مطالبة أو ما يقابلها من دائنين لطرف خارجي، ولا تخضع بطبيعة الحال إلى عملية تبادلية ويمكن تصنيفها إلى نوعين وحسب ما منحة من أجله: (زغاد، 2014: 30).

1- الهبات الخاصة: وهي تلك التدفقات التي تتم من جميع الأفراد والهيئات والمنظمات والحكومات من غير المقيمين إلى الاقتصاد الداخلي للبلد وإلى جهات معينة، سواء كان ذلك عن طريق مبالغ نقدية محولة أو عن طريق النقود المصرفية

2- الهبات العامة: وهي تلك التي تقدم بصورة طوعية من لدن أفراد ودول العالم إلى البلد وبغض النظر عن الجهة التي سوف تنتهي إليها هذه الهبات، وإنما تترك إلى الحكومة أمر ذلك، ولا تقتصر في بعض الأحيان في المبالغ المالية وإنما تتضمن في بعض الأحيان السلع والخدمات المجانية ولكنها مقومة بالعملة الأجنبية.

ويمكن الجمع بين نوعين عندما تكون بصورة عامة ولقطاع معين دون غيره كل الهبات والاعانات الموجهة للتعليم أو الصحة أو الزراعة.

1-4-4- القروض الخارجية External loans

تضاف جميع الأموال السائلة الدولية التي استطاع البلد حيازتها عن طريق الاقتراض الخارجي سواء كان بصورة مباشرة من حكومات الدول أو تلك التي تتم مع مؤسسات مالية رسمية، والمبرمة مع السلطات النقدية لدعم الاحتياطيات، على الرغم من استبعاد صندوق النقد الدولي للقروض قصيرة الأجل (أمدًا أقل من سنة) من الاحتياطيات الدولية، يستبقي تلك القروض التي تزيد عن سنة، وتعتمد هذه الطريقة لتمويل العجز الطارئ في ميزان المدفوعات دون الحاجة لاتخاذ تدابير داخل الاقتصاد غير مرغوب بها³ (علي، 2015: 405)، وهذا الإجراء ليس له تأثير مباشر في سعر صرف العملة المحلية في الأسواق المالية بصورة انية، ولكن التأثير في المدى البعيد يتمثل في سداد هذه الديون عند أجل الاستحقاق والطريقة التي سوف تتبعها السلطة النقدية حين ذلك (الشاذلي، 2014: 12)، إذ يصاحب هذا الإجراء تبعية التسديد لأصل الدين مضاف إليه العائدات المستحقة وبموجب العقود الملزم في وقت محدد، وتستبعد من هذه القروض (حصّة العضو من الشريحة الذهبية) إذا كانت أحد قنوات الاقتراض هو صندوق النقد الدولي بصورة مباشرة دون أن يكون أحد الأعضاء طرفًا في ذلك (زراري، 2016: 61)، وبطبيعة الحال تختلف التأثير المرتبة في إصدار أدوات دين التي يتم تداولها في الأسواق المالية الداخلية أو الخارجية بالعملة المحلية عن تلك التي تصدر بالعملة الأجنبية، إذا بإمكان النوع الأول تسويته عن طريق زيادة الإصدار النقدي المحلي، فيما يستوجب على الآخر تسديده مع مستحقاته بالعملة المصدرة به مع المخاطر المرافقة لتقلبات أسعار الصرف التي ترافق مثل هذا النوع من الإصدارات والمنعكس

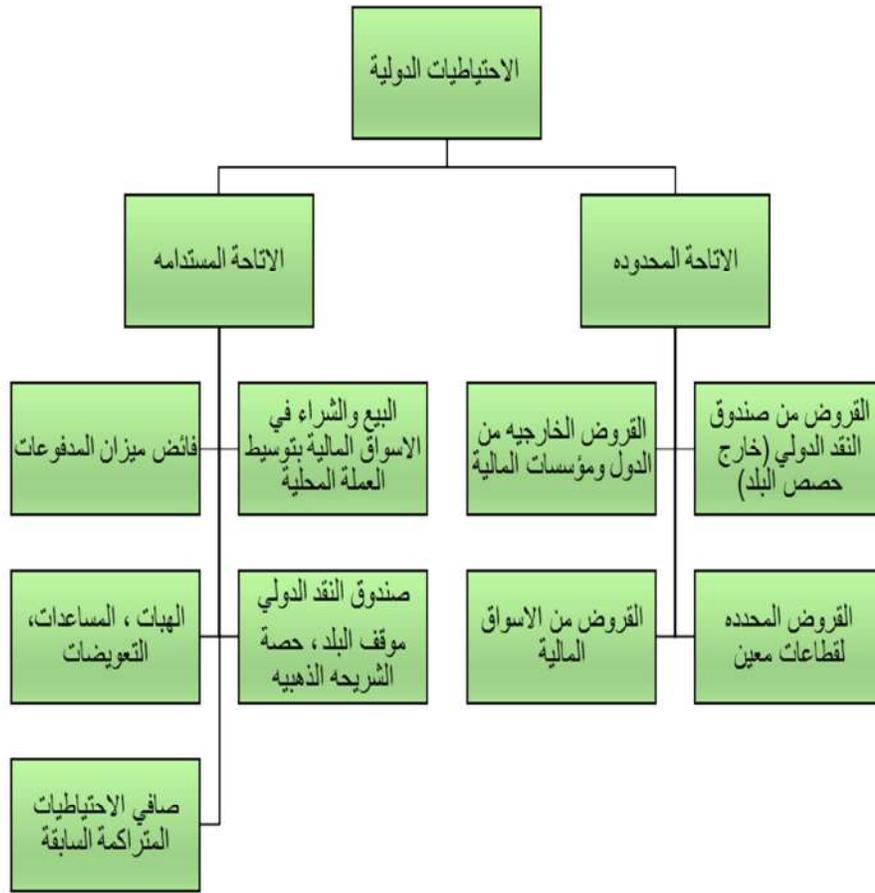
³ - هي تلك التي تصاحب بعض الإجراءات ومنها التضخم نتيجة تدخل السلطة النقدية بشراء الصرف الأجنبي عن طريق سوق الصرف لتغطية ذلك العجز، أو تقليل النفاق الحكومي والمنعكس على دخول الأفراد، أو أي عملية تنشأ بصورة متزامنة داخل الاقتصاد لتغطية ذلك العجز.

بصورة واضحة عن طريق علاوة السوق التي تفرض لتلك السندات (Sharpe, et. al, 1999:) (108) .

وعن طريق استعراض قنوات التدفق للاحتياطات الدولية، نجد ان تكلفة هذه التدفقات تختلف من قناة الى اخرى بالفضل عن الحرية المتاحة في استخدامها ومقدار التكلفة المصاحبة لذلك الاستخدام، إذا لا تلجئ الدول الى استخدام كل هذه القنوات في ان واحد، فقد تمزج بين قناتين وبنسب متفاوتة متوقف ذلك في الهدف من الاستخدام، وقد تستخدم قناة واحدة تشيع من خلالها حاجتها الفعلية، معتمدا ذلك في مراجعة السلطة النقدية بين العائد والتكلفة لكل قناة ، ويمكن عن طريق تلك القنوات ان تصور حرية الإتاحة وما يسميها البعض المشروطة ، وهي تعكس مقدار الإتاحة المطلقة للتصرف بتلك الاحتياطات من ناحية الأمد والكلفة والاستخدام، اذا جميعها تدخل الإتاحة الفعلية حالة حيازتها الا انها تختلف في نطاق الإتاحة المستدام ، ويمكن إيضاح ذلك عن طريق المخطط (2) اذا بالإمكان التعرف في تلك الاحتياطات المتكونة التي تكون متاحة بشكل مطلق لسلطة النقدية دون التقييد باجل محدد او قطاع معين عن تلك التي تكون ضمن سقف معين او تحت شرط محدد .

المخطط 2

الحرية المتاحة لاستخدام الاحتياطات



المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على مزم ذكره

المطلب الثالث

إدارة الاحتياطيات الدولية وعلاقتها بالقطاعات الاقتصادية

Management of international reserves and their relationship with the economic sectors

أولاً: مفهوم إدارة الاحتياطيات الدولية

The concept of international reserves management

1-1- تعريف إدارة الاحتياطيات Definition of reserves management

تعرف إدارة الاحتياطيات الدولية بأنها المقدرة في توفير القدر الملائم من الأصول الأجنبية للسلطة النقدية بصوره مستدامة، الامر الذي يكفل لها الحرية المطلقة في استخدامها لتحقيق الأهداف المحددة التي تبغي الوصول إليها، ويكفل لتلك السلطة إدارة هذه الاحتياطيات والمخاطر المرافق لها، ويطلق مسمى (مدير الاحتياطيات) في الجهة التي تؤدي الوظيفة الفعلية لإدارة تلك الاحتياطيات. (IMF,2001:4)، وتعد كفاءة الإدارة للاحتياطيات الدولية ضرورة وضع خطط مسبقة تتضمن الاستراتيجيات المتوافقة مع الخصوصية الاقتصادية لكل بلد للوصول الى الأهداف المحددة، والعمل في تحديث تلك الاستراتيجيات وتقييمها بما يتلاءم مع كفاية تلك الاحتياطيات وإدارتها، عن طريق التحليل بين العائد والكلفة من تلك الحيازة مع الاخذ بنظر الاعتبار المخاطر الخارجية، والنظر بأهمية بالغة لديون الخارجية واجال استحقاقها والعملات التي يتم الاقتراض والسداد بها ودورية التقييم لتلك الاستراتيجيات (الشاذلي، 2014: 20).

1-2- أهمية إدارة الاحتياطيات

The importance of reserve management

ان أهمية إدارة الاحتياطيات الدولية (IRM) مشتقة من أهمية الطلب عليها، وتعد (IRM) مرتبطة بعدة مسببات ومنها: (Aizenman , 2006 :3)

- 1- تأثير (IRM) في سعر الصرف الحقيقي أوقات الازمات او الصدمات التجارية، وقدرتها في تخفيف تلك الصدمات ولاسيما الدول التي تمتاز بمحدودية أسواقها المالية.
- 2- التقليل من سرعة التكيف عند حدوث عجز الحساب الجاري، والقدرة في مواجه ذلك العجز بسلاسة في ظل الازمات الطارئة ومحدودية التكامل المالي.
- 3- تجنب تكاليف الوساطات المالية عند الحاجة إليها، كذلك إمكانية استخدام هذه الاحتياطيات في استثمارات مالية خارجية مصحوبة بعائد.
- 4- التامين الذاتي من عدوى الصدمات الخارجية، ولا سيما في حركة انتقال رؤوس الأموال، مضافا اليه ذلك التأثير التي تولده تلك الازمات في الناتج المحلي الإجمالي.

ان الأهداف التي تسعى من ورائها إدارة تلك الاحتياطيات وان تباينت ولكنها تكون في الاعم الاغلب متشابه لمعظم البلدان وهي: (أحمد، 2008: 79)

- 1- تحديد المستوى الأمثل للاحتياطيات الدولية، مقابل الأهداف المحددة داخل الاقتصاد.
- 2- تصنيف تلك الأصول حسب درجة السيولة، ومقدار الالتزامات الخارجية الأجنبي، واستخدام الفائض منها.
- 3- توفير القدر الكافي من السيولة اللازمة، واستثمار الفائض في أصول تدر عوائد مع مراعاة المخاطر المصاحبة لذلك الاستثمار.
- 4- السيطرة على المخاطر المالية سواء كان ذلك الناتج من مخاطر السوق أو تلك التي تنتج عن مخاطر الائتمان.
- 5- المحافظة على قيمة الاحتياطيات الدولية من التآكل الناتج عن التوظيف أو الاستخدام
- 6- العمل على تنمية الاحتياطيات وفي المدى البعيد عن طريق العائدات المتأتية من عملية الاستثمار لتلك الاحتياطيات.
- 7- دعم العملة المحلية وامتصاص الصدمات الخارجية، بالفضل عن إلى عامل الثقة الذي يبحث عنه أكثر الأفراد والدول لقدرة البلد في الوفاء بالتزاماته الخارجية.

3-1- متطلبات إدارة الاحتياطيات Requirements for managing reserves

- على الرغم من تفاوت السلطات المناط بها إدارة تلك الاحتياطيات إلا أنها تتشابه في السعي لتحقيق تلك الإجراءات ومنها (بلفاسم، 2009: 15)
- 1- وضوح أهداف تلك الإدارة واتسامها بالشفافية الأمر الذي يسهل عملية الإدارة والمراقبة ووضوح العمل والنتائج.
 - 2- هيكل تنظيمي سليم وإدارة متخصصة وفعالة تكفل تلك الإدارة الحكيمة وتحديد المخاطر.
 - 3- استخدام تلك الاحتياطيات في مجالات استثمارية مالية تتسم أسواقها بالكفاءة العالية أو في استخدامات القطاع الحقيقي ذات عوائد مضمونه.

ثانياً: مؤشرات كفاية الاحتياطيات الدولية

Indicators of adequacy of international reserves

يشير مستوى كفاية الاحتياطيات الدولية أو المستوى المرغوب به إلى مقدار تلك الاحتياطيات أو تمثل تلك الإتاحة للبنك المركزي من تلك الاحتياطيات في المقدرة على تنفيذ المهمات الأساسية المتمثلة بمعالجة عجز ميزان المدفوعات حاله حدوثه، والحفاظ على سعر الصرف ودعم العملة المحلية بالفضل عن السياسة النقدية المخطط تنفيذها مسبقاً أمام ما يقابلها من متطلبات خارجية بمختلف مستوياته، إذا تعد تلك الاحتياطيات بمثابة المستويات الداعمة لضمان صيانة استقرار النظام المالي، على الرغم من تعدد تلك المؤشرات وفقاً لطبيعة اقتصاديات تلك الدول ورغم من تشابه تلك المؤشرات (Manchev, et. al, 2009, 31)، وهذا ما يقود إلى أن كفايتها يكون بمقدار الطلب على تلك الاحتياطيات، أي أن الطلب على تلك الاحتياطيات هو طلب مشتق من الحاجة لمجالات الاستخدام لتلك الاحتياطيات، وهناك عدة مؤشرات في الأدب الاقتصادي مقترحة كمؤشر لكفاية وملائمة تلك الاحتياطيات ومنها.

1-2-نسبة الاحتياطيات إلى الواردات (R/M) The ratio of reserves to imports

ظهرت فكرة كفاية الاحتياطيات لتغطية حجم التجارة الخارجية للبلدان مع ظهور وتوسع نظام بريتون وودز، متزامن مع الطروحات التي تناولت مشكلة الحاجة أو الكفاية للاحتياطيات الدولية المطلوبة، ولاسيما بعد الأفكار التي طرحت من كنز عام 1930، وما اكده تريفين من بعده عام 1947 التي عكست تلك الحاجة لتراكم الاحتياطيات لمقابلة التجارة الخارجية، وهذا ما أصبح عليه الاتجاه السائد بعد عام 1960 (Monnet & Puy, 2015:3)، ويعد تكوين الاحتياطيات في هذا الجانب ميني في الأساس في حالة عدم اليقين المستقبلي لميزان المدفوعات، وعدم الاستقرار يكون في الأكثر ناتج عن الحساب الجاري، والعمليات التبادلية للسلع والخدمات مع العالم الخارجي، وقد أصبحت هذه النسبة الوسيلة المعيارية الأنسب لقياس مدى كفاية الاحتياطيات، وقد اجمع الكثير من المختصين في هذا المجال ان الاحتياطيات تكوت غير كافية اذا كانت تغطي اقل من ثلاثة اشهر من الواردات، وهذه النسبة أصبحت معتمدة من لدن صندوق النقد الدولي عند نشر لبيانات الخاصة بكفاية الاحتياطيات الدولية لأغلب البلدان (Bird & Rajan, 2002:6) ويحدد اكثر الخبراء في هذا المجال بنسبة تتراوح ما بين 30% الى 40%، ويتوقف عدد الشهور المطلوب تغطيتها للبلد في الميزة النسبية لانفتاح أسواقها الاقتصادية، وكفاءة الأسواق المالية، كما يتأثر حجم الاحتياطيات بنظام سعر الصرف المعمول، اذا يقل الضغط في حجم الاحتياطيات المطلوبة في الدول ذات سعر الصرف العائم عما هو عليه في سعر الصرف الثابت او العائم المدار، وبنفس التقدير للدول التي تمتلك عملات قابله للتحويل (العملات الارنكازية) والمتمثلة بالدول الصناعية الكبرى، وترتفع هذه النسبة للدول النامية وكذلك للدول الناهضة عن ماهي عليه للدول المتقدمة (زراري، 2016: 95) على الرغم من هذا المؤشر يوضح صلابة الدولة في امتصاص الازمات الاقتصادية الخارجية الناجمة عن الواردات، الا انه من الصعوبة تحديد قيم السلع الانية او المستقبلية بشكل دقيق وفق تقلبات الحاجات الأساسية، الا ان الدول وبشكل عام تأخذ المؤشرات الرئيسية في الطلب الى سلة السلع التي تمتاز بالثبات النسبي ومنها القمح والرز والسكر والوقود وغيرها من السلع الأساسية، التي توكل الى قطاعات حكومية او خاصه استيرادها بعد استحصال الموافقات الرسمية بذلك ضمن الحاجة الفعلية لتلك المدة (الشاذلي، 2014: 14).

ويعد هذا المؤشر مقياس للعلاقة السببية لحجم حيازة الاحتياطيات مقابل الواردات وتناسب الطردي لتلك العلاقة، كذلك يوضح لنا مقدار كفاية الاحتياطيات ضمن هذه القناة ومقدار الفائض الذي يمكن استخدامه في مجالات أخرى وتأشير العجز الحاصل وكيفية معالجته.

2-2- نسبة الاحتياطيات الدولية الى عجز ميزان المدفوعات

The ratio of international reserves to balance-of-payments deficit

ولغرض الالمام بعجز ميزان المدفوعات والذي يكون بصورة أوسع من قياس مقدار الواردات، يجب تحديد مقدار العجز في المدى المتوسط او الطويل وليس الانبي بعد إزالة التأثيرات العرضية وهو ما يعبر عن متوسط مستوى العجز لتلك الفترة، ومن ثم ان عجز ميزان المدفوعات يشمل جميع بنود ميزان المدفوعات ولا يقتصر في الواردات في الحساب الجاري، وهذا ما ذهب اليه (Brown) في عام 1964 ان القيمة المطلق لاختلال ميزان المدفوعات في مدى معين (5-10) سنوات هي ما يؤشر لكفاية الاحتياطيات في هذا الجانب (زراري، 2016: 96).

ان فعالية ميزان المدفوعات تنعكس في تراكم الاحتياطيات الأجنبية، ويشكل الأخير بالمقابل عنصر مهم لمواجهة تقلبات ميزان المدفوعات والذي يقلل من انخفاضه عند مستوى معين او

يعيده الى وضعه السابق ، وتمتاز الدول التي تعتمد في تسوية معاملتها الخارجية بعملتها الخاصة او مقومة بعملتها الخاصة بعدم الحرج فيما يخص عجز ميزان المدفوعات او الحاجة الى تكوين الاحتياطيات الدولية ، اصف الى ذلك مقدار الثقة باستقرار النظام المالي وعمقه الى جذب زخم الاستثمارات الخارجية الى الداخل ، كما تعتمد بعض الدول السياسات المالية في السيطرة على التدفقات المالية الى الخارج ومنها الاقتراض الخاص والعام يكون بالعملة المحلية (Mason,2014,28)، وعللت بعض الدراسات في هذا المجال ان التغيير في الاحتياطيات الدولية يرتبط بمتغيرات الناتج المحلي للبلد ودخل الحقيقي للأفراد ودرجة الانفتاح المالي مضاف اليه التغيرات في الحساب الجاري لميزان المدفوعات والتذبذبات للتدفقات المالية الى الداخلية واستقرار سعر الصرف (علي،2015:409) ، ويمكن ان نطلق على المؤشرين أعلاه بالمؤشرات التجارية وهي تعكس مستوى التبادل التجاري والاستثماري للبلد مع العالم الخارجي .

2-3- نسبة الاحتياطيات الى عرض النقد الواسع

Ratio of reserves to broad money supply

وتظهر هذه النسبة مقدار تغطية الاحتياطيات الدولية الى مجموعتي عرض النقد المحلي (M1,M2) وقد تأخذ بعض الدول هذا المؤشر بالدرجة الأولى لباقي المؤشرات الأخرى لكفاية الاحتياطيات ، وهو يعبر في قدرة الاحتياطيات الدولية لتغطية وتلبية وسائل الدفع عالية السيولة (العملة في التداول ، والودائع الجارية) بصوره مريحه (BNB,2009 :33) ، ويعد مؤشر نسبة الاحتياطيات الى عرض النقد الاوسع (M2) من المؤشرات المهمة ولا سيما في أسواق الدول الناشئة، وهي تحدد مقدار الاحتياطيات الدولية مقبل عرض النقد ، اذ عن طريق هذه النسبة يمكن معرفة مقدار التدفق الأموال الى الخارج التي تسبب بالتبعية ضغوطا في مقدار الاحتياطيات الدولية، كذلك تعكس ثقة المتداولين بالعملة المحلية وعمق الأسواق المالية وكفاءتها، والإمر لا يمتد الى عرض النقد الواسع للدول التي تمتاز باستقرار نسبي في عملتها وانما يعتمد في القاعدة النقدية بصورة اكثر ، وكون عملات تلك الدول تحظى بمقبولية عالية وثقة في التداول ، ويراعى في هذا الجانب الالتزامات الخارجية للبلدان لاسيما التي لا تمتلك نظام مصرفي كفؤ ، كذلك الأسباب الأخرى لهروب رؤوس الأموال (أحمد،2008:91) ، وبما ان لسعر الصرف الاسمي وكذلك الحقيقية من محددات العرض والطلب لصرف الأجنبي وكذلك أسعار الفائدة الحقيقية وتناسبها مع التضخم ، تعد الاحتياطيات الدولية من المؤثرات في السياسة الاقتصاد الكلية للبلد (علي،2015 :411)، وتعد الدول التي تستخدم نظام سعر الصرف الثابت وفي ضل عدم استقرار الطلب على نقود اكثر استخداما لهذا المؤشر ، ويعجز هذا المؤشر عن تفسير العلاقة ما بين الاحتياطيات وعرض النقد عند تغيير الدورات الاقتصادية ، كذلك الانخفاضات التي تنشأ نتيجة استخدام قناة سعر الفائدة في كبح التضخم وخفض المعروض النقدي (الشاذلي،2014:15) ويعد كفاية الاحتياطيات الى عرض النقد M2 لدول التي تستخدم سعر الصرف الثابت او العائم المدار هي نسبة التغطية 10%-20% ، في حين تكون الكفاية لدول التي تستخدم سعر الصرف العائم 5%-10% (الفتلاوي ، 2017 :29).

2-4- الاحتياطيات الدولية مقابل الديون الخارجية

International reserves for the foreign debt

تشكل الديون الخارجية الهم الأكبر لدى الكثير من ودول وبالأخص الدول النامية، ولا يقتصر إدارة الدين بحد ذاته ولكن يمتد الى الكلف المترتبة في هذه الديون، ويندرج ضمن الكثير من المؤشرات الخاصة بدين الخارجي نسبة الاحتياطيات الدولية الى الاخير (مصطفى وسانية، 2014: 300) وهنا حدد صندوق النقد الدولي مقدار الاحتياطيات مقابل الديون الخارجية بالتناظر او ما يسوي واحد الى واحد، وتشمل الديون قصيرة الاجل جميع أدوات الدين المملوكة لغير المقيمين وبضمنها أدوات الدين للمستثمرين الأجانب المقيمين بالبلد ، وجميع الأصول المالية المملوكة للأجانب وما يتطابق مع مبادئ وتعليمات صندوق النقد الدولي ، وكذلك يتضمن جميع الائتمان الممنوحة لتبادل الخارجي ، والودائع في البنوك المحلية لغير المقيمين ، مضافا اليها جميع أدوات الدين المصدرة من البنك المركزي والمملوكة من لدن غير المقيمين . (الشاذلي، 2014 : 18)

5-2- محاولة هيلر Try Heller

قدم هيلر نموذجة وفق للمنهج التكلفة والعائد معتمدا على اساس المنهج الكنزي ، وفي ظل ثبات الأسعار، استقرار سعر الصرف، عدم وجود تدفقات لراس المال خارجية) فان تقليص الانفاق هو السبيل الوحيد لإعادة توازن ميزان المدفوعات، وطالما ان التغيير في القاعدة النقدية يتم عن طريق قناة سعر الصرف (إذا تتحمل السياسة النقدية كلفة هذا التغيير بصورة اساسيه) دون ان يكون هنالك تأثير يذكر للسياسة المالية في هذا الجانب عند هبوط تلك الاحتياطيات والاثار المصاحبة لها، الا ان جانب اخر قد يكون تأثيره مغاير للسياسة المالية وهو تحجيم الانفاق، ووفق لرؤية هيلر فان التكلفة الحدية للتعديل تساوي معكوس الميل الحدي للاستيراد (Steiner, 2009, 9) وقد ترسخ هذا النموذج المقدم في عام 1966 عندما كتب (Robert H. Heller) مقاله في جريدة (Economic Journal) وقدم فيها مقياس للمستوى الأمثل للاحتياطيات الدولية ما هو كان وما يجب ان يكون، وكانت المعادلة كما صاغها هيللر: (بالقاسم، 2009: 50)

$$Ropt = h \frac{\log(r.m)}{\log 0.5} \dots\dots (39)$$

إذا تمثل:

$Ropt =$ المستوى الأمثل المطلوب من الاحتياطيات

$h =$ التغيير في مستوى الاحتياطيات

$m =$ الميل الحدي للاستيراد

$R =$ تكلفة الفرصة البديلة

$0.5 =$ احتمالية حدوث العجز في ميزان المدفوعات

إذا نلاحظ ان ارتفاع قيمة R, M يؤدي الى خفض قيمة الاحتياطي الامثل في حين ارتفاع كمية H تدفع باتجاه زيادة المستوى الأمثل لتلك الاحتياطيات اذا حققت الشروط التالية

$Ropt = 1$ ، فان الدولة تكون قد حققت المستوى الأمثل Optimal

$Ropt > 1$ فهناك عجز في المستوى الأمثل

$Ropt < 1$ فهناك فائض في مستوى الأمثل .

6-2- الضمان الذاتي self-insurance

قدم Kim نموذجاً يفسر من خلاله الأسباب التي تدفع الدول لتراكم الاحتياطيات ، اذا أوضح الحجم الأمثل للاحتياطيات يستند الى ضمان وفرة السيولة بالمقدار الكافي المتكون حسابياً اول المدة مضاف اليه نتيجة ميزان المدفوعات مطروحا منه الديون قصيرة الاجل نهاية السنة ، تكفي لتغطية التدفقات الرأسمالية الخارجية لديون خارجية غير المدورة ، ويعد التغير المحتمل في الإنتاج او التحوط من تقلب أسعار الصادرات هي من الأسباب المهم لتلك التراكمات ، كذلك كلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات ما بين الافتراض طويل الأمد والعائد على لاستثمارات قصيرة الاجل وخلص الى المعادلة التالية :

$$R^* = \eta D - M + \sigma G (P/G, \sigma) \dots (40)$$

إذا D هو الدين قصير الاجل M متوسط الحساب الجاري وحساب راس المال باستبعاد الافتراض قصير الاجل σ الانحراف المعياري لذلك المتغير، P يمثل الفرق بين أسعار الفائدة للقروض بعيدة الأمد والعائد في الاستثمارات قصيرة الاجل للاحتياطيات، فيما يمثل G كلفة انخفاض الإنتاج في الازمات (علي، 2015: 454).

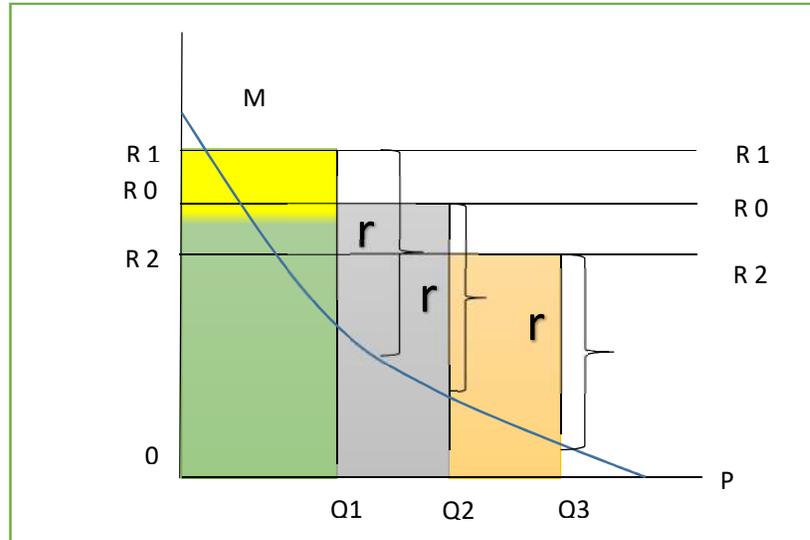
7-2 - كلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية

The cost of maintaining international reserves

بمقدار الأمان الذي توفره تراكم الاحتياطيات الدولي، تبرز كلفة الاحتفاظ أيضاً، فقد يؤدي انخفاض أسعار الصرف الى خسائر راس مالية في القوة الشرائية لتلك الأصول والعكس صحيح، إذا تدفع الحالة الأولى الى زيادة كمية الاحتياطيات للحفاظ على قيمتها، كذلك يمكن لتجميد هذه الاحتياطيات او تلك الفائض عن المستوى المطلوب وعدم استثمارها في أصول ذات عوائد منخفضة وخالية من المخاطر كما في الأصول المالية الحكومية، يضاف الى ذلك الكلفة الاقتصادية التي يتحملها البلد نتيجة احتفاظه بتلك الاحتياطيات مقابل إمكانية استخدامها في مجالات أخرى ، لذلك يعد لتوازن بين كلفة الاحتفاظ والاستخدام امر بالغ الأهمية (الخفاجي، 2016: 30).

اذ قدم هربرت اجرابل (HERBERT G.Grubel) عن المستوى الأمثل الذي يعتمد في قانون (تناقص الغلة) وهي تراجع بين كلفة الحيازة للاحتياطيات مع العائد المتحصل من تلك الحيازة واذا ما أرده دولة ما تحديد المستوى الأمثل لحيازة الاحتياطيات المطلوبة وتوازن بين كلفة تلك الاحتياطيات والعائد المتحقق منها نستعين بشكل (13) وإذ يعبر MP عن الفائدة الحدية من حيازة الاحتياطيات والموارد الحقيقية وفقاً لظروف البلد التي تأخذ بعين الاعتبار (حجم الموارد المتحصلة، والظروف الاقتصادية، وطبيعة الاختلالات الخارجية المحتملة، والعائدات المتحصلة من تلك الاحتياطيات وغيرها) وذا يأخذ شكل منحنى من الأعلى الى الأسفل دلالة على تناقص الغلة بين كلف الاحتفاظ والعائد المتحصل لتلك الحيازة، ويعبر RO العائد ، من استخدام تلك الاحتياطيات لمواجهة الازمات الطارئة لميزان المدفوعات، فاذا ما رغبة السلطة النقدية بالاحتفاظ بالاحتياطيات في شكل ذهب ، والأخير من الأصول التي لا تدر عائد وكلفة الاحتفاظ تنحصر بتغير السعر الاسمي للأصل فان مقدار الحجم الأمثل يكون (RO, Q1, 0) او كانت في شكل عملة اجنبية بنفس المقدار ولنفس السبب أيضاً سيكون الحجم الامثل كما ذكر سابقاً ، معكوس بمقدار الفائدة فيما لو كانت في الاستثمار في أصول مالية قصيرة الاجل تدر عائد (R) ، اما اذا كانت في شكل أموال سائلة والسلطة النقدية ترغب في الاستثمار في أصول مالية قصيرة الاجل

وعائد مقداره (r) فان الطلب على الاحتياطيات سيرتفع الى (Q_2) وسيكون الحجم الأمثل ($R_0, Q_2, 0$) ، فاذا ما كان هنالك عجز في ميزان المدفوعات وارتفع الميل الحدي للاستيرادات على الصادرات الى R_1 ، يكون متاح امام السلطة النقدية استخدام ($Q_1 Q_2$) والعكس صحيح في حال كان هنالك فائض في ميزان المدفوعات المتأتي من الحساب الجاري (R_2) (بلقاسم، 2009: 55) .



شكل 12

تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية

المصدر: بتصريف من الباحث، بلقاسم زاير، إدارة احتياطيات الصرف والتنمية في الجزائر، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 7، 2009، ص 55 .

ثالثا: محددات الطلب على الاحتياطيات reserves

ويحدد الادب التقليدي عدة متغيرات قياسية التي من المتوقع ان تحدد المستوى الأمثل للاحتياطيات، ومنها نصيب الفرد من الناتج الإجمالي، والانفتاح التجاري، ومقاييس تقلبات تكلفة الفرص البديلة لحيازة تلك الاحتياطيات وهي: (Steiner, 2009 : 40-42) (أحمد، 2008: 10) (علي، 2015: 415) .

1- النمو: إذا بقي مستوى الاحتياطيات غامضا لبعض الدول التي ترغب الى زيادة مستوى تلك الاحتياطيات لأغراض التوسع والنمو وخصوصا تلك الدول التي لا تمتلك القدرة العالية في الوصول الى الأسواق المالية بصورة فورية، كذلك الدول التي تتعرض لازمات مالية شديده

- نتيجة عدم المواءمة بين النمو وكلفة الاحتفاظ بالاحتياطات، ويعبر نمو الناتج بمقدار نصيب الدخل الحقيقي الذي يصيب الأفراد.
- 2- الانفتاح التجاري: برغم من الجوانب الإيجابية للانفتاح التجاري لأغلب البلدان، إلا أنه مصحوب بالصدمة الخارجية ولا سيما لتلك التي تعتمد في تكوين احتياطاتها بالأساس النظرية القائمة على نسبة مجموع الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي، إذا هذه النسبة تعد غير دقيقة ولا سيما في الدول الفقيرة أو النامية التي تمتاز بإنتاجها للسلع المصنفة الغير قابل له للتجار (التي تكون في معظمها عماله وخدمات)، كذلك مقدار الأجر والإنتاجية الفعلية للعمل للدول المتقدمة هي أعلى مما هي عليه للدول النامية أو الفقيرة، والأمر قد يعود إلى كلفة رأس المال للإنتاج في هذه الدول وكثافة العمالة مضاف إليه القوة الشرائية لسعر صرف عملة تلك البلدان ولا سيما في ضوء نظرية تعادل القوة الشرائية الأمر الذي يحقق فائض عرض لتلك السلع دافعا بأسعارها نحو الهبوط الطوعي، الأمر الذي يدفع بعض البلدان إلى استثمار هذه الميزة النسبية لإنتاج السلع التي غالباً ما تكون عالية الكلفة لإنتاجها في بلد الأم، لذلك يكون حجم الإنتاج الحقيقي هو من يزيل التشوهات لقوة العملة الشرائية بين البلدان.
- 3- التقلبات الخارجية: التي تنشأ بسبب التغيرات في نسبة المقبوضات والمدفوعات الخارجية والمتولد في الأساس نتيجة حركة الحساب الجاري وفي المدى المتوسط وليس الانفي، فإذا ما كانت السلطة النقدية ترغب في امتصاص تلك التقلبات ولا سيما في حالة العجز، سواء كان ذلك عن طريق استخدام الاحتياطات الدولية، أو تغيير سعر الصرف الاسمي والمعكوس في سعر الصرف الحقيقي لغرض تنمية الصادرات، إذا تعد الأخيرة من المتغيرات الأساسية لنمو اللوردات، كذلك تأثير الصادرات في نمو الدخل الحقيقي للقطاع الخاص والطلب على الواردات، وهذا ما يجعل البنك المركزي يؤثر في سعر الصرف الاسمي من أجل المحافظة في الاستقرار الاقتصادي.
- 4- تكلفة الفرصة البديلة: ويعبر عنها بصورة أوضح بالفرق بين استثمار الاحتياطات في أصول تدر عائداً أو الاحتفاظ بها بشكل سائل، بالسياق نفسه يمكن أن تستثمر تلك الاحتياطات في مشاريع داخلية يمكن أن تدر عائداً يساعد في تنمية الاحتياطات أو تسديد الديون الخارجية بالعملة الصعبة، على أن ينظر لتكلفة الفرصة البديلة عن طريق الفائدة الحقيقية باستبعاد التضخم من الفائدة الاسمية.
- 5- سعر الصرف: بطبيعة الحال تتباين طبيعة التدخل لدعم سعر الصرف بين النظام العائم عما هو عليه بالثابت أو العائم المدار، فيكون الأول أقل وطأة في الضغط على الاحتياطات إذا استخدم كمصد ضد الازمات المالية والمصرفية وازمات رأس المال دون أن يكون لتمويل التجارة الخارجية أولويه تذكر، وهذا ما دفع لاعتماد المحددات الجديدة في الطلب على الاحتياطات ومنها (الانفتاح المالي، ومجموع الديون الخارجية، وديون خارجية قصيرة الأجل)
- 6- الانفتاح المالي: وترجع فكرة الانفتاح التجاري بالأصل إلى الانفتاح المالي، إذا يحتفظ بالاحتياطات لصد الازمات الخارجية، ومنها استخدام التدفقات الخارجية لحساب رأس المال لتغطيه عجز الحساب الجاري، وذلك عن طريق القروض من الأسواق المالية لتكوين الاحتياطات ومن ثم بيع تلك الاحتياطات لسد العجز في الحساب الجاري في ظل نظام سعر

الصرف الثابت، ولا يخلو الانفتاح المالي من بعض المخاطر ومنها التوقف المفاجئ لتلك التدفقات ومحدودية الأسواق التي يمكن الوصول إليها ، والأزمات المالية الممتدة عبر الأسواق المتكاملة وعمليا يحسب الانفتاح المالي لمجمع التدفقات المالية الخارجية نسبة الى الناتج المحلي الإجمالي .

7- نسبة الديون الخارجية: ان الإشارة التي يبعثها حجم الاحتياطيات المتراكمة هي مصداقية البنوك المركزية في دعم استقرار أسعار الصرف، الامر الذي يبعث حافز من الاطمئنان لدى المستثمرين الخارجيين بالاستثمار المحلي، بالفضل عن ان تفاوت نسبة الديون الى الاحتياطيات تسبب أزمات مالية مستقبلية إذا ما كانت نسبة الأولى هي الأرجح، ويعد مؤشر الديون قصيرة الاجل من اهم المؤشرات ضمن هذا الحيز، على الرغم ان بعض الدول تراكم للمشتر الأخير احتياطيات الوفاء ، الا ان البعض الاخر نجده عاجزا عن توفير تلك التراكمات من الاحتياطيات بسبب الديون المدورة سابقا ، وينصح بان تكون دائما نسبة الاحتياطيات الى الديون الخارجية ولا سيما القصيرة منها اعلى منها او مساوية لها . اذ يخفف هذا التأثير من هروب او تدفق رؤوس الأموال المفاجئ الى الخارج.

8- التوازن النقدي: ويستند هذا المحدد في مفهوم المنهج النقدي في تحليل الاختلال لميزان المدفوعات، إذا أي تغيير في أسواق المال والمشتق من الطلب على النقود ينعكس بصورة متكافئة في حجم الاحتياطيات، اذ يؤثر عرض النقد بصورة سلبية في الاحتياطيات ويعد أكثر تأثير من سعر الصرف، إذا بتغيير عرض النقد عن طريق الائتمان المحلي او الأصول الأجنبية او سعر الصرف الأجنبي يقل حجم الضغط بالطلب في الاحتياطيات الدولية وهو بالأصل طلب مشتق من الطلب على الأصول الأجنبية ومنها الصرف الأجنبي ، ويتخذ من قناة عرض النقد من اجل إعادة التوازن دون المساس بالاحتياطيات الدولية ، وهذا ما يدفع في بعض الأحيان الى القول ان سعر الصرف الثابت هو غير حقيقي ويقع طوعا تحت تأثير اختلالات عرض النقد .

رابعاً: علاقة الاحتياطيات بعرض النقد Relation of reserves with money supply

تعد العلاقة بين الاحتياطيات الدولية وعرض النقد امرا بالغ الأهمية، إذا يشبه البعض ضرورة تلك العلاقة ما بين الاحتياطيات الدولية الى عرض النقد داخل البلد، الى نسبة الاحتياطي القانوني للمصارف التجارية لدى البنك المركزي، ووفق للمنهج النقدي في تكوين الاحتياطيات الدولية، فان التركيز ينصب في العلاقة ما بين الاحتياطيات الدولية ومستوى الأسعار العالمي عبر المعروض النقدي المحلي، بدلا من التركيز في إدارة الاحتياطيات الدولية مقابل عرض النقد المحلي بصورة مباشرة، لذا يقدم خبراء صندوق النقد الدولية معيارا دوليا لمقدار تلك الاحتياطيات مقابل عرض النقد المحلي التي توفر القبول لحجم الاحتياطيات الدولية المطلوبة ، ففي الأمد القريب قد تكون تلك الاحتياطيات اقل من المستوى المطلوب او دون حدود الكفاية امام عرض النقد المحلي ، مما يدفع البنك المركزي الى تبني سياسات تكون مؤثرة في ميزان المدفوعات لمواجهة ارتفاع الطلب في تلك الاحتياطيات ومنها عرض النقد المحلي ، مع الاخذ بنظر الاعتبار حرية الوصول

والإتاحة لتلك الاحتياطيات ، ومن ثم تشكل تلك العلاقة ما بين عرض النقد المحلي والاحتياطيات الدولية من حيث مدى استهلاك او استنزاف تلك الاحتياطيات امام عرض النقد المحلي بمختلف قنواته (Wijnholds,2013:115) ، وإذ ما كان ذلك التوسع النقدي عن طريق العملة في التداول وعن طريق ارتفاع الدخل الاسمي او الائتمان المحلي ($B = DC + FER$) ، فان التأثير سوف يمتد الى زيادة الطلب في الواردات ، وفي ظل ثبات حجم الصادرات والتدفقات الخارجية لرؤوس الأموال فان تلك الزيادة تدفع الى احداث تأثير سلبي في ميزان المدفوعات ($C = x - m$) والممتد الى حجم الاحتياطيات الدولية ، والمحصلة تكون ان التوسع بالمعروض النقدي يقود الى انخفاض تلك الاحتياطيات نتيجة ضغوط اختلال ميزان المدفوعات في ظل ثبات العوامل الاخر ، وهذا ما تعكسه النظريات المفسرة لميزان المدفوعات وفق المنهج النقدي والذي من خلاله نستطيع تتبع تأثير عرض النقد في رصيد تلك الاحتياطيات (Frenkel & Goldstein, 1991, 23) .

□ **امسا: علاقة الاحتياطيات الدولية بسعر الصرف**

The relationship of international reserves to the exchange rate

لا شك ان سعر الصرف يمثل واحد من المتغيرات الاقتصادية الهامة للغاية ولاسيما في الأنظمة الاقتصادية المفتوحة، وتترامن هذه الأهمية بالتساوي مع حركة التجارة الخارجية وتدفقات انتقال رؤوس الأموال من وإلى البلد، ولكلا العمليتين تأثير واضح في سعر الصرف الاسمي وكذلك الفعلي، وبطبيعة الحال تختلف هذه التأثيرات من بلد الى اخر لطبيعة نظام سعر الصرف الذي تتبناه تلك الدولة ، اذا يعد تأثير سعر الصرف العائم في تدفق العملات الأجنبية الى الدخل متروك لتعديل الطلب من لدن سوق الصرف الذي تأثير بالأصل من الاختلال في ميزان المدفوعات ، واذا ما ريد تعديل سعر الصرف الاسمي وكذلك الفعلي فأنها تعتمد في الإصلاح التلقائي لميزان المدفوعات ، ولاسيما تلك التي توازن بين العجز في الحساب الجاري مقابل الفائض المتحصل من تدفق رؤوس المال الى الداخل في حال كان هنالك ارتفاع في سعر الصرف ، اما فيما يخص سعر الصرف الثابت فان السلطة النقدية مقاده طوعا الى تثبيت سعر الصرف عند مستوى معين ، او الحد من تقلبات سعر الصرف عند فترة زمنية محددة ، فاذا ما كان معدل التدفقات من العملة الأجنبية يفوق تلك التدفقات الخارجة فان التأثير سوف ينعكس في انخفاض سعر الصرف للعملة المحلية امام العملات الأخرى وارتفاع قوتها الشرائية ، ومما ذكر يمكن ان نفسر العلاقة ما بين سعر الصرف والاحتياطيات الدولية عن طريق الأهداف التي يسعى البنك المركزي من خلالها في تكوين تلك الاحتياطيات في ظل ثبات العوامل الأخرى (Forrest, 2014: 378) ، ووفق ذلك ترتبط الاحتياطيات الدولية بأسعار الصرف الثابتة بتغيرات نسبية كبيرة والناجئة عن تدخلات السلطة النقدية في سوق الصرف الأجنبي من اجل المحافظة في استقرار عملتها المحلية ، بينما تمتاز تلك الاحتياطيات بالاستقرار النسبي في أنظمة الأسعار المرنة التي تمتاز بدرجة كبيرة من التقلبات في أسعار صرف عملتها المحلية والذي يعزى الى الدرجة العالية من الحيادية لسلطة النقدية في التدخل في سوق الصرف الأجنبي (داغر ومعارج ، 2015: 6) ، وتشكل أسعار الأصول المتداولة في الأسواق المالية تأثير واضح في الاقتصاد المحلي اذا على الرغم من وجود أصول مالية خالية من المخاطر وتتمتع بنسبة تداول عالي، الا انها سوف تنصدم أيضا بسعر الصرف التحويلي ولاسيما تلك الأجنبية منها للمستثمر المحلي ، والأخير سوف يبحث عن المرجحة بين تلك الأصول التي تتمتع أسعارها باستقرار نسبي للعملة المسعر بها ، اذا ان الصدمات الاقتصادية

سوف تنتقل عبر تحركات سعر الصرف الى البلدان الأخرى وأفردها عبر الاستثمار بتلك الأصول ، وهذا ما يدفع الكثير من الدول في المحافظة على الثبات النسبي لسعر صرف عملتها عن طريق سياسات نقدية بعيدا عن قناة سعر الصرف والذي ينعكس في أسعار تلك الأصول المقومة بعملتها المحلية ، ولسبب نفسه يمكن ان نتفهم سعي البنوك المركزية لحياسة الاحتياطات الدولية كونها القناة التي يمكن استخدامها لدعم سعر الصرف الاسمي والذي ينعكس بالتبعية في سعر الصرف الفعلي (Dominguez,2014:85).

الفصل الثاني

الوصف السلوكي لمتغيرات

الدراسة في جدول العينة

الوصف السلوكي لمتغيرات الدراسة في دول العينة

للمدة من (2015-2003)

تمهيد

تزايد الاهتمام بتراكم الاحتياطات الدولية لمعظم الدول العالمية، ولاسيما في العقدين الاخيرين بصورة كبيرة، على رغم من اختلاف الأسباب والدوافع وراء ذلك، الا ان نمو هذه الاحتياطات وطلب عليها أشر ارتفاع متزايد لهذه الظاهرة، إذا استخدمت البلدان بمختلف توجهاتها الاقتصادية الطرائق التي تدفع نحو تراكم وحياسة تلك الاحتياطات، وكذلك البحث عن العوامل المؤثر في تكوين تلك الاحتياطات، مما دفعها لتبني سياسات اقتصادية تلائم تلك الأهداف ، ومن خلال هذا الفصل سوف يتم التعرف على إدارة تلك الاحتياطات الدولية لدول عينة الدراسة (اليابان ،البرازيل ، العراق) اذا مثلت اليابان خلال مدة البحث احد نماذج الدول المتقدمة ، في ما مثلت البرازيل احد الدول الناهضة ، و كان العراق احد نماذج الدول النامية ،والتعرف في كيفية إدارة تلك الدول لاحتياطاتها وماهي السياسات النقدية والمالية التي تبنتها للوصول الى أهدافها المرسومة

المبحث الأول

تجربة اليابان للمدة 2003- 2015

1-1- لمحة على الواقع الاقتصادي الياباني

An overview of the Japanese economic reality

هنالك العديد من الملامح عن الاقتصاد الياباني ، ومن أبرز النقاط الظاهرة للعيان هي طموح الشركات المحلية الى النمو والتطور بدلا من تراكم الأرباح، فضلا عن النمط السلوكي الذي يمتاز به افراد المجتمع العاملين باستبعاد أوقات الفراغ من حساباتهم، كذلك يعد عامل الادخار مرتفعا بصورة عالية لديهم، ويبرز مفهوم الاقتصاد الرأسمالي على السطح بصورة أكثر وضوح لجمهور، والواقع ان الاقتصاد الياباني هو اقتصاد يقاد ضمن مناهج واستراتيجيات مخططة وان جميع الاعمال تحكمها أنظمة وقوانين حكومية واسعة، ويفسر الاقتصاد المغلق امام الواردات العامل المهم في عدم توازن ميزان المدفوعات ،والمعكوس بالإيجابية لصالح اليابان وبالسلبية على الشركاء التجاريين الخارجيين (Flath,2014:1).

على رغم من تبني الاقتصاد الياباني التحول نحو اقتصاد السوق ، الا انه اختلف عن الدول الأخرى في هذا المنحى ، فلم يكن التحول جذري كما حدث في دول الشيوعية السابقة ، وانما كاد ان يكون بطريقة دراماتيكية ، وقد تنامي هذا التوجه بصورة اكثر وضوح ستينات القرن الماضي ، اذا انتج في ما بعد ثاني اكبر اقتصاد في العالم بعد الولايات المتحدة (Alexander,2003 :1) على رغم من كونها احد البلدان التي تعاني من ندرة الموارد الطبيعية، وانحسار المناطق الجغرافية الصالحة للزراعة فضلا عن تعرضها للكوارث الطبيعية التي تسببها مثل الزلازل والبراكين ، وهذا ما حفز اليابان في استغلال الأمثل لموردها الوحيد وهو الثروة البشرية اذا تتجاوز

125 مليون نسمة ، والتي تساعدها من تحقيق أهدافها بتوفير حياة كريمة لمواطنيها بالإضافة موارد التصنيع من المواد الأولية والمالية (حسان،2011: 144) واستطاعت ان تحافظ على فائض الحساب الجاري اذ بلغ عام 2007 لمستوى 211 مليار دولار وادنى مستوى ادخار 23% عام 2009 (علي ، 2010: 4) وتمتلك اليابان نظام ماليا قائم على المصارف، وتمتاز المصارف التقليدية بدور أكثر أهمية في التأثير في الاقتصاد من سوق الأوراق المالية، ويمتاز هذا النظام المصرفي بالتعقيد نوعا ما مع مجموعة واسعة من أنواع مختلفة من القطاع الخاص، والبنوك التعاونية والبنوك العامة، وجميعها تؤدي الى مجموعة من الأعمال المصرفية الرئيسية او الخاصة، فضلا عن مؤسسات الودائع و هي بنوك المدينة وأكبر بنك عام هو بنك الادخار البريدي الذي يمتلك بفروع كثيرة ويحظى بأكبر عدد من الزبائن المحليين (Casu et al ,2006: 412).

1-2- إدارة الاحتياطيات الدولية في اليابان

International Reserves Management in Japan

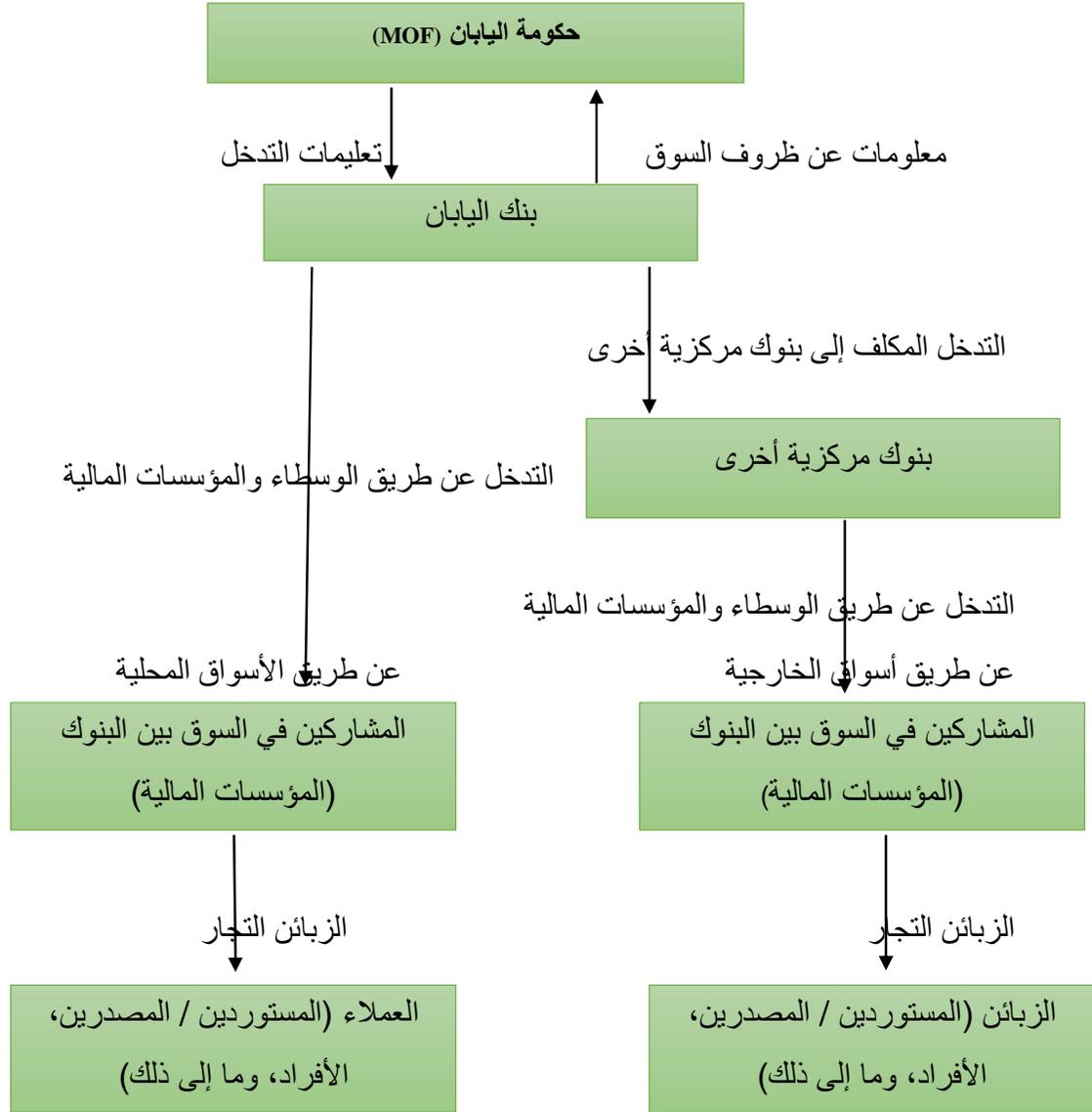
يتولى المكتب الدولي ضمن وزارة المالية اليابانية بإدارة النقد الأجنبي والاحتياطيات الدولية الأخرى وفق برامج واستراتيجيات تدعم استقرارها، عن طريق تعديل ميزان المدفوعات، تعديل الحساب الخاص بالصراف الأجنبي، وجميع المسائل المتعلقة بصراف الأجنبي، فضلا عن إدارة القرو □ والاستثمارات الخارجية ، وضمن توزيع هيكل إدارة المكتب الدولي قسم مراقبة العملة الأجنبية الخاص بمتابعة الاحتياطيات الدولية من العملة الأجنبية ومن ضمنها المراقبة اليومية لتقلبات سعر صرف وجميع العمليات المتعلقة بإدارة العمليات الخارجية الأجنبية و بالدراسات والبحوث الخاصة بإدارة الاحتياطي الأجنبي(www.mof.go.jp)،وقد أكلت مهمة إدارة الاحتياطيات الدولية منذ عام 1952 الى وزارة المالية التي أصبحت مسؤولة عن مراقبة الاحتياط النقد الأجنبي وإدارة الحساب الخاص بها ، وإدارة ومراقبة الاستثمار الخارجي ، فيما يقوم للبنك المركزي بعمله الروتينية للحكومة بصفته وكيل للحكومة الوطنية في تسير اعماله المالية (Yongzhong,2009:14)، وعند عدم استقرار سعر صرف الين في أسواق الصراف الأجنبية وفقا لمعلومات ومعطيات مؤكدة وحقيقية تأمر الحكومة ممثلة ب (وزير المالية) بنك اليابان المركزي بصفته وكيل للحكومة اليابانية بالتدخل في سوق الصراف عن طريق بيع وشراء العملة المحلية الين مقابل العملات الأجنبية ، ويتخذ عر □ النقد من العملات المحلية كأساس في عملية التدخل ، أي بيع وشراء الين امام باقي العملات الأخرى فضلا عن الأصول الأجنبية المصدرة من الحكومة المحلية ، وتستخدم الحكومة الاحتياطيات الدولية لمقابلة تقلبات أسعار صرف العملة المحلية و كذلك لسداد الديون الخارجية او عند حدوث أي أزمات أخرى (Ginkō,2004: 210) .

وإذا ما اخذ بالحسبان الين كعملة دولية أيضا فان الطلب على هذا العملة لن يكون محدودا بالطلب المحلي وانما يمتد الى الطلب الدولي عليها، مما يجعلها تحت ضغط الطلبين المحلي والدولي معا، وهذا ما يدفع السلطات النقدية الى وضع استراتيجيات محكمة لغير □ ضبط سعر الصراف لعملتها في سوق الصراف الأجنبي بالطريقة التي توازن ما بين الاستقرار المحلي والممتد الى التوازن الخارجي (Pomorski. et. al,2014:2)، ويوضح المخطط (3) عملية تدخل البنك المركزي في سوق الصراف بعد استلام تعليماته من وزارة المالية ، ويكون بطريقتين اما عن طريق الأسواق المحلية عبر المؤسسات المالية وصولا الى تجار العملة او عن طريق بنوك مركزية خارجية وصولا الى تجار العملة في ذلك البلد ، على رغم من توسط البنك المركزي لهذه

العملية كونه الوكيل عن الحكومة لتسيير اعمالها ، الا اننا نجد ان الاستراتيجيات المتبعة تكون وفق تعليمات وزارة المالية كونها المسؤولة عن إدارة الصرف الأجنبي ، ويكون التدخل مبني على معلومات دقيقة ومؤكدة والتي عادة ما يقوم بها القسم الخاص بمتابعة الاحتياط الصرف الأجنبي .

المخطط 3

العملية التشغيلي لتدفق التدخلات في سوق الصرف الأجنبي في اليابان



Source: Ginkō, Nihon, **Functions and operations of the Bank of Japan**, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2004,p210

1-3- تطور الاحتياطات الدولية في اليابان للمدة 2003-2015

The development of international reserves in Japan for the duration
2003-2015

تتشكل الاحتياطات الدولية في اليابان من العناصر المتعارف بها عالميا وحسب ما ورد بها صندوق النقد الدولي في تعريفاته من أصول اجنبية متنوعة سائلة والذهب فضلا عما في حيازتها من SDR وكذلك موقف البلد لدى صندوق النقد الدولي وكما يوضح الجدول (2)، إذا يتضح من خلال متابعتنا لمدة الدراسة الى العناصر المكونة للاحتياطات كانت نسبة تشكيلها الى الاحتياطات الكلية وحسب كل عنصر، اذا كانت نسبة SDR الى اجمالي الاحتياطات تتراوح (0.020 , 0.003) ، فيما شكل الموقف لدى صندوق النقد الدولي بنسبة تراوحت بين (0.010 , 0.013) ، وتراوحت نسبة الذهب (0.032 , 0.015) فيما تراوحت نسبة الأصول الاجنبية المتنوعة الى اجمالي الاحتياطات (0.979 , 0.941) ، فيما كانت نسبة النمو السنوي لأجمالي الاحتياطات بين (15.407 , -2.219) وشكل رقم (13) يوضح حركة نمو تلك الاحتياطات طول مدة الدراسة .

ولكون كثير من الباحثين والمؤسسات المالية بما فيهم صندوق النقد الدولي يهتم بالاحتياطات الدولية مستبعدا منها الذهب تحت بند Total Reserves minus Gold، فأنا سوف نعتمد في هذا البند بصورة أساسية في تحليل التغيرات التي تحدث للاحتياطات الدولية لليابان طول مدة الدراسة للدول المختارة.

من خلال الجدول (3) نجد ان نسبة التغير في الاحتياطات الدولية وباقترا □ سنة 2003 هي سنة الأساس لمدة الدراسة ، نجد ان تغير الاحتياطات كان في تصاعد تدريجي عن السنة الأساس او السنة السابقة لأغلب مدة الدراسة وصولا الى 1,258,172 مليار دولارا اذا سجلت اعلى نسبة بمقدار 47.28 % عام 2011، اذا تعود هذه الزيادة إلى اتجاه السلطات المالية اليابانية لبيع الين في أسواق العملة لوقف ارتفاعه امام الدولار ، استخدمت السلطات المختصة مبلغا قياسييا يصل إلى 15.7 تريليون ين في المدة من 27 كانون الاول وحتى 28 كانون الثاني من تلك السنة في إطار تدخلها لخفض سعر الين المرتفع ودعم قيمة المنافسة التجارية لها امام التجارة الخارجية، فيما كان هنالك انخفا □ بسيط لسنوات بعد 2011 ولغاية 2015 .

إذا كانت نسبة تغير الاحتياطات الدولية 20.46 % لسنة 2004، وهي نفس نسبة تغير سنة الأساس ويعود ذلك الى التوسع النقدي لتلك السنة وتحسن سعر صرف الدولار والذي يمثل قيمة النسبة الاغلب من الاستثمارات المالية، بالإضافة ارتفاع المتوسط السنوي لأسعار الفائدة في الأسواق قصير الاجل، إذا بلغت الاحتياطات الدولية عند تلك السنة 833,891 مليار دولار.

وسجلت نسبة التغير السنوي للاحتياطات الدولية لعام 2005 بمقدار 0.05 % عما كانت عليه في عام 2004 ولسنة الأساس 20.50 % وبلغت 834,275 مليار، على رغم عند هذا الرقم احتلت اليابان المرتبة الأولى عالميا حين ذاك لحيازة الاحتياطات الدولية، الا ان ذلك اقل مما كان لنسبة النمو في سنة 2004، وهذا بطبيعة الحال يعود لتراجع النمو الاقتصادي العالمي والمنعكس في نمو التجارة العالمية في السلع والخدمات والذي بلغ 7,4 % مقابل 10,6% للعام السابق.

واستمر تغير الاحتياطات لسنة 2006 فكانت نسبة التغير السنوي 5.16 % على رغم انها نسبة اعلى من سنة 2005 وكذلك مثلت 24.60 % الى السنة الأساس 2003، الا ان هذا النمو لم

يدعم اليابان لتكون بالمركز الأول من حيث الاحتياطيات وأصبحت بالمركز الثاني، ويعلل ذلك الى انخفا □ القيمة السوقية للأصول المقومة بالعملة الأجنبية متأثرة بارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة وأروبا إذا شكلت نسبة الأوراق المالية داخل الاحتياطيات الدولية 84% من إجمالي الاحتياطيات.

سجل عام 2007 تغير في الاحتياطيات الدولية السنوي بمقدار 7.67 % وعن السنة الأساس 30.38% اذا وصل مقدار الاحتياطيات 952,784 مليار دولار واستمرت اليابان بالمحافظة على المركز الثاني من حيث حيازتها للاحتياطيات الدولية ، ويعزى سبب ذلك الى ارتفاع أسعار الفائدة للأوراق المالية الأجنبية ولاسيما الامريكية والاوربية منها والتي تشكل نسبة عالية من حيازة وزارة المالية اليابانية فضلا عن ارتفاع المتراكم من عملة اليورو بالمقارنة مع الدولار الأمريكي ، وشكلت الحيازة من الأوراق المالية الأجنبية حوالي 86 % من قيمة الاحتياطيات وبلغت قيمتها حوالي 778.5 مليار دولار.

ولم يختلف الحال عن السنوات السابقة لسنة 2008 ، اذا نمت الاحتياطيات اليابانية السنوية 5.61 % فيما كان ذلك التغير لسنة الأساس 34.29% وبلغت 1,009,365 مليار دولار وهو الرقم الذي تجاوزه به الاحتياطيات الدولية اليابانية حاجز الترليون دولار ويعود سبب هذا النمو الى ارتفاع الأصول المقومة بالدولار والتي تمثل النسبة الأكبر من الاستثمار للاحتياطيات اليابانية اذا بلغت نسبتها 86% في هذه السنة وكانت قيمتها 865,267 مليار دولار، اذا انخفضت العملة الأوروبية اليورو امام الدولار الأمريكي من 1.4093 الى 1.4673.

فيما بلغ معدل التغير السنوي 1.26 % لعام 2009 ومعدل نمو الى السنة الأساس 35.11% وبلغت 1,022,236 مليار دولار ، وبهذا المقدار حافظت اليابان على المرتبة الثانية من حيث تراكم الاحتياطيات عالميا ، ويعود سبب هذا الارتفاع الى المكاسب من قيمة حيازة اليابان لسندات الامريكية ، كذلك ارتفاع في قيمة الأصول بعملة اليورو والتي سبق وان قيمتها الى الدولار ، اذ بلغت حيازة اليابان ما قيمته 921,286 مليار دولار امريكي من الأوراق المالية الأجنبية والتي شكلت نسبة 90% من إجمالي الاحتياطيات و84,20 من الودائع بالعملة الأجنبية داخل وخارج البلد .

وحافظت اليابان على المرتبة الثانية عالميا في 2010 في حيازة الاحتياطي الأجنبي إذا نما الاحتياطي الدولي السنوي 3.70% في حين بلغ لسنة الأساس 37.51% اذ بلغت قيمتها لتلك السنة 1,061,490 مليار دولار ويعود سبب هذا الارتفاع بنسبة كبيرة الى المكاسب الكبيرة التي تحقق من حيازة السندات الامريكية بالإضافة ارتفاع نسبة العائدات من الاستثمار الخارجية نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة وشكلت الاستثمار الخارجية نسبة 92% اذا بلغت قيمتها 987,801 مليار دولار وجميعها مصدر خارج اليابان.

سجل نمو الاحتياطي الأجنبي لعام 2011 في اليابان أكبر نمو خلال مدة الدراسة إذا بلغ معدل النمو السنوي 15.63% ومعدل نمو الى السنة الأساس 47.28% وقد بلغت قيمة الاحتياطيات لتلك السنة 1,258,172 مليار دولار ويعلل سبب ذلك الى تدخل الحكومة اليابانية لوقف ارتفاع الين امام العملات الأجنبية الأخرى عندما قامت بشراء العملة الأجنبية مقابل بيع الين الياباني وبلغت نسبة الاستثمارات في الأوراق المالية 92% وجميعها مصدرة خارج اليابان.

ولأول مرة خلال مدة الدراسة تنخفض الاحتياطيات الأجنبية من الصرف الأجنبي في عام 2012 بمعدل سنوي (-2.53%) وكانت نسبة الاحتياطيات الى السنة الأساس 45.95% بعد ان كانت 47.28 % لسنة السابقة ويعزا سبب هذا الانخفا □ الى تدخل الحكومة اليابانية بمبلغ مقداره

94 مليار دولار للمحافظة على استقرار سعر الين ، فضلا عن القرو □ الممنوحة لبنك اليابان التعاوني الدولي الحكومي من الخطوات التي ساهمت في انخفا □ قيمة الاحتياطيات اليابانية من العملات الأجنبية و ارتفعت حصة الاستثمارات في الأوراق المالية الأجنبية الخارجية الى 93% من اجمالي الاحتياطيات .

الجدول 2
مكونات الاحتياطيات الدولية لليابان
للمدة 2003-2015

السنة	SDR	لدى الصندوق الدولي	الذهب	أصول اجنبية	اجمالي الاحتياطيات
2003	2,776	7,733	10,241	652,790	673,540
2004	2,839	6,789	10,776	824,264	844,668
2005	2,584	2,877	12,621	828,813	846,895
2006	2,812	1,934	15,639	874,936	895,321
2007	3,033	1,395	20,580	948,356	973,364
2008	3,032	2,658	21,281	1,003,674	1,030,645
2009	20,968	4,313	27,161	996,955	1,049,397
2010	20,626	4,608	34,695	1,036,256	1,096,185
2011	19,745	17,178	37,666	1,221,249	1,295,838
2012	19,910	13,659	40,939	1,193,578	1,268,086
2013	20,130	14,164	29,560	1,202,924	1,266,778
2014	18,896	11,958	29,504	1,200,156	1,260,514
2015	18,047	9,471	26,134	1,179,501	1,233,153

نسبة كل عنصر الى اجمالي الاحتياطيات

السنة	النسبة الى الاحتياطيات	النسبة الى الاحتياطيات	النسبة الى الاحتياطيات	النسبة الى الاحتياطيات السنوية %	نسبة التغير في الاحتياطيات
2003	0.0041	0.011	0.015	0.969	0
2004	0.003	0.008	0.013	0.976	25.41
2005	0.003	0.003	0.015	0.979	0.26
2006	0.003	0.002	0.017	0.977	5.72
2007	0.003	0.001	0.021	0.974	8.72
2008	0.003	0.003	0.021	0.974	5.88
2009	0.02	0.004	0.026	0.95	1.82
2010	0.019	0.004	0.032	0.945	4.46
2011	0.015	0.013	0.029	0.942	18.21
2012	0.016	0.011	0.032	0.941	-2.14
2013	0.016	0.011	0.023	0.95	-0.10
2014	0.015	0.009	0.023	0.952	-0.49
2015	0.015	0.008	0.021	0.956	-2.17

*المبالغ بملين الدولارات الامريكية

*الجدول من اعداد الباحث استنادا الى تقارير IMF لسنوات متعددة

على رغم من ارتفاع المعدل السنوي بنسبة (0.81 %) لعام 2013 عن السنة التي سبقتها وبنسبة نمو الى السنة الأساس (46.39%) ولكن كلا النسبتين هي اقل مما كان عليه لسنة 2011

ويعزى سبب هذا الارتفاع لنفس السنة المالية الى مكاسب التقييم في حيازة الحكومة من الأصول التي يهيمن عليها اليورو بالدولار بسبب ارتفاع قيمة اليورو الى الدولار فضلا عن ارتفاع أسعار الذهب العالمية بالمقابل دفعت قوة الين مقابل الدولار الكثير من المستثمرين الى بيع الأصول الموجهة للتصدير وحافطة نسبة الأوراق المالية من اجمالي الاحتياطيات على معدلها .

وسجل عام 2014 انخفاضا بنسبة سنويا (-0.50%) فيما كان النمو لسنة الأساس 46.12% على رغم من هذا التراجع الا ان اليابان مازالت تحافظ على المركز الثاني عالميا في حيازة الاحتياطيات الدولية، ويعزى سبب هذا التراجع الى انخفا □ القيمة السوقية للسندات التي تمتلكها الحكومة اليابانية متأثر بارتفاع أسعار الفائدة طويلة الاجل في الولايات المتحدة وأروبا على رغم من ارتفاع الين الا ان الحكومة لم تتدخل في سوق الصرف الأجنبي كما فعلت عام 2011 وارتفعت نسبة الحيازة من أوراق المالية الخارجية الى 93.5% .

واستمر انخفا □ الاحتياطي الدولي الياباني لسنة 2015 وبلغ نسبة التغير (-1.99%) عن السنة السابقة، في حين بلغ معدل التغير لسنة الأساس 45.05%، ويرجع السبب بشكل رئيس إلى انخفا □ قيمة الأصول المحددة باليورو من حيث قيمتها بالدولار بسبب انخفا □ العملة الأوروبية المشتركة مقابل الدولار بالمقابل كانت نسبة الحيازة من الأوراق المالية الخارجية 90.5% وهي اقل مما كانت عليه في السنة السابقة.

ومن خلال متابعتنا لمدة الدراسة نجد ان الحكومة تدخلت مرتين في سوق الصرف لكبح ارتفاع قيمة الين لعامي 2004-2011، في حين كان اغلب التغيرات في قيمة الاحتياطيات الدولية اليابانية يعود الى القيمة السوقية للأصول الأجنبية التي تمتلكها الحكومة اليابانية والتي أيضا تعود الى تقلب أسعار العملات المقيمة لتلك الأصول امام العملات الاخرة.

الجدول 3

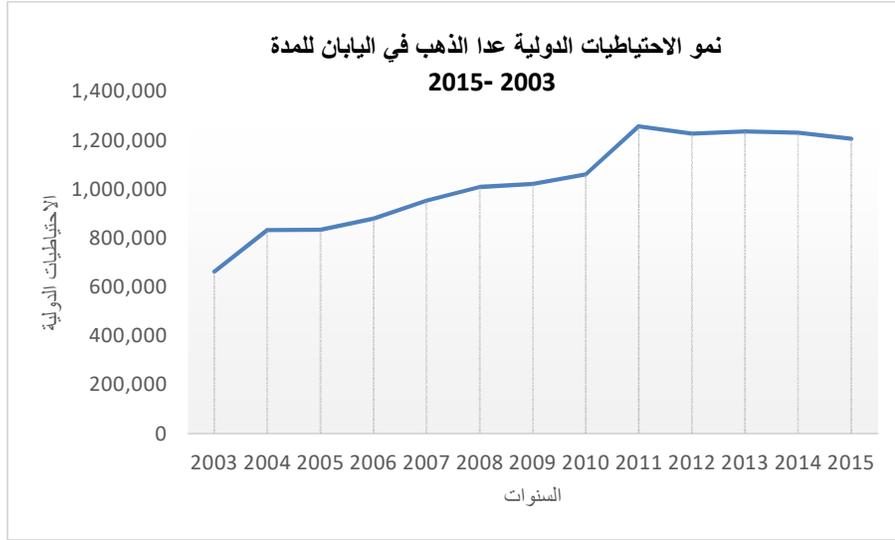
نمو الاحتياطيات الدولية عدا الذهب في اليابان للمدة 2003-2015

السنة	الاحتياطيات عدا الذهب	التغير السنوي %	التغير الى السنة الأساس %
2003	663,289	-	-
2004	833,891	20.46	20.46
2005	834,275	0.05	20.50
2006	879,682	5.16	24.60
2007	952,784	7.67	30.38
2008	1,009,365	5.61	34.29
2009	1,022,236	1.26	35.11
2010	1,061,490	3.70	37.51
2011	1,258,172	15.63	47.28
2012	1,227,147	-2.53	45.95
2013	1,237,218	0.81	46.39
2014	1,231,010	-0.50	46.12
2015	1,207,019	-1.99	45.05

*الأرقام بملايين الدولار الأمريكي

* الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على نشرات IMF لسنوات متعددة

$$r = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} * 100 \text{ - الصيغة الآتية:}$$



الشكل 13

* الشكل من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول 3

على رغم من انخفا □ قيمة الدولار الى اليورو في معظم الأحيان و الذي يأتري سلبي في الاحتياطيات الا ان ذلك اقل خطورة من انخفا □ الصادرات الى الولايات المتحدة ، اذا ان الأخير يؤول الى ارتفاع البطالة وارباك للوضع الاقتصادي الداخلي ، و تشكل نسبة الأوراق المالية الأجنبية والمصدرة خارج اليابان ضمن الاحتياطيات الدولية اليابانية نسبة تراوحت 84%-93% خلال مدة الدراسة ، فضلا عن سلوك السياسات النقدية للدول المؤثرة ولاسيما الولايات المتحدة وأروبا عن أسعار الفائدة سواء كانت القصيرة منها او الطويلة، الا ان هذا لا يخفي النمو الكبير اذا مقارنة بالسنة الأساس للدراسة، اذا بلغ 44.75% سنة 2015 عن ماهي عليه لسنة 2003 ، وكانت قيمتها 1,207,019 مليار دولار ، وهي ثاني دولة بعد الصين تعبر حاجز الترليون دولار .

4-1- تغيرات سعر الصرف Exchange rate changes

وخلال مراقبة تغيرات سعر الصرف لمدة الدراسة نلاحظ ان اعلى تغير سنوي لسعر الصرف الين امام الدولار الأمريكي كان (-20.39%) لعامي 2007-2008 ، اذا انخفض سعر الصرف الين امام الدولار من 114.000 الى 90.750 في حين كان اعلى سعر صرف للين امام الدولار عام 2012-2013 بنسبة تغير سنوي 21.66% اذا اصبح 105.300 بعد ان كان 86.550، اما اعلى نسبة تغير لسعر صرف الين امام الدولار لسنة الأساس 2003 كان (-27.43)% في عام 2011 اذا اصبح سعر صرف الين امام الدولار 77.720 بعد ان كان 113.7 سنة 2003 وهي السنة التي تدخلت بها الحكومة لخفض قيمة الين ورفع سعر الصرف امام الدولار الأمريكي ، في حين كان ادنى تغير سنوي هو (-0.12%) هو لعام 2015 اذا اصبح 120.5 بعد ان كان 120.64 في عام 2014 ، وعادة ما ترغب السلطات اليابانية المختصة برفع سعر الصرف لعمليتها المحلية

امام الدولار الأمريكي ، وخفض القوة الشرائية امام الأخير تعني زيادة حدة التنافس للصادرات اليابانية في الأسواق العالمية بصورة عامة ، والأسواق الامريكية على وجه التحديد، وهذا ما يفسر سلوك سعر صرف الين الياباني امام الدولار طيلة مدة الدراسة عدا مدة السنوات 2008-2012، ويوضح الجدول (4) نسبة التغير لسعر الصرف طيلة مدة الدراسة ، كذلك الشكل 4 لحركة سعر صرف الين امام الدولار الامريكي.

الجدول 4

التغيرات في سعر صرف الين الياباني امام الدولار الأمريكي وتأثيره على الصادرات في اليابان للمدة من 2004-2015

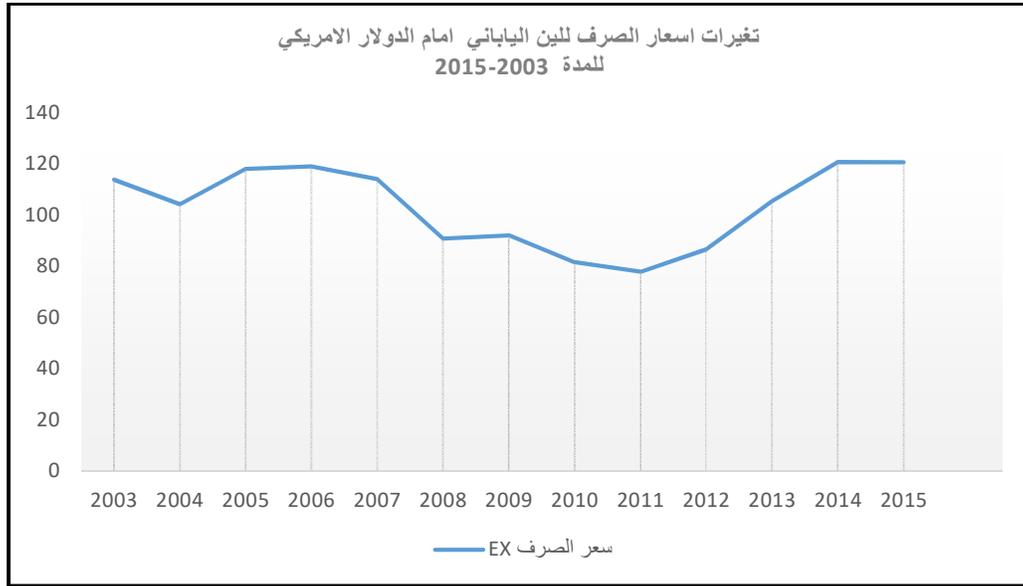
السنة	سعر الصرف	التغير السنوي %	التغير لسنة الأساس	الصادرات	التغير السنوي %
2003	107.1	-	-	54548	-
2004	104.12	-2.78	-2.78	61170	12.14
2005	117.97	13.3	10.15	65657	7.34
2006	118.95	0.83	11.06	75246	14.6
2007	114	-4.16	6.44	83931	11.54
2008	90.75	-20.39	-15.27	81018	-3.47
2009	92.06	1.44	-14.04	54171	-33.14
2010	81.45	-11.53	-23.95	67400	24.42
2011	77.72	-4.58	-27.43	65546	-2.75
2012	86.55	11.36	-19.19	63748	-2.74
2013	105.3	21.66	-1.68	69774	9.45
2014	120.64	14.57	12.64	73093	4.76
2015	120.5	-0.12	12.51	75614	3.45

*سعر الصرف للين الياباني امام كل 1 دولار الأمريكي

*الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات IMF لسنوات متعددة

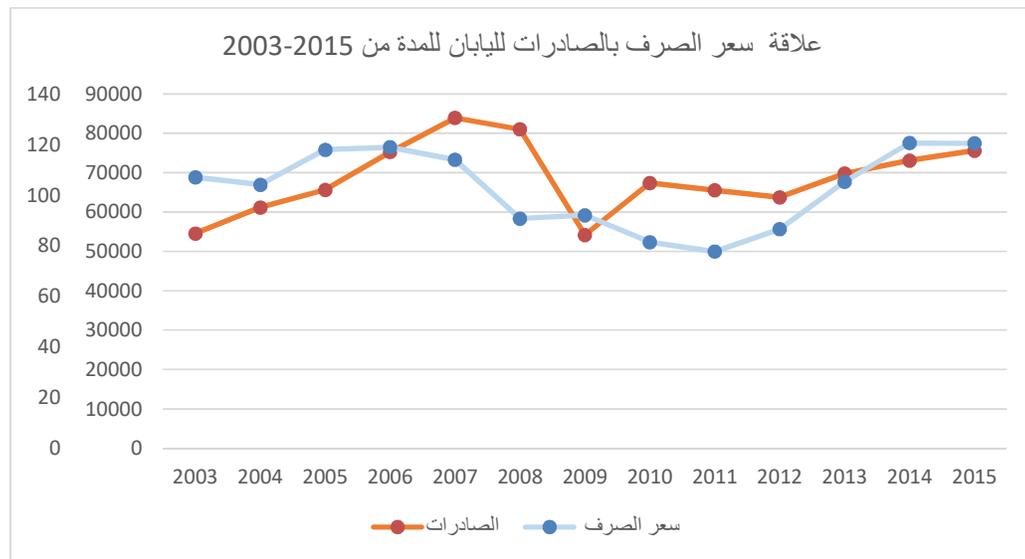
اذ يلاحظ انعكاس سعر الصرف بصورة واضحة في القدرة التنافسية للصادرات اليابانية، إذا تفسر السنوات الخمس الاولى ان هنالك تناسب عكسي بين الصادرات وسعر الصرف لنفس السنة، ويستثنى من ذلك الهبوط الحاد لعام 2009 بسبب الازمة المالية العالمية، ولكن الصادرات اليابانية ما برحت ان تعافه مرة أخرى لاسيما بعد 2009، وكان واحد من تلك الأسباب هي التسهيلات الشديدة للسياسة النقدية التي اتخذتها اليابان، بالإضافة لتدخل في سوق الصرف الأجنبي لمنع ارتفاع الين امام الدولار، ولكن الامر الملفت ان اليابانيون يعملون في تخفيض انتقال تغيرات سعر الصرف في الصادرات اليابانية ، وكان ذلك عن طريق اتباعهم سياسة أسعار السوق والمدة طويلة من اجل الحفاظ استقرار الأسعار في الأسواق الخارجية ، فضلا عن احتواء تقلبات أسعار الصرف عن طريق تغير في هوامش الربح والتي تخفض من تأثير تغيرات سعر الصرف في الواردات ، كما يعد لتوسع الصناعي الياباني الخارجي التأثير الواضح عن طريق توسع الشركات اليابانية خارج الحدود للإفادة من كلفة العمالة الخارجية، فضلا عن الطلب المتزايد لنفس الدول في

المنتجات اليابانية، وتعد هذه الخطوات الأخيرة من الخطوات المهمة التي ساعدة في خفض تأثير سعر الصرف الصادرات لاسيما في الاجل القصير ويوضح الشكل البياني (15) تأثير سعر الصرف في الصادرات .



الشكل 14

* المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد الجدول رقم 4



الشكل 15

* المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد الجدول 4

5-1- تغيرات عرض النقد Money supply changes

ومن خلال تتبع الجدول (5) تطور عرض النقد في اليابان لمدة الدراسة، نجد عرض النقد بأنواعه M1, M2, M3 كان ينمو بصورة متفاوتة، إذ كان التغير عند M1 متقلب يصوره حادة فقد تراوحت بين (-0.96% , 5.36%) ، فيما كان M2 ينمو بصورة تصاعدية بين (0.92% ، 3.56%) ، فيما كان M3 أيضا يتراوح (-0.43% , 3.28) .

تدخلت الدول الآسيوية بضمنها اليابان عام 2004 في أسواق الصرف من أجل الحد من ارتفاع قيمة عملاتها عن طريق شراء الأصول الأجنبية ولاسيما السندات العمومية الأمريكية، وساهمت هذه الخطوة في دعم المنافسة للصادرات اليابانية، فضلا عن تطوير الصناعة المحلية، في حين انعكست هذه الخطوة بارتفاع الاحتياطيات الدولية من حيازة تلك الدول، وخفض سعر الفائدة في الاجل الطويل، واستمرت السياسة النقدية في تبني سعر الفائدة الصفري لسنة 2005 لذلك نجد ان نمو عرض النقد لمجموعته الثلاث نمت بصورة إيجابية برغم من وضوح ذلك بصورة كبيرة في M1 .

فيما انخفض هذا النمو بصورة واضحة في عام 2006 بعد ان تخلى البنك المركزي عن سياسة الفائدة الصفري وما تسمى السياسة النقدية فائقة المرونة، ولترتفع أسعار الفائدة الى 0,25% في ظل الانتعاش الاقتصادي الياباني والاستقرار النظام المالي، على رغم من ارتفاع سعر الفائدة من لدن البنك المركزي الى 0.5%.

الا ان عرض النقد مازال مستمر بالنمو بصورة ضئيلة لا تتناسب والسياسة النقدية المستهدفة لعام 2007، وقد استخدمت اليابان طرائق جديدة لمعالجة الركود ، والتي صنفت فيما بعد باسم (التسهيلات الكمية) او (التوجه المسبق لأسعار الفائدة) ، ويندرج ضمن التسهيلات الكمية شراء واسع للأصول في الأسواق المتعثرة والأسواق العادية ، ويمثل الأول اهتمام نحو أصول معينة ، اما الثاني فيهتم بالموجودات الخاصة بحجم ميزانيته ، وان المبرر الأساس في استخدام هذه الإجراءات يعود لوجود مشكلة انية في الأسواق المالية ، ولاسيما في الأسواق قصيرة الاجل ، كما تعد القروض الممنوحة من لدن البنك المركزي في احتواء مخاطر تلك الأسواق ، نوع من أنواع الائتمان.

وتأثر عرض النقد بالأزمة المالية عام 2008 ولاسيما بعد ان تقدم فرع المصرف الأمريكي في اليابان (ليمان بروذرز جابان انكوربريتد) بطلب الحماية من الدائنين لدى المحكمة في طوكيو حيث يعد ثاني اكبر افلاس في اليابان من حيث الديون منذ الحرب العالمية الثانية، مما دفع البنك المركزي الياباني لضخ كمية عالية من السيولة الى أسواق المال ، اذا بلغ إجمالي السيولة النقدية التي ضخها بنك اليابان المركزي منذ إشهار إفلاس بنك ليمان برادرز الاستثماري الأمريكي 24.3 تريليون ين. ، ويتخوف المراقبون من ان افلاس مصرف ليمان سيترتب عليه آثار مدمرة في الأسواق العالمية وقد يؤدي الى بيع الموجودات المتعثرة للشركة بأسعار بخسه الامر الذي قد يتسبب بهبوط أسواق السندات والعقارات، اما التحرك الطفيف جاء بعد ضخ البنك الياباني حوالي 20 تريليون ين عن طريق شراء سندات حكومية وجاء هذا التدخل لكبح ارتفاع سعر صرف الين

امام الدولار ، فضلا عن الاعتماد على الانفاق الحكومي في اعمار ما دمره الزلزال المدمر للبلد في تلك السنة .

اما التغيرات في عر □ النقد لعام 2010 فيعود الى تبني الساسة النقدية اليابانية لسياسة عالية المرونة، الامر الذي دفع الى انخفا □ الين وارتفاع العقود الأجلة لسندات الحكومية، وتأثير التسيير الكمي بصورة واضحة في عر □ النقد لتلك السنة عن طريق شراء الأصول الحكومية في خطوة طارئ لتعزز الثقة بالسياسة النقدية التي هدفت الى إنعاش الاقتصاد الياباني، فضلا عن تحفيز الاقتصاد لغر □ اعمار ما خلفه الزلزال الذي يحتاج الى قفزة مالية كبيره كي تساعد في تحفيز القطاعات في المساهمة بتلك العملية.

واستمر هدف السياسة النقدية في تقديم التسيير الكمية للوصول الى التضخم المستهدف بنسبة 2% في ظل تراجع أسعار المستهلك وانخفا □ مستوى الطلب العالمي في الصادرات اليابانية لعام 2012، فضلا عن تزايد التوقعات بانخفا □ أرباح الشركات اليابانية ، ويرجح الكثير ان من أسباب الفجوة بين الناتج المحلي وعر □ النقد ، هو بكون التوسع النقدي موجه نحو توسيع سندات الحكومة الذي بالعادة مخصص للأعمال العامة ، والتي غالبا ما يكون تأثيرها الاقتصادي اقل مما هو عليه في الاستثمارات الخاصة ، فضلا عن أسلوب التعاقدات مع العاملين بدلا من التوظيف الدائم ، الامر الذي انعكس سلبا لدى الاسر في خفض انفاقهم ، وامتداد ذلك التأثير الاقتصاد بصورة عامة ليكون الناتج المحلي تحت ضغط الانكماش .

واستمرت السياسة النقدية على حالها عام 2013 بتسيير الكمي عن طريق شراء الأصول فضلا عن إبقاء معدل الإقرا □ غير المضمون دون تغير عند نسبة تتراوح 0.10- %، على رغم ذلك مازال الاقتصاد الياباني يعاني من انكماش برغم من ارتفاع الصادرات عما كانت عليه سابقا، ويعود ذلك الى ضعف الصادرات اليابانية متأثر بتباطئ الاقتصاد العالمي.

وقد انعكس التوسع النقدي في عام 2014 مسنودا بانخفا □ أسعار الفائدة الى اقترأ □ المستثمرين بالعملة اليابانية منخفضة التكلفة، ويستثمرون في عملات مرتفعة التكلفة، وهذا هو السبب الأساس وراء انخفا □ سعر الصرف للين امام الدولار، الامر الذي سوف ينعكس في التضخم المستهدف والذي بلغ 2.8% .

ولم يغير البنك الياباني من سياسته النقدية خلال عام 2015 مع اتخاذ بعض الإجراءات التحفيزية لتقليل تأثير أسعار النفط الهابطة من تباطؤ التضخم، ونلاحظ ان عر □ النقد طيلة مدة الدراسة هي كانت بهدف تحفيز الاقتصاد الياباني وفقا لظروف التي مرة به بالإضافة للوصول الى التضخم المستهدف والمحافظة عليه عند 2%، مقابل ذلك كان التوسع في عر □ النقد يقابله نمو في الاحتياطات الدولية نتيجة مبادلة الين بالعملات والأصول الأجنبية.

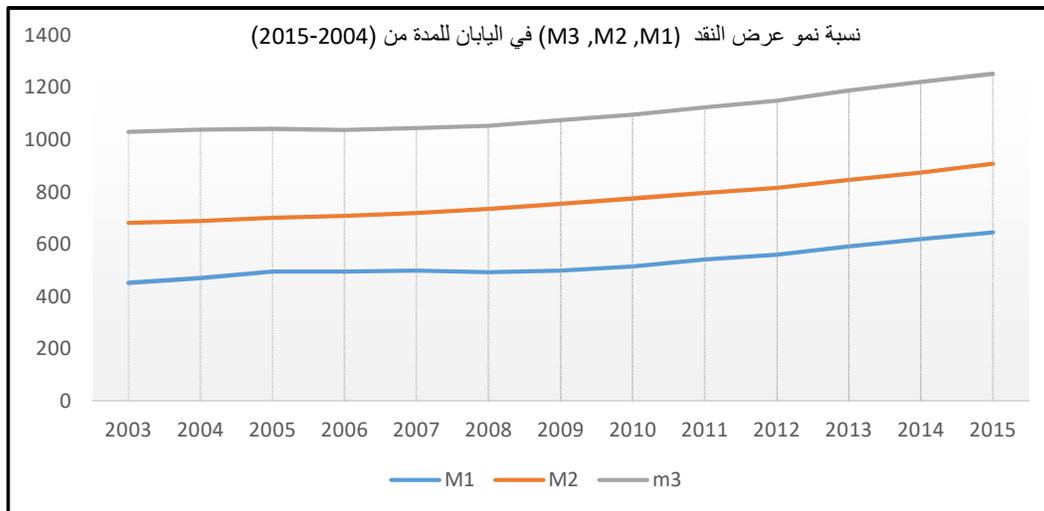
على رغم من استخدام البنك الياباني الى اليات تقليدية في انتقال السياسة نقدية عن طريق النظام المصرفي ولاسيما قناة سعر الفائدة ، الا انها لم تكن فعالة او ملموسة بشكل واضح ، اذا على رغم انخفا □ أسعار الفائدة للقرو □ الممنوحة الى المؤسسات المالية الغير مصرفية او البنوك الخاصة ، التي تكون محصلتها التوسع في الودائع عن طريق مضاعف الودائع ، ومن ثم توسع عر □ النقد داخل الاقتصاد بصورة عامة ، الا ان الوضع الاقتصادي الذي يعاني من الانكماش خلال هذه المدة لم يشجع تلك المؤسسات والبنوك في منح القرو □ بصورة واسعة لاسيما للأفراد والاسر والشركات والامر معكوس أيضا بتردد المقترضين أيضا من الاقترأ □ من تلك البنوك والمؤسسات غير مصرفية ، وهذا الامر بطبيعة الحال سوف ينعكس فيضعف في نمو

ع □ النقد بمستوياته الثلاث ومن البديهي سوف يكون اثره بشكل موازي في نمو الناتج الاسمي، ويوضح الشكل (16) نمو ع □ النقد في اليابان لمدى الدراسة .

الجدول 5
تغيرات عرض النقد في اليابان
للمدة من 2003-2015

ت	السنه	m1	التغير السنوي	m2	التغير السنوي	m3	التغير السنوي	نسبة التضخم
1	2003	451.82	0.00	682.58	-	1,029.98	-	-0.30
2	2004	470.91	4.05	688.93	0.92	1,037.71	0.74	0.01
3	2005	495.14	4.89	701.37	1.77	1,041.61	0.37	-0.30
4	2006	495.28	0.03	708.43	1.00	1,037.20	-0.43	0.30
5	2007	498.68	0.68	719.58	1.55	1,045.19	0.76	0.10
6	2008	493.92	-0.96	734.60	2.04	1,053.15	0.76	1.40
7	2009	498.57	0.93	754.49	2.64	1,074.26	1.97	-1.40
8	2010	515.31	3.25	775.39	2.70	1,095.02	1.90	-0.70
9	2011	541.4	4.82	796.61	2.66	1,123.51	2.54	-0.30
10	2012	560.28	3.37	816.53	2.44	1,148.62	2.19	-0.10
11	2013	592.04	5.36	845.97	3.48	1,187.63	3.28	0.30
12	2014	618.73	4.31	874.84	3.30	1,221.28	2.76	2.80
13	2015	646.05	4.23	907.13	3.56	1,252.30	2.48	-0.20
		النمو المركب	34.97	النمو المركب	28.06	النمو المركب	19.31	

*الجدول من اعداد الباحث اعتمادا على بيانات IMF لسنوات متعددة
* المبلغ بمليارات الين الياباني



الشكل 16

*الشكل من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول 5

1-6-1 كفاية الاحتياطات الدولية لليابان

ووفقا مع ما تم طرحه من مؤشرات الكفاية في الجانب النظري في المبحث الثالث من الفصل الأول يمكن قياس كفاية الاحتياطات الدولية للاقتصاد الياباني ومؤشرات التي تعد أساسية ومهمة لقياس مدة كفاية الاحتياطات الدولية الى (M3 ، M2 ، R/M)

1-6-1 مؤر R/M

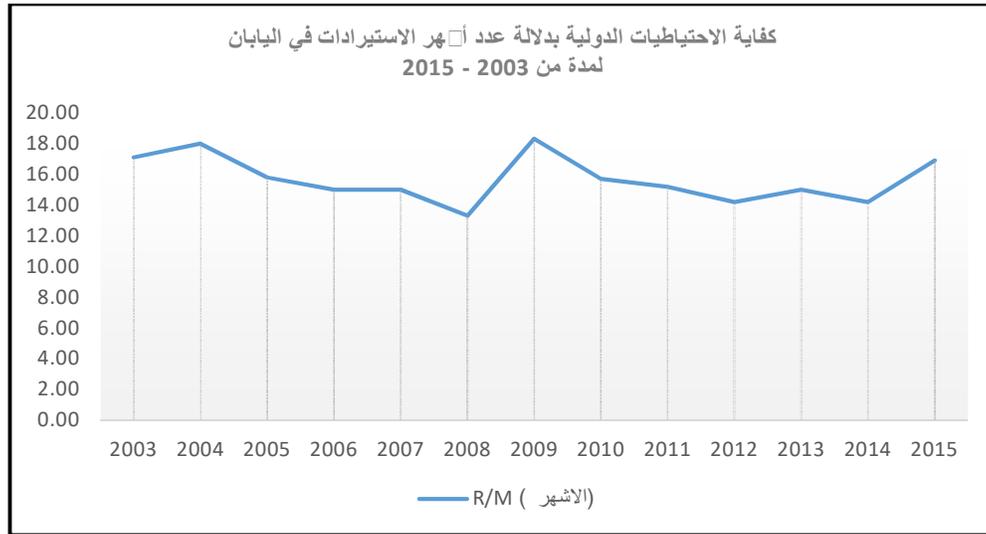
وكما أسلفنا ان المقدار الأمثل لهذا المؤشر هو تغطية الواردات لمدة ثلاثة أشهر على الأقل ووفق إحصائية (IMF) لعام 2016 والموضح في الجدول (6) يمكن ملاحظة اهم التغيرات لهذه النسبة خلال مدة الدراسة، نلاحظ ان معدل التغطية كان اعلى من المستوى المطلوب طيلة مدة الدراسة، وبلغت اعلى معدل لها 18.3 شهرا عام 2009 وأدنى مستوى لها 13.3 شهرا عام 2013 فيما بلغ معدل التغطية المتراكم لسنوات الدراسة 203.7 شهرا وبمعدل 15.67 شهر. وهي تؤشر في كفاية الاحتياطات الدولية بنسبة 2.6، 5.2 مره عن الحاجة الفعلية اللازمة لتغطية الواردات، كما ويضح الشكل (17).

الجدول 6

نسبة الاحتياطات الى الواردات لدولة اليابان

ت	السنة	عدد شهور التغطية	نسبة التغير
1	2003	17.1	-
2	2004	18	0.05
3	2005	15.8	-0.14
4	2006	15	-0.05
5	2007	15	0.00
6	2008	13.3	-0.13
7	2009	18.3	0.27
8	2010	15.7	-0.17
9	2011	15.2	-0.03
10	2012	14.2	-0.07
11	2013	15	0.05
12	2014	14.2	-0.06
13	2015	16.9	0.16
	المتراكم	203.7	
	المعدل	15.67	

*المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات IMF لسنوات متعددة



الشكل 17

* الشكل من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول 6

1-6-2- نسبة تغطية الاحتياطات الدولية الى عرض النقد (M2، M3)

مثلت نسبة التغطية للاحتياطات الدولية امام عرض النقد بالمعنى الواسع M2 نسبة عالية جدا، إذا مأخذنا بنظر الاعتبار بشكل موازي نمو عرض النقد M2 وشكلت اعلى نسبة التغطية خلال عام 2014 اذ بلغت 16,975,567 % مرة فيما كانت اقل نسبة تغطية هي عام 2003 اذا كانت 10,407,315 % فيما كان معدل التغطية لمدة الدراسة 13,591,686 %، بالتناظر مع مؤشر عرض النقد M3 كانت اعلى نسبة كذلك 2014 وبلغت 12,160,115 % وفيما كانت اقل نسبة تغطية هي كذلك في سنة 2003 اذا كان 6,897,052 % فيما بلغ معدل تغطية مدة الدراسة 9,480,094 %، وهذا ما يدل في الحجم الهائل من الاحتياطات المتراكمة لدى اليابان في مواجهة أي ازمة مالية، فضلا عن مقدار حجم التدفقات النقدية الأجنبية الى الداخل وهذا ما يوضح المخطط رقم (7) لمقدار النمو في عرض النقد (M2,M3) وكذلك الشكل رقم (18) حجم تغطية الاحتياطات الى (M2,M3).

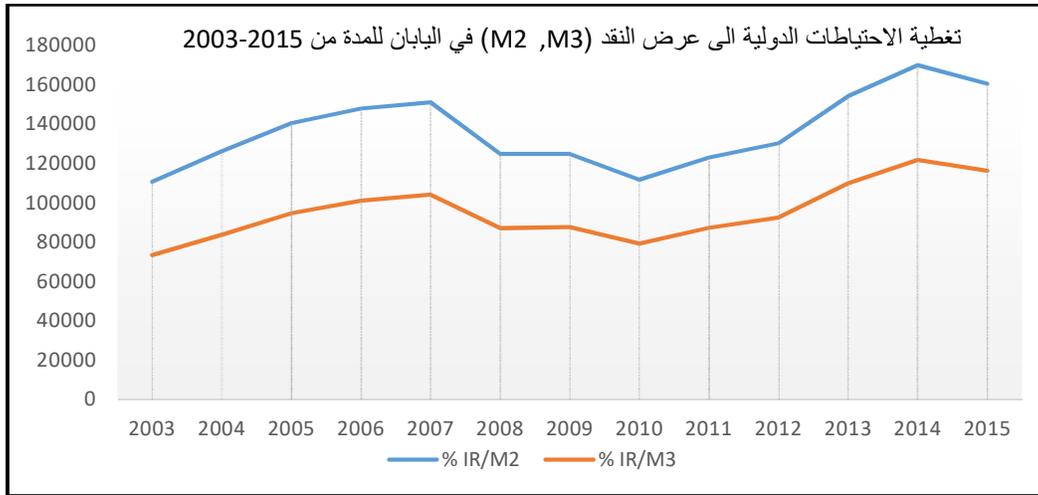
الجدول 7

كفاية الاحتياطيات الدولية الى (M2 ، M3) في لليابان للمدة 2003-2015

%IR/M3	%IR/M2	IR	\$ M3	\$ M2	السنة
6,897,052	10,407,315	663,289	9.62	6.37	2003
8,366,955	12,602,838	833,891	9.97	6.62	2004
9,448,779	14,032,454	834,275	8.83	5.95	2005
10,088,524	14,770,432	879,682	8.72	5.96	2006
10,392,118	15,094,552	952,784	9.17	6.31	2007
8,697,704	12,469,354	1,009,365	11.6	8.09	2008
8,760,174	12,472,935	1,022,236	11.67	8.2	2009
7,895,596	11,150,306	1,061,490	13.44	9.52	2010
8,703,539	12,275,157	1,258,172	14.46	10.25	2011
9,246,711	13,007,431	1,227,147	13.27	9.43	2012
10,969,667	15,399,962	1,237,218	11.28	8.03	2013
12,160,115	16,975,567	1,231,010	10.12	7.25	2014
11,614,293	16,033,621	1,207,019	10.39	7.53	2015
123,241,226	176,691,923	المتراكم			
9,480,094	13,591,686	المعدل			

* المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات جدول 3,4,5

*المبالغ مقومة بمليارات الدولارات الأمريكية



الشكل 18

*الشكل من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول 7

المبحث الثاني

تجربة البرازيل للفترة 2003-2015

1-1-لمحة على الواقع الاقتصادي البرازيلي

تميز الاقتصاد البرازيل قطاعاته الكبيرة والمتطورة في مجالات الزراعة والتعدين والتصنيع والخدمات والطبقة المتوسطة الأخذة في الاتساع بسرعة، ويتجاوز الإنتاج المحلي البرازيلي جميع انتاجات لدان أمريكا الجنوبية الأخرى، وتعمل البرازيل وثيرة عالية من اجل تعزيز وجودها في الأسواق العالمية ، ومنذ عام 2003 حسنت البرازيل راد استقرارها الاقتصادي الكلي، وتكوين احتيااتها الأجنبية، وخفضت ديونها عن ريق تحويل عبء تلك الديون إلى أدوات حقيقية مقومة العملة المحلية، وشهد عام 2008 تحولا كبير في هذا الجانب ، اذا أصبحت البرازيل صافي دائن خارجي ، وحصلت على جميع وكالات التصنيف العالمية الرئيسية الثلاث لمركز الاستثماري لديها (www.cia.gov).

يعد التحول في الأنظمة السياسية والمنعكس في الأنظمة الاقتصادية الدور البارز في نهضة دول القارة الأمريكية الجنوبية، وتبرز البرازيل من بين تلك الدول صورة واضحة ولاسيما عند فترة إحلال الواردات، إذا تم لمس هذا التحول عن ريق نمو الناتج المحلي مختلف القطاعات، وساهم في ذلك الاقتصاد المغلق كأحد العناوين الرئيسية في الإصلاح السياسي ، تبعه صورة موازية الرقابة الصارمة على الصادرات والواردات، والذي انتج فيما بعد سياسة صناعية واستثمارية قوية كمحصلة بيعية مع ما كونه من تشكيلة متنوعة للاستثمارات الأجنبية والحكومية والخاصة على حدا سواء (إسماعيل ، 2013 : 93)، وقد دعم ذلك التحول القوانين والتشريعات التي تم تبنيها من لدن الحكومة ، اذا كانت احد اهم الخطوات في روز البرازيل كأحد القوة الاقتصادية في العالم ونمو حجم مشاركتها في التجارة الخارجية ، وأوضحت تلك القوانين والتشريعات جميع الفقرات المتعلقة التجارة الخارجية سواء كان ذلك للأفراد والشركات المحلية او لنظائرهم من الأجانب ، الطريقة التي توفر لهم تقليل من تكاليف المعاملات او إدارة المخار شكل افضل فيما يخص هذا الجانب والتي هي احد عوامل الأمان للعاملين ضمن هذا القطاع (Aguiar,2011:1).

اذ اعتمدت البرازيل استراتيجية اقتصادية السوق في دعم وتشجيع القطاع الصناعي صورة واضحة ، ولاسيما القطاع الخاص سوا كان المحلي والأجنبي ، وقد كان لمشاركة الدولة صورة مباشرة في الأنشطة الاقتصادية اكبر من الحدود المرسومة من لدن صانعي السياسة الاقتصادية ، ويرجع ذلك لتخلف التقني للقطاع الخاص المحلي والقيود المالية في حركة رؤوس الأموال ، بالإضافة عدم الرغبة المتبادلة من لدن الحكومة والمستثمرين الخارجيين لقطاعات معينة دون أخرى (Baer,2001:5) على رغم من نجاح الحكومة في تنفيذ مجموعة من الإجراءات المالية ، ولكنها لم تستطيع السيطرة في التقلبات الاقتصادية المحلية ما فيها إعادة الثقة الى الأسواق المحلية ، وتبعتها الضغوط القوية التي واجهتها احتيايات النقد الأجنبي لدى البنك المركزي ، الامر الذي دفع السلطات النقدية في البرازيل لتخلي عن سعر الصرف الزاحف في

منتصف عام 1999 وتحول نحو سعر الصرف العائم فيما عد (7: Bogdanski et al , 2000)

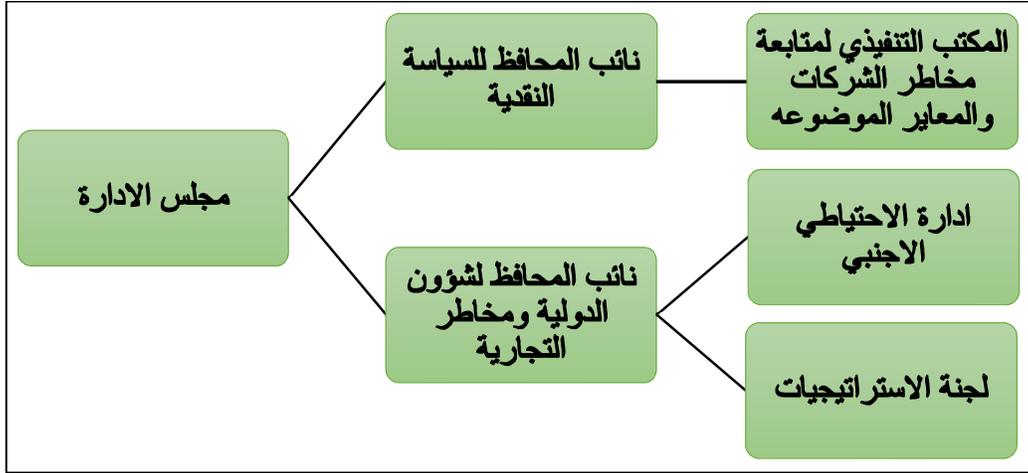
2-1- إدلة الاحتياطات الدولية في البرازيل

منح الدستور البرازيلي في عام 1964 البنك المركزي البرازيلي الإدارة الحصرية للاحتياطات الدولية جميع مكوناتها، ويتولى مجلس الإدارة تحديد الأهداف ورسم الاستراتيجيات لتركيبية ومكونات تلك الاحتياطات، بالإضافة الى ورق استثمارها وفق المبادئ التوجيهية التي وضعها البنك (BCB, 2015:11) وتسد الى نائب المحافظة المسؤول عن إدارة الساسة النقدية مسؤولية الإدارة والمراقبة في حين تتولى مسؤولية إدارة معاملات تلك الاحتياطات إدارة تسمى (إدارة عمليات الاحتياطات الدولية) داخل هيكل البنك المركزي، اذا تنقسم تلك الإدارة الى ثلاثة مراكز ، يتولى المركز الامامي مسؤولية إتمام تلك المعاملات ، ويراقب المكتب الواسطي عملية تنفيذ تلك العمليات وفق المعايير التي تم وضعها من حيث العائد والمخاطر صورة يومية ، فيما يعهد الى المكتب الخلفي العمليات المحاسبية والتسويات اليومية، بالإضافة الى لجنة المستشارين والخبراء المختصين في هذا المجال والتي تعمل في التحليل صورة مستمرة لأوضاع السوق وترفع التوصيات وتضع الاستراتيجيات الفعالة لإدارة تلك الاحتياطات (الشاذلي ، 2014 : 42).

ويعتمد المصرف البرازيل المركزي لسياسة الاستثمار في ادارة الاحتياطات الدولية ارا رسميا يحدد المعايير الأساسية للاستثمارات استراتيجية اهداف الاستثمار، إذا يعد استثمار الاحتياطي الدولي كأحد أنواع استراتيجيات التحوّل، وتنويع الاستثمار في المدى القصير مقال الدين الخارجي، بالإضافة الى السيولة والربحية المتغيرات الأساسية الاخرى ضمن ارق الاستثماري والتي تعد من اهم معايير التي تأخذ نظر الاعتبار، ويستخدم البنك المركزي في إدارة تلك الاستثمارات سياسة فعالة تدعم محفظته الاستثماري ، اذا هنا ثمانى محافظ استثمارية ، ثلاث منها تكون في عمليات سوق المال الدولار واليورو والين، واثنان في السندات الحكومية (الدولار واليورو)، وواحدة للذهب، وواحدة للعملة اجنبية، وواحدة في السندات الحكومية المحلية (316 : Junior, 2004) وكما يوضح المخطط رقم (4) هيكل إدارة الاحتياطات الدولية في البنك المركزي البرازيلي .

المخطط 4

هيكل إدلة الاحتياطات الدولية في البنك المركزي البرازيلي



Source: International Reserves Management Report, Brasília, 2015, P12 .

3-1- تطور الاحتياطيات الدولية في البرازيل للمدة (2003-2015)

لم تختلف الاحتياطيات الدولية لدى البرازيل عن باقي الدول من حيث العناصر المكونة، ومن خلال الجدول (8) نلاحظ انها تضم جميع المكونات الأساسية المتعامل بها دوليا والمعرفة من لادن IMF، وقد تباينت نسب الحيازة لكل عنصر اعتمادا على السياسة المتبعة في إدارة تلك الاحتياطيات من لادن البنك المركزي البرازيلي خلال مدة الدراسة.

إذا تروحت الحيازة لعنصر SDR من (2 ، 4,527) مليون دولار فيما شكلت نسبته الى اجمالي الاحتياطيات (0.00005، 0.0190) ، وشكلت نسبة موقف البلد لدى صندوق النقد الدولي (0 ، 3,483) مليون دولار في حين كانت نسبتها الى اجمالي الاحتياطيات خلال مدة الدراسة (0.0000 ، 0.0093) ، فيما تروحت حيازة الذهب (473 ، 3,581) مليون دولار وكانت نسبته الى اجمالي الاحتياطيات (0.0049 ، 0.0103) ، في حين شكلت الأصول الأجنبية من أوراق مالية اجنبية وودائع الجزء الأكبر من الاحتياطيات اذا تراوحت ما بين (52,458 ، 362,097) وشكلت نسبتها الى الاحتياطيات (0.9704 ، 0.9951) ، اما فيما يخص اجمالي الاحتياطيات فقد تراوحت (52,935 ، 373,147) فيما كانت نسبة التغير السنوي خلال مدة الدراسة (-1.9494% ، 110.0840%) .

وإذا استبعد الذهب من اجمالي الاحتياطيات نظرا لما تم ذكره سابقا، بالإضافة الى النسبة الضئيلة التي يشكلها من اجمالي الاحتياطيات، واحتساب المتبقي كما يتم اعتماده من لادن اغلب الباحثين ضمن السيولة الدولية، يمكن تحليل اغلب التغيرات التي رأت في الاحتياطيات الدولية البرازيلية وكما هو موضح بالجدول (9)، نجد ان السيولة الدولية قد تنامت بصورة كبيرة وملفته لنظر، إذا لغ أعلى معدل نمو سنوي 110.71 في سنة 2007 فيما كان أعلى معدل نمو لسنة الأساس 656.58% في عام 2012.

انتجت إصلاحات السياسة النقدية والمالية بعد عام 2003 تأثيرها على نمو الاحتياطيات الدولية البرازيلية السنوي نسبة 7.40% لعام 2004 عما كنت عليه لسنة السابقة ، و كان تأثير الموازنات المتحفظة الى فائض في الميزانية الأولية، بالإضافة الى ارتفاع الناتج المحلي لتلك السنة 4.3%، عد ان كان المستهدف 4.25%، وان كلا السياسيتين عملتا بصورة موازية في استهداف التضخم و دعم الاقتصاد الكلي، بالإضافة الى تطوير المؤسسات المالية والنقدية صورته

مستمرة، وكان لاستقلالية وشفافية السلطة النقدية المتمثلة بالبنك المركزي أهمية مضافة الى ذلك ، وشهادة المدة الممتدة ما بين 2004 و2006 وسبب زيادة النقشف المالي الحكومي لغرض مكافحة التضخم ورفع سعر الفائدة الحقيقي ، اذ سجل فائض الحساب التجاري 4.1 مليار دولار لعام 2004 الامر الذي انعكس في فائض الحساب الجاري لميزان المدفوعات ، وكان للأخير مضاف اليه النمو الاقتصادي العالمي قد سمحت تراكم الاحتيايات الدولية في ظل سعر صرف عائم مما شجع البنك المركزي في جهوده الرامية الى نمو الاحتيايات الدولية عن ريق مشتريات سوق الصرف ، وكان لنمو الناتج الصناعية التأثير الإارز اذ لغ معدل النمو لتلك السنة حوالي 0.6% ولاسيما في قطاعات التعدين والصناعات التحويلية. بالإضافة الى المنتجات الاستهلاكية والزراعية منها على وجه الخصوص، ولغ التمويل المقدم من لدن المصرف الوني للتنمية الاقتصادية والاجتماعية للأغراض الاستثمار البرازيلي سواء كان للاستثمارات القصيرة و الطويلة الاجل 39.7 بليون ريال برازيلي في تلك السنة .

اما من ناحية المحفظة المالية التي يديرها البنك المركزي، فقد سجلت صافي تدفقات داخلية 1.7 مليار دولار مقارنة صافي تدفقات خارجة 277 مليون، فيما كان صافي التدفقات الخارجية من الاستثمار في الأوراق المالية ذات الدخل الثبات ما قيمته 644 مليون دولار امريكي كانت قيمة السيادة منها 500 مليون دولار، 88 مليون دولار في اوراق مالية قصيرة الاجل، فيما كان لأذونات الخزين والأوراق التجارية 56 مليون دولار، بالإضافة الى شراء البنك المركزي ما قيمته 3.9 مليار دولار امريكي من الأسواق المحلية خلال عام 2005.

وفي السياق نفسه قفزت الاحتيايات الدولية في عام 2006 الى نسبة نمو سنوي 59.93% عن سنة 2005 و 74.33% الى سنة الأساس 2003، إذا استمرت التجارة الخارجية التوسع وسجل الحساب الجاري فائض مقداره 37.9 مليار دولار امريكي، وفيمن تصف هذه السنة تم تخلص البرازيل من ثقل الدين العام وتحولها صافي دائن خارجي فضل تراكم هذه الاحتيايات.

ويعد عام 2007 من اكثر السنوات تراكما للاحتيايات اذا سجلت 179,433 مليار دولار عد الذهب ، ولغت نسبة التغير السنوي مقدار 110.71% في حين كان التغير لسنة الأساس هو 267.34% ويعزى سبب ذلك في تدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي وشراء كميات هائلة من الأصول الأجنبية، بالإضافة الى تدفقات رؤوس الأموال الى الداخل واستغلالها صور اكبر لتمويل تنميتها في جميع القطاعات الإنتاجية ، اذا يعد التمويل الخارجي ولاسيما الاستثمار المباشر من اهم قنوات لتراكم تلك الاحتيايات وانعكاسها في النمو الاقتصادي المحلي، بالإضافة الى الاستثمار الغير مباشر عن ريق الاستثمار في حصص ملكية (اسهم) دلا من قروض خارجية بين الشركات، فيما لغ قيمة الاستثمار لتلك الاحتيايات في الأوراق المالية الأجنبية 158.117 مليار دولار امريكي، في حين كانت الأرباح المتأتية من تشغيل الاحتيايات 639 مليون دولار امريكي والذي يظهر لنا عن قناة تدفق جديد ترفد الدخل القومي .

وتنامت التدفقات الخارجية العالمية في عام 2008 صور أكبر، وكان للبرازيل الحصة الوفير في ذلك، إذا نقلت تلك المخار في أسعار الصرف من المنتجين المحليين حصرا، الى المستثمرين المباشرين او غير المباشرين، الامر الذي يقلل من الضغط على الاحتيايات الدولية فيما لو أراد البنك المركزي التدخل في سوق الصرف لدعم العملة المحلية، على رغم من ان نسبة النمو السنوي كانت 7.47% الا انها كانت لسنة الأساس تمثل 294.79% .

اذ عززت الفوائد المتأتية من الأصول الأجنبية المملوكة للبنك المركزي نمو تلك الاحتيايات صورته موازية مع التدفقات المالية الداخلية المرتبط سلع الأساسية المصدرة ، وهذا ما اشر في تنامي الاحتيايات الدولية في ظل أسعار الصرف المرنة في حكمة الإدارة المالية للبنك المركزي ، بالإضافة الى وجهة النظر الاقتصادية في المدى الطويل ، ، على رغم من الازمة المالية العالمية في عام 2008 والتي امتد تأثيرها الى عام 2009 وانعكست في الاقتصادي البرازيلي الانكماش ، الا ان التعامل مع السياسة المالية والنقدية صورة حكيمة مستجيبة الى الظروف الراهنة والتي شجعت في تنامي الطلب الداخلي من لدن السلطات المختصة ، كما لعبت الحكومة البرازيلية دورا مهم في عدة خطوات لتحفيز الاقتصاد والحفاظ على معدل الفائدة عند أدنى مستوى لها على الإقلاق حتى أبريل/نيسان ، وخفض الاحتيايات الإلزامي للبنوك وزيادة الإنفاق الحكومي وتشجيع الإنفاق الاستهلاكي ، الامر الذي انعكس الإيجاب في نمو الاحتيايات بمعدل نمو سنوي 23.09 % ونسبة نمو الى السنة الأساس 385.93 % .

وساعد المناخ الاقتصادي للبرازيل في جذب الاستثمارات الأجنبية صور أكبر ازمة الديون السيادية التي عصفت الكثير من دول العالم ، وهذا ما فرز عن نمو الاحتيايات الدولية في البرازيل عام 2010 سبب تدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي ، بالإضافة الى عائدات

الجدول 8

مكونات الاحتيايات الدولية لدولة البرازيل للفترة 2003-2015

السنة	SDR	لدى الصندوق الدولي	الذهب	أصول نية	مالي الاحتيايات
2003	2	0	450	48,847	51302
2004	4	0	473	52,458	52,935
2005	29	0	554	53,216	53,799
2006	8	0	683	85,148	85,839
2007	2	0	901	179,431	180,334
2008	1	0	940	192,842	193,783
2009	4,527	950	1,175	231,888	238,540
2010	4,450	2,037	1,519	280,570	288,576
2011	3,979	2,993	1,654	343,384	352,010
2012	3,986	3,483	3,581	362,097	373,147
2013	3,996	3,190	2,592	349,028	358,806
2014	3,761	2,396	2,586	354,807	363,550
2015	3,598	1,715	2,289	348,861	356,463
نسبة كل عنصر من الاحتيايات					
السنة	النسبة الى الاحتيايات	النسبة الى الاحتيايات	النسبة الى الاحتيايات	النسبة الى الاحتيايات	نسبة التغير السنوي في مالي الاحتيايات
2,003	0.00005	0.00000	0.00877	0.95	0.00
2004	0.00010	0.00000	0.00890	0.991	0.07
2005	0.00050	0.00000	0.01030	0.9892	1.63

2006	0.00010	0.00000	0.00800	0.992	59.56
2007	0.00000	0.00000	0.00500	0.995	110.08
2008	0.00000	0.00000	0.00490	0.9951	7.46
2009	0.0190	0.004	0.0049	0.9721	23.10
2010	0.0154	0.0071	0.0053	0.9723	20.98
2011	0.0113	0.0085	0.0047	0.9755	21.98
2012	0.0107	0.0093	0.0096	0.9704	6.00
2013	0.0111	0.0089	0.0072	0.9727	-3.84
2014	0.0103	0.0066	0.0071	0.976	1.32
2015	0.0101	0.0048	0.0064	0.9787	-1.95

*المبالغ - ملايين الدولارات الأمريكية

*الجدول من اعداد الباحث استنادا الى تقارير IMF لسنوات متعددة

الاستثمارات المتحصلة لتلك الاحتيايات ، ولاسيما القروض الممنوحة - العملة الأجنبية، بالإضافة عامل التحول ضد تقلبات العملة الأجنبية التي يتبناها البنك المركزي ، اذا - لغ معد النمو السنوي لتلك السنة 20.93 % والى السنة الأساس 487.66 % وصاحب ذلك توجه الذي اتخذته إدارة الاحتيايات الدولية في توجه نحو الاستثمارات ذات مخاطر منخفضة مصحوبه فوائد منخفضة متماشية مع الوضع المالي في الأسواق المالية الدولية والتي تعكس الأهداف الموضوعية في إدارة المحفظة الاستثمارية للاحتيايات الدولية مسبقا، وفي تلك السنة حققت البرازيل المرتبة سابعة عالميا من حيث تسلسل الدول لحجم الاحتيايات الدولية عالميا وارتفعت نسبة التوظيف في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت ولاسيما السيادية منها الى 80.2%.

وارتفعت النسبة السنوية لنمو الاحتيايات الدولية مقدار 22.05 % عام 2011 ومثلت نسبة التغير لسنة الأساس 617.25 % ، ويعد التحول في - بيعة الاستثمار للاحتيايات من اهم العناصر التي ساهمت في نمو وتراكم تلك الاحتيايات ، اذا اظهر التحول - بعد عام 2006 من الاستثمارات في الأصول الأجنبية قصيرة الاجل او ما تسمى - سوق النقد والانتقال الى الاستثمارات في أسواق راس المال ولاسيما في القروض السيادية تأثيره اعلى تراكم تلك الاحتيايات وحققت نسبة العائدات من تلك الاستثمارات 3.6% ، والأغراض التحول ضد تقلبات العملات الدولية، وزعت إدارة الاحتيايات حيازتها من العملات الأجنبية - نسبة 77.5% من الدولارات الأمريكية 6% - الدولار الكندي 5.2% - اليورو 3% - الدولار الأسترالي 2.5% - الين الياباني والمتبقي - عملات متنوعة أخرى .

فيما حقق نمو الاحتيايات الدولية لسنة 2012 معدل نمو سنوي 5.48 % وهي اقل مما كان عليه لعام 2011 ومعدل نمو لسنة الأساس 656.58 % ويعزى سبب ذلك الانخفاض في الطلب الكلي العالمي الذي تأثر - دوره في أسعار الأصول وتدفقات راس المال - بالإضافة الى حجم التبادل التجاري وهذا التأثير كان منسحب في العائدات من الأصول الاستثمارية المالية ولاسيما السيادية منها، إذا انخفض العائد من تلك الأصول الى 0.5%.

واستمر هذا الانخفاض متأثرا - بالطلب الكلي العالمي خلال سنة 2013 وكانت اثاره واضحة في الاحتيايات الدولية - معدل نمو سنوي (-3.61 %) وانخفاضه عما كان عليه لعام 2012 ولسنة الأساس 629.24 % ، ويعزى الامر الى انخفاض قيمة الأصول ولاسيما السيادية منها، اذا

تمثل نسبة 91.5 % من اجمالي الاحتيايات الدولية رغم من تحقيق الميزان التجاري فائض مقداره 2.7 مليار دولار امريكي.

تميز عام 2014 تراجع لتدريجي لبرنامج التحفيز الكمي من لدن البنك المركزي الامر الذي انعكس صورة إيجابية في خفض التضخم الا ان ذلك كان مصحوبا بارتفاع أسعار الفائدة التي امتدت اثارها صورة متوازية في انخفاض النمو الاقتصادي، بالإضافة الى ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي الى باقي العملات العالمية الأخرى، مما اثر في باقي الاستثمارات الأخرى ومنحنيات العائدات العالمية من غير الدولار التي كانت تمثل نسبة كبيرة من تلك الاستثمارات رغم من ارتفاع القيمة السوقية في استثمارات الدخل الثابت، وهذا ما انعكس في النمو الطفيف في ارتفاع الاحتيايات الدولية معدل نمو سنوي 1.33 % وتغير لسنة الأساس 638.97 %.

فيما انعكس حالة الانكماش في الاحتيايات الدولية، إذا كان معدل النمو السنوي لسنة 2015 (-1.88) في حين كان لسنة الأساس 625.07 % ويعزو ذلك لركود العالمي صورة عامه، بالإضافة الى ارتفاع التضخم مصحوبا بسياسة نقدية غير مرنة ويوضح الشكل رقم(19) نمو الاحتيايات وول مدة الدراسة.

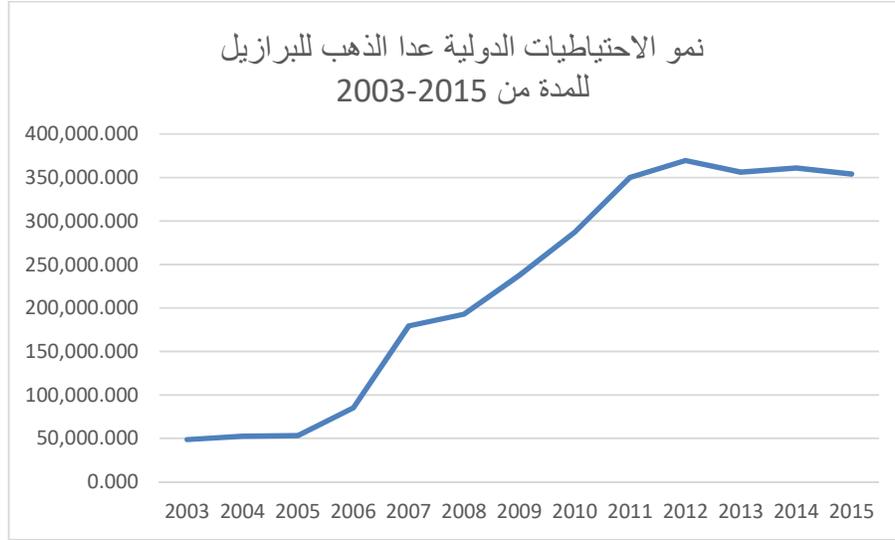
الجدول 9

نمو الاحتيايات الدولية عدا الذهب في البرازيل للمدة 2015-2003

السنة	الاحتيايات عدا الذهب	السنوي التغير %	السنة الى % الأساس
2003	48,847.000	-	-
2004	52,462.000	7.40	7.40
2005	53,245.000	1.49	8.26
2006	85,156.000	59.93	74.33
2007	179,433.000	110.71	267.34
2008	192,844.000	7.47	294.79
2009	237,364.000	23.09	385.93
2010	287,056.000	20.93	487.66
2011	350,356.000	22.05	617.25
2012	369,566.000	5.48	656.58
2013	356,214.000	-3.61	629.24
2014	360,965.000	1.33	638.97
2015	354,175.000	-1.88	625.07

*الأرقام ملايين الدولار الأمريكي

*الجدول من اعداد الباحث الاعتماد على نشرات IMF لسنوات متعددة.



الشكل 19

*المخطط من اعداد الباحث الاعتماد على بيانات الجدول 9

4-1- تحليل تغيرات سعر الصرف Exchange rate changes

من خلال تتبع سعر الصرف خلال مدة الدراسة لدولة البرازيل وكما في الجدول (10) نجد انخفاض سعر الصرف لريال البرازيلي امام الدولار الأمريكي صورة واضحة، اذا ان اعلى انخفاض لسنة الأساس (-41.64%) تم تسجيله في سنة 2010 اذ بلغ سعر الريال امام الدولار 1.6858 ، في حين كان اعلى انخفاض سنوي في سنة 2009 اذ بلغ 1.7404 ، ويوضح الشكل (20) تغيرات سعر صرف الريال البرازيلي امام الدولار الأمريكي، وعن ريق تحليل العلاقة بين سعر الصرف ونمو الصادرات نجد هنالك نوع من العلاقة العكسية بين انخفاض سعر الصرف وارتفاع الصادرات، اذا يبين الشكل (21) تلك العلاقة، على رغم من ان تغيرات سعر الصرف لم تكن تتناسب مع تغيرات الصادرات حسب نظرية الميزة النسبة للأسعار، ويعود ذلك الى تنوع السلع المصدرة بالإضافة الى نوع السلع التي تم انتاجها ولاسيما الصناعات الآلات والمعدات الكهربية بالإضافة الى الصناعات التحويلية، وينعكس سعر الصرف الحقيقي في نشأ الأخير صورته اكثر وضوح، فيما امتازت القاعدة الزراعية وقطاع الأغذية ولاسيما بعض المنتجات التي تمتاز بها البرازيل دون غيرها والتي تضيف اليها الميزة المطلقة، عدم تأثيرها بتغيرات أسعار الصرف وخضوعها للعرض والطلب الكلي في الأسواق.

فيما كان أيضا لتغير سعر الصرف تأثير واضح في الناتج الإجمالي المحلي، اذ يمثل الشكل (22) ان انخفاض سعر الصرف كان له تأثير واضح في ارتفاع الناتج المحلي، وهذا طبيعة الحال يعود الى ارتفاع قيمة العملة المحلية امام العملات الأجنبية ولاسيما الأسواق الأمريكية، ومن ثم كلما انخفض سعر الصرف يؤدي الى رفع قيمة الناتج المحلي مقومًا بالدولار الأمريكي. أضف الى ذلك استخدام السلطة النقدية في البرازيل سياسة سعر الصرف في محاربة التضخم، وقد ساعد في ذلك تراكم الاحتياطات الدولية، إذا على رغم من استخدام البرازيل لسعر الصرف العائم الى ان واقع الحال وسبب تلك التراكمات تحولت الى سعر الصرف شبه العائم المدار رغم من انها لم تحدد صورة صريحة او ضمنية سعر الصرف الاسمي المستهدف.

الجدول 10

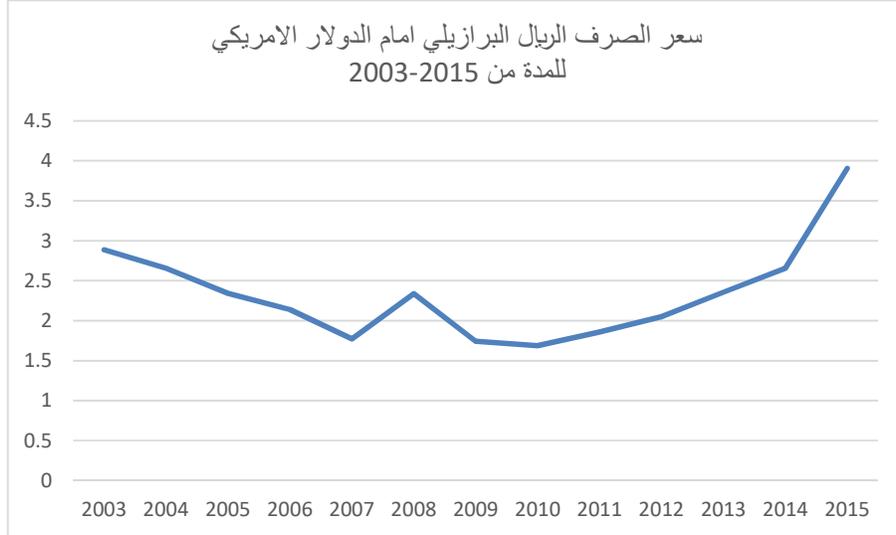
التغيرات في سعر صرف البرازيل امام الدولار الأمريكي وتأثيره على الصادرات و إجمالي الناتج المحلي البرازيلي للمدة من 2003-2015

السنة	سعر الصرف الريال الى الدور الأمريكي	التغير السنوي %	التغير لسنة الأساس %	الصادرات \$	التغير السنوي %	اجمالي الناتج المحلي \$	نسبة التغير السنوي %
2003	2.8884	-	-	73,203	-	588,543	0.000
2004	2.6536	-8.13	-8.13	96,241	-8.13	731,647	24.315
2005	2.3399	-11.82	-18.99	118,029	-11.82	917,663	25.424
2006	2.1372	-8.66	-26.01	137,808	-8.66	1,108,686	20.816
2007	1.7705	-17.16	-38.70	160,649	-17.16	1,503,160	35.580
2008	2.3362	31.95	-19.12	197,942	31.95	1,297,921	-13.654
2009	1.7404	-25.50	-39.75	152,995	-25.50	1,861,299	43.406
2010	1.6858	-3.14	-41.64	201,260	-3.14	2,236,377	20.151
2011	1.8588	10.26	-35.65	255,444	10.26	2,228,864	-0.336
2012	2.0483	10.19	-29.09	242,124	10.19	2,149,361	-3.567
2013	2.3538	14.91	-18.51	241,507	14.91	2,058,295	-4.237
2014	2.6562	12.85	-8.04	224,098	12.85	2,078,630	0.988
2015	3.9042	46.98	35.17	190,092	46.98	1,512,302	-27.245

* سعر الصرف الريال البرازيل

* الصادرات و إجمالي الناتج المحلي ملايين الدولارات الأمريكية

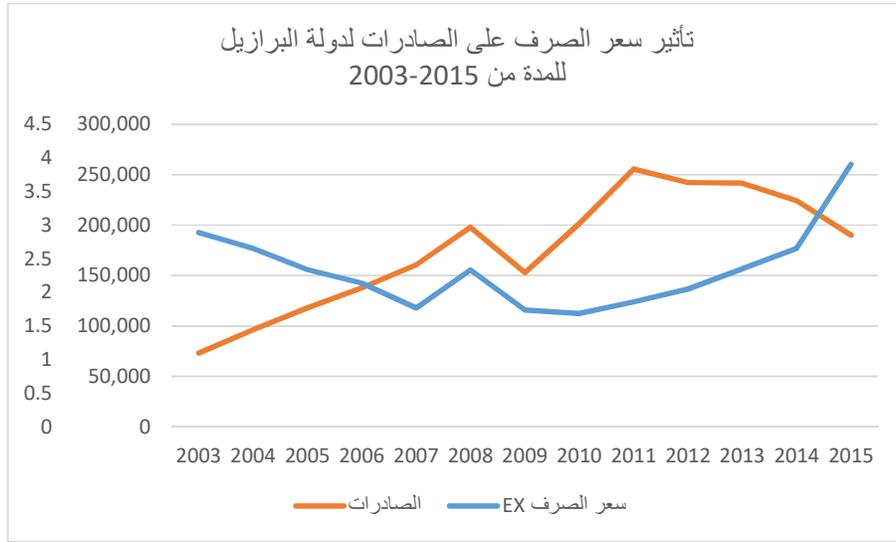
* الجدول من اعداد الباحث الاعتماد على IMF لسنوات متعددة



الشكل 20

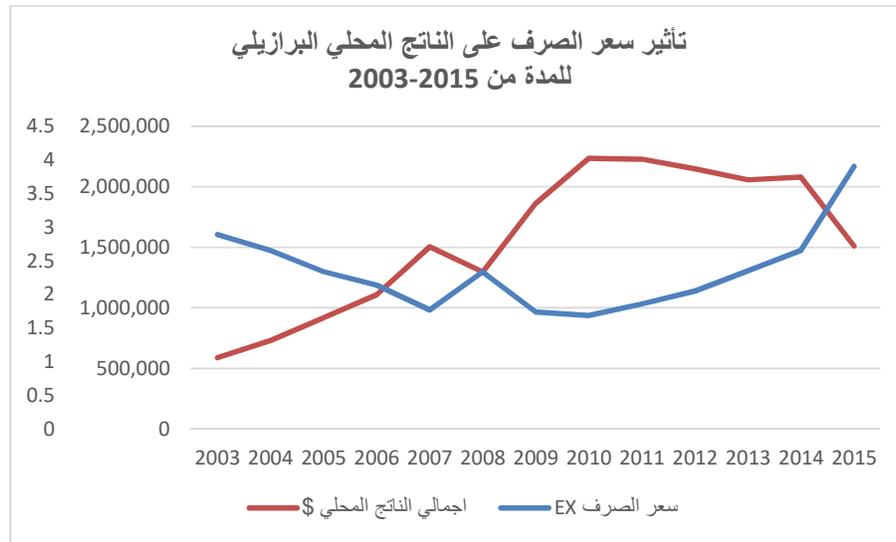
* تطور سعر الصرف الريال البرازيلي امام الدولار الأمريكي

* الشكل من اعداد الباحث الاعتماد الجدول 10



الشكل 21

*الشكل من اعداد الباحث، الاعتماد الجدول 10



الشكل 22

* الشكل من اعداد الباحث، الاعتماد الجدول 10

4-1- تغيرات عرض النقد Money supply changes

خلال مدة الدراسة وتتبع نمو عرض النقد من خلال الجدول (11) سواء كان M2 او M3 نلاحظ ان هذا النمو صورة مستمرة، اذ لغت اعلى نسبة نمو سنوي لعرض النقد M2 ، 37% عام 2008 اذ لغت 1,072,986,066 مليون ريال برازيلي في حين كان اعلى نمو لسنة الأساس 454 % في عام 2015 ولغ 2,285,721,000 مليون ريال برازيلي ، اما اعلى نسبة نمو سنوي لعرض النقد M3 فكانت عام 2011 نسبة 19% ولغت 3030280 مليون ريال برازيلي ، فيما كانت اعلى نسبة نمو لسنة الأساس هي 468% في عام 2015 ولغت 4,759,312 مليون دولار وإذ مقارنه تأثير نمو عرض النقد على التغير في نسبة التغير

السني لتضخم ، نجد انها غير مؤثرة وذلك لنمو الاقتصادي الواسع. بالإضافة الى الأهداف الاقتصادية المستهدفة ومن ضمنها تقليل البطالة. بالإضافة الى التوسع في منح القروض او في كثير من الأحيان عندما ترغب السلطة النقدية. مبادلة العملة المحلية. أصول اجنبية لغرض تراكم الاحتيا. بات الدولية ، اذا وفيما يخص نمو عرض النقد M3 يوضح التوسع والنمو الذي شهدته المؤسسات المالية والنقدية الغير. نكية ، وهذا ما يؤشر الى اتساع وتنامي القطاع المالي والاستثماري داخل البلاد ، ومن خلال مقابعتنا لمدة الدراسة نلاحظ ومن خلال الشكل 22 ان نمو عرض النقد (M2,M3) كان متناسق مع نمو الناتج المحلي ، اذا ان نمو عرض النقد كان محفز لنمو الناتج المحلي سواء كان ذلك هن ريق الائتمان المحلي او. التوسع عن ريق الإصدار النقدي ،. بالإضافة الى تسارع المؤسسات المالية الغير. نكية في دعم الاستثمار داخل الاقتصاد المحلي .

ويعد التوسع في عرض النقد في عامي 2004-2005 ناتجا عن ضغوط القطاع الخارجي، التي ولدت فيما. عد التوسع في القاعدة النقدية. مقدار 8.6 مليار ريال. رازيلي، والذي يعكس صافي مشتريات البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي،. الاضافة الى عمليات السوق المفتوحة. بين البنوك التجارية والبنك المركزي، وشكلت ايداعات لدى البنك المركزي من الأوراق المالية العامة لصالح الخزانة. مقدار 10 مليار ريال في الأسواق الأولية ، مقال 15.2 ريال في الأسواق الثانوية وهذا منعكس في نمو عرض النقد M3,M2 معدل نمو سنوي. لغ 18 % نهاية عام 2005.

وشهد عام 2006 نمو عرض النقد M2 ارتفاع سنوي. مقدار 14% فيما كان النمو M3 السنوي 18% ويعود سبب هذا التغير الى التوسع الائتماني الداخلي ، ولاسيما القروض الممنوحة للقطاعات الصناعية المختلفة ، وشكلت القروض الفردية ما نسبته 26%، فيما شكلت قروض الإسكان 23% منها ، و انخفاض أسعار الفائدة. نسبة 0.5% اذا أصبحت 13.75% عد ان كانت 13.80% في السنة السابقة، ونلاحظ على رغم من استمرار التوسع في عرض النقد M2 الا ان السياسة النقدية التي تبنتها الحكومة في محاربة التضخم حقق تضخم فعلي 4.2% فيما كان المستهدف 4.5%، مستخدمة سعر الفائدة وتعقيم سوق الصرف الأجنبي عن ريق. بيع السندات المحلية كأحد الأدوات لتحقيق تلك الغاية.

وسجل عرض النقد M2 في عام 2007 معدل نمو. مقدار 18% عن السنة التي سبقتها ويعود احد أسباب ذلك الى تدخل البنك المركزي في شراء كمية كبير من الأصول الأجنبية من سوق الصرف الأجنبي ،. المقال تعقيمها عن ريق. بيع سندات الخزانة المحلية في عملية إعادة الشراء (Repo) ضمن الطرق التعقيمية ، ونعكس تحديد الحد الأدنى للأجور في القطاعين العام والخاص الى التأثير في تكاليف الإنتاج. صورة واضحة ومن ثم معكوس في الأ. اح الإنتاجية ولاسيما في الصناعات التحويلية ،. بالإضافة الى الضغوط التضخمية في القطاعات غير قبلة للتداول او الاتجار فيما كان نمو السنوي عرض النقد M3 لنفس السنة 17%.

وامتد التأثير الاقتصادي لعام 2007 وهذا ما كان واضح من تنامي عرض النقد في عام 2008 إذا حقق عرض النقد M2 نسبة نمو سنوي 37% وهي اعلى نسبة خلال مدة الدراسة، فيما كان ارتفاع M3 نسبة 18%، والناتجة من المكاسب المتحقق من نمو الناتج المحلي لسنتين السابقة، مضاف اليه نمو الصادرات عن السنة الأخيرة، وكان عامل انخفاض معدل البطالة لتلك السنة ليصل الى نسبة 7.5% عد ان كان في اعلى قمته 13% في سنة 2004 أحد أسباب ارتفاع التضخم لتلك السنة، مما دفع ذلك الى إعادة التفكير في ترشيح السياسة المالية.

ودفعت إجراءات السياسة النقدية المتشددة في عام 2009 الى استهداف التضخم عن طريق سعر الصرف وخفض معدل نمو عرض النقد الى ان الأخير مازال مستمر إذا سجل M2 نمو سنويا مقداره 9% في حين سجل M3 نمو معدل 15% ويعود سبب ذلك الى استمرار سياسة البنك المركزي في شراء الأصول الأجنبية من أسواق الصرف المحلية.

وسجل عرض النقد M2 معدل نمو سنوي بلغ 17% و M3 16% لسنة 2010 واستطاعت السياسة المالية والنقدية مجتمعة إضافة الى التوسع الائتماني من التعافي من الازمة المالية العالمية بعد عام 2008 وتحقيق معدل اعلى مما كانت عليه في السنتين الأخيرتين لنمو الناتج المحلي.

وحقق نمو عرض النقد M2 نمو سنويا 19% , M3 19% لعام 2011 وهذ النمو ناتج عن ارتفاع التجارة الخارجية مقال استمرار البنك المركزي سياسة التدخل في سوق الصرف الأجنبي لغرض زياده تراكم الاحتيالات الدولية مقترن سياسة التعقيم المرادفة لتلك العملية ، وادى تغل الواردات الى جزء من الاستهلاك المحلي الى ارتفاع التضخم في تلك السنة .

على رغم من نمو السنوي لعرض النقد M2 في سنة 2012 نسبة 9% الا انه اقل من معدل نمو السنة السابقة، فيما كان نمو M3 نسبة 16% وهذا يعود الى تعديل في السياسة النقدية والمالية في استهداف التضخم إضافة الى انخفاض الناتج المحلي الإجمالي وكذلك التأثير منسحب في انخفاض الصادرات لتلك السنوات.

واستمر نمو عرض النقد M2 معدل سنوي 11% مقبل M3 معدل سنوي 9% لسنة 2013 وهو أيضا اقل مما كان عليه في السنوات السابقة لاسيما عرض النقد M3 وقد كان لانخفاض الصادرات وأجمالي الناتج المحلي التأثير الواضح لتلك التغيرات، إضافة الى خفض سعر الفائدة الحقيقي من اجل تحفيز النمو الاقتصادي رغم من قاء معدل التضخم فوق مستوى 6% على امل انخفاضه في الأمد المتوسط في ظل النمو الاقتصادي، في ظل نمو الاستثمار الأجنبي المتأني من التخفيف للسياستين المالية والنقدية مجتمعة.

وحقق عرض النقد M2 معدل نمو سنوي 10% فيما حقق M3 معدل نمو سنوي 13% في عام 2014، والذي صاحبه انخفاض قيمة الصادرات لنفس السنة مع تحسن سيط في الناتج الإجمالي، والأخير كان متأثر بصورة مباشرة ارتفاع سعر الفائدة الحقيقي لتلك المدة.

وسجل عرض النقد M2 اقل معدل نمو سنوي خلال فترة الدراسة إذ بلغ 6% فيما سجل M3 معدل نمو سنوي مقداره 10% في سنة 2015، ويعود سبب ذلك الى انخفاض الناتج الإجمالي مضاف اليه انخفاض الصادرات العالمية نتيجة انخفاض الطلب الكلي الامر الذي انعكس الى حالة الركود العميق داخل الاقتصاد والمصحوب ارتفاع التضخم وهي الحالة التي يطلق عليها اقتصاديا الركود التضخمي، والذي إعادة الينا النظرية الكنزوية في تحليل نموذج الركود المصحوب البطالة، ويوضح الشكل رقم 23 حركة نمو الاحتيالات خلال مدة الدراسة.

دول 11

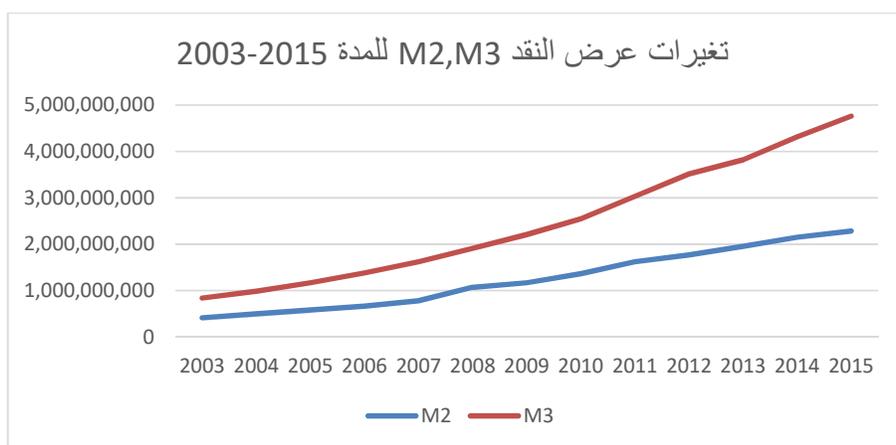
تغيرات عرض النقد M2, M3 ونسبة التضخم في البرازيل
للمدة من 2003-2015

السنة	m2	التغير السنوي %	التغير لسنة الأساس %	m3	التغير السنوي %	التغير لسنة الأساس %	مقدار التغير السنوي

-	14.70	-	-	838,366,000	-	-	412,895,000	2003
-1.23	6.60	18	18	988,622,000	20	20	493,497,745	2004
0.04	6.90	33	18	1,166,502,000	34	18	582,464,851	2005
-0.64	4.20	64	18	1,377,704,000	60	14	661,466,645	2006
-0.17	3.60	93	17	1,617,618,000	89	18	781,280,049	2007
0.37	5.70	128	18	1,908,187,000	160	37	1,072,986,066	2008
-0.16	4.90	163	15	2,203,750,000	182	9	1,164,855,000	2009
0.02	5.00	204	16	2,549,739,000	230	17	1,362,389,000	2010
0.24	6.60	261	19	3,030,280,000	292	19	1,617,479,557	2011
-0.22	5.40	320	16	3,519,063,000	327	9	1,764,611,148	2012
0.13	6.20	356	9	3,821,960,000	374	11	1,956,838,074	2013
0.02	6.30	415	13	4,319,484,000	421	10	2,150,684,000	2014
0.30	9.00	468	10	4,759,312,000	454	6	2,285,721,000	2015

*الإقام - ملايين الريال البرازيلي

*الجدول من اعداد الباحث اعتمادا على بيانات IMF لسنوات متعددة



الشكل 23

*الشكل من اعداد الباحث - الاعتماد على بيانات الجدول 11

5-1- كفاية الاحتياطيات الدولية للبرازيل

1-5-1 مؤ - R/M

ومن خلال تتبع فترة التغطية للاحتياطيات الدولية الى الواردات كما موضح في الجدول 12 كانت اعلى نسبة تغطية هي عام 2015، اذ بلغت 14.4 شهرا، وهي نسبة جيدة جدا مقارنة بالتغطية المطلقة والتي تمثلت ما بين 3-6 أشهر، في حين كان معدل التغطية لمدة الدراسة 9.9 شهرا، وهذا ما يدل على وفرة الاحتياطيات للصادرات ضمن المؤشر - المقدار المطلوب وصولا الى الضعف، وقد سجل اقل مدة تغطية وكانت 5.1 شهرا في سنة 2005 فيما كانت اعلى مدة تغطية 14.4 شهر ويوضح الشكل (24) ذلك التغير في مقدار التغطية.

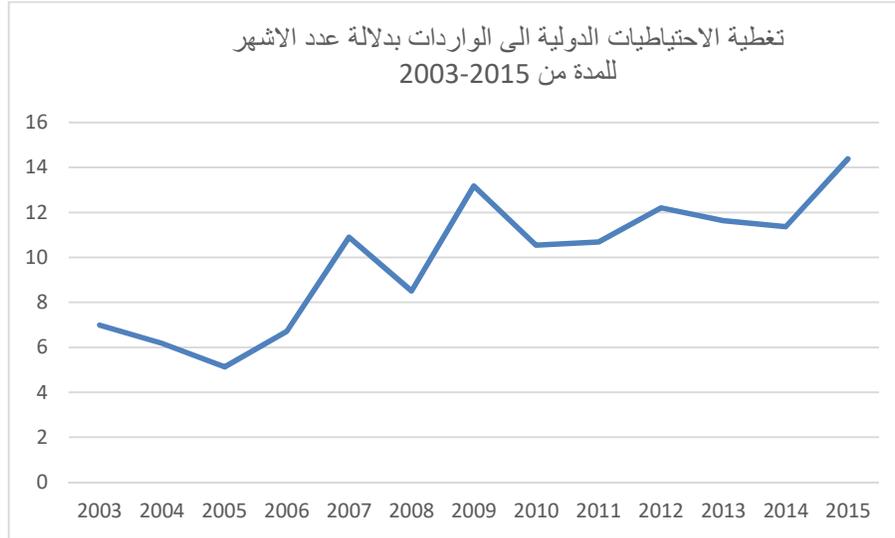
الجدول 12

نسبة تغطية الاحتياطيات الى الواردات - دلالة عدد الأهر لدولة البرازيل
للمدة من 2003-2015

السنة	R/IM	معدل التغير
-------	------	-------------

-	7.0	2003
-0.13	6.2	2004
-0.20	5.1	2005
0.24	6.7	2006
0.38	10.9	2007
-0.28	8.5	2008
0.35	13.2	2009
-0.25	10.5	2010
0.01	10.7	2011
0.12	12.2	2012
-0.05	11.6	2013
-0.02	11.4	2014
0.21	14.4	2015
	128.4	المتركم
	9.9	معدل التغطية

*الجدول من اعداد الباحث - الاعتماد على بيانات IMF لسنوات متعددة



الشكل 24

*الشكل من اعداد الباحث - الاعتماد على بيانات الجدول 12

1-5-2- نسبة تغطية الاحتياطيات الدولية الى عرض النقد (M2 , M3)

ومن خلال تتبع نسبة التغطية للاحتياطيات الدولية من خلال الجدول رقم (13) نجد ان الاحتياطيات كان تغطي عرض النقد M2 نسبة تراوحت (0.021 ، 0.060) % وهي اقل من النسبة المطلوبة ، اذا يشير كثير من الباحثين الى ان النسبة المطلوبة هي ما بين 10 - 20 % للدول التي لا يكون تدخلها سوق الصرف - صورة مستمرة ، فيما كانت نسبة التغطية M3 فقد كانت تتراوح ما بين 0.011 - 0.029 % ، على رغم من ان ثلاث سنين الأول لمدة الدراسة كانت دون المستوى المطلوب الا ان السنين التي تلتها كانت ضمن المعدل المطلوب ولاسيما الخمسة الأخيرة

منها ، وسجل معدل التغطية لمدة الدراسة لعرض النقد M2 0.028% في حين سجل معدل التغطية M3 0.029% ، ويوضح الشكل (24) مقدار التغطية لمدة الدراسة .

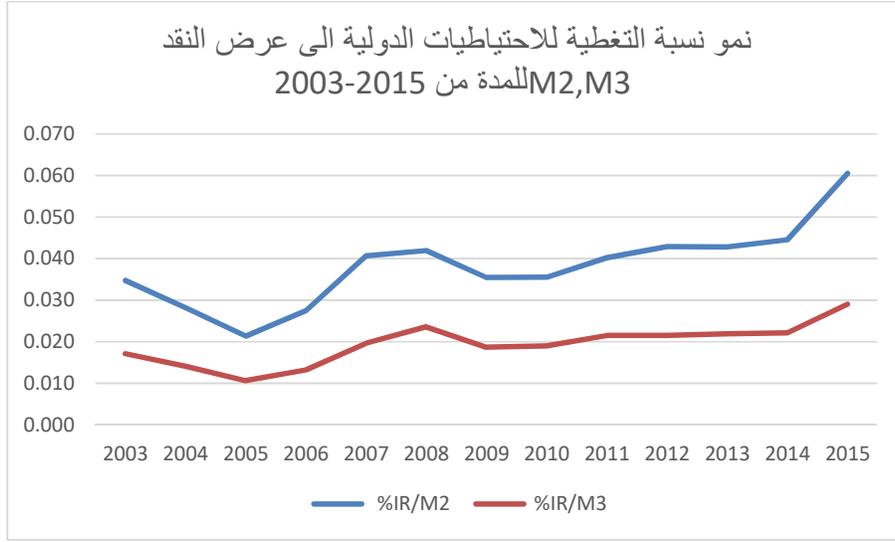
الجدول 13

كفاية الاحتياطيات الدولية الى (M2)، (M3) في البرازيل للمدة 2003-2015

%IR/M3	%IR/M2	IR	\$(M3)	\$(M2)	السنوات
0.017	0.035	48,847.00	285,527,552.62	140,622,232.82	2003
0.014	0.028	52,462.00	372,558,788.06	185,972,921.69	2004
0.011	0.021	53,245.00	498,526,432.75	248,927,240.91	2005
0.013	0.028	85,156.00	644,630,357.48	309,501,518.34	2006
0.020	0.041	179,433.00	913,650,381.25	441,276,503.25	2007
0.024	0.042	192,844.00	816,790,942.56	459,286,904.37	2008
0.019	0.035	237,364.00	1,266,231,900.71	669,303,033.79	2009
0.019	0.036	287,056.00	1,512,480,128.13	808,155,771.74	2010
0.021	0.040	350,356.00	1,630,234,559.93	870,174,067.68	2011
0.022	0.043	369,566.00	1,718,040,814.33	861,500,340.77	2012
0.022	0.043	356,214.00	1,623,740,334.78	831,352,737.70	2013
0.022	0.045	360,965.00	1,626,189,292.97	809,684,511.71	2014
0.029	0.060	354,175.00	1,219,023,615.59	585,451,821.12	2015
0.252	0.497	التراكمي			
0.019	0.038	المعدل			

*المبالغ - ملايين الريال البرازيلي

* الجدول من اعداد الباحث - الاعتماد على - دول 9,10,11



الشكل 25

*الشكل من اعداد الباحث - الاعتماد على بيانات الجدول 13

المبحث الثالث

تجربة العراق للمدة 2003-2015

3-1- لمحة على الواقع الاقتصادي العراقي

ساد مصطلح الاقتصاد الريعي او الدول الريعية بصورة واسعة مذ سبعينات القرن الماضي ، اذ كان وصفا مقترنا بالدول المصدر للنفط ، ويستمد ذلك المعنى من الدخل المتأتي من موارد طبيعي ما كالأرض والمناجم والموارد البترولية المستخرجة من الأرض ، ويمتد هذا التفسير الى وضع جميع الموارد المتأتية من الطبيعة او الموقع الجغرافي سواء كان استراتيجيا او سياحيا فضلا عن المساعدات والهبات التي تحصل عليها تلك الدول سواء بطريقة مباشرة او غير مباشرة بالإضافة الى قنوات التحويلات الخارجية لمواطنيها العاملين خارج الحدود(الشمري، 2010: 2) ، ويندرج الاقتصاد العراقي ضمن ذلك المصطلح ، ويحتل قطاع النفط نسبة 95% من الإيرادات العامة ضمن القنوات الدخل للعملة الأجنبية، وعلى أساس تلك الإيرادات تبنى الموازنة العامة سنويا للبلد والمقادة طوعا الى تلك الإيرادات، والأخيرة خاضعة لتقلبات أسعار العرض والطلب في الأسواق العالمية ، ومن ثم ان أي تغير لصادرات ذلك القطاع سواء كان كمي او سعري في هذا الجانب سوف ينعكس تأثيره على قيمة تلك الإيرادات ومن ثم على الموازنة العامة وبرامجها التنموية (سالم، 2012: 43)، وانعكست صفة الاقتصاد الاحادية للبلد باعتبار النفط المصدر الوحيد للدخل بمجموعة من الاثار السلبية على الواقع الاقتصادي للبلد ، لاسيما ان هذه الإيرادات متأتية من موارد طبيعية قابلة للنفاد واسعارها غير مستقرة ، ومن ثم اصبح الاقتصاد العراقي خاضعا لتلك التقلبات بصورة حتمية ، الامر الذي جعله اقتصادا هشاً ضد أي صدمات خارجية مؤثرة على ذلك المورد (الشمري وعبد الرضا، 2016: 2)، وكباقي الدول الريعية تعاني السياسة النقدية في العراق من إيجاد توافق مع السياسة المالية ، وبالخصوص التوقعات التضخمية عن طريق عدم اخضاع اتجاهات صرف الموازنة لرؤية السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية المستدامة (قاسم، 2011: 5)، وتتفاوت فعالية السياسة المالية والنقدية متأثر بطبيعة الاقتصاد العراقي ، ففي الوقت الذي تكون الإيرادات تحت ضغط السياسة المالية، والمعكوسة بصور واضحة في الانفاق الحكومي ، يتبعها بالمسار نفسه البنك المركزي عن طريق الانفاق العام ، بالمقابل تكون السياسة النقدية مفاد بحجم تلك الإيرادات ، وهي أيضا محجمة بأسعار وكمية الصادرات النفطية ، ونتاج هذا التفاوت بين السياستين من احداث حالة من الاربك في بعض المتغيرات الاقتصادية ، لاسيما تلك المتمثلة بدعم قيمة العملة المحلية ، والذي انتج ضغوط على إدارة احتياطات الدولية لدى البنك المركزي (حسن، 2016: 3)، فضلا عن ان من اهم المشاكل التي يواجهها الاقتصاد العراقي هي اعتماده بصورة كبيرة على القطاع الحكومي في الدخل العائلي ، يقابله ضعف اليات السوق في تحفيز القطاع الخاص لغرض تنشيط الاستثمارات الإنتاجية ودعم الاقتصاد المحلي من جانب اخر (علي، 2014: 3).

3-2- إدارة الاحتياطات الدولية في العراق

مثل سائر الدول النفطية تكون معظم إيرادات البلد بالعملة الأجنبية المتأتية من صادرات ذلك القطاع وبطبيعة الحال تحتاج الحكومة لتمويل موازنتها بالعملة المحلية ، فيتم مفايضة العملات الأجنبية بعملة محلية مع البنك المركزي ، وتتطوي هذه العملية على حركتين باتجاهين

متعاكسين ، الأول هو التوسع النقدي بمقدار قيمة العملات الأجنبية التي تم تبادلها مع البنك المركزي ، والأخر هي عملية استعادة العملة المحلية الى البنك المركزي عن طريق مبادلة العملة الأجنبية التي تم حيازتها من العملية الأولى بمقدار مشتريات القطاع الخاص ، ويكون صافي تلك العملية هو مقدار التغير الجديد في حجم الاحتياطيات الدولية بمقدار التغير في الأساس النقدي ، ضمن ميزانية البنك المركزي (علي، 2015: 467) .

وحدد قانون البنك المركزي رقم 54 لسنة 2004 المؤسسة مسؤوليتها عن إدارة ومراقبة السياسة النقدية في البلد بضمنها توجيه النظام النقدي، فضلا عن المهام التقليدية التي تقوم بها اغلب البنوك المركزية، ومن ضمنها اصدار ومراقبة النقد المحلي، وإدارة الاحتياطيات، ومراقبة الجهاز المصرفي، والعمل كبنك للحكومة بصفته بنك الدولة اضافة الى كونه بنك البنوك في إدارة الاحتياطيات للبنوك التجارية والملجأ الأخير لتلك المصارف (قاسم، 2011: 4).

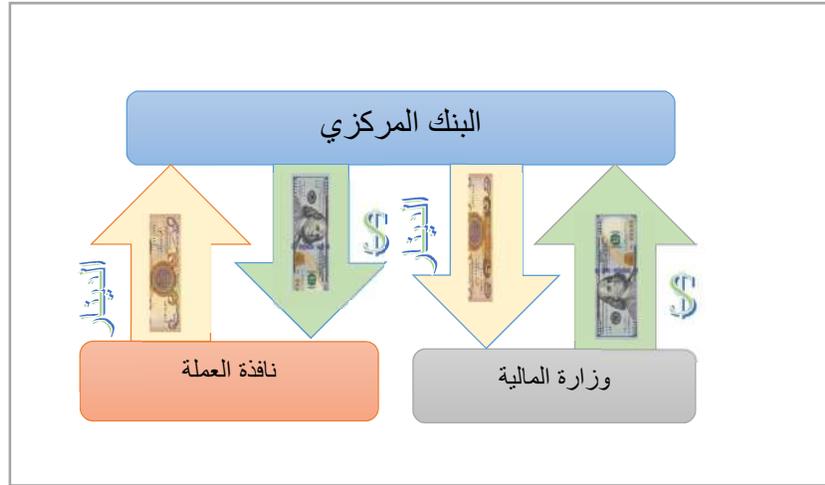
وقد اعقب عام 2003 تطور واضح في اندماج البنك المركزي العراقي على النظام المالي الدولي، لاسيما بعد لرفع الحصار الاقتصادي واطلاق الأرصد المجمدة لدى المصارف العالمية، الامر الذي انعكس على إعادة ادارة وبناء الاحتياطيات الدولية، والأخيرة بطبيعة الحال تمثل غطاء العملة المحلية المصدرة فضلا عن انها عامل دعم لتلك العملة عن طريق استقرار سعر الصرف، وكانت المحطة الأبرز في ذلك عن طريق إدارة البنك المركزي بصورة مباشرة لصندوق تنمية العراق Dfi والذي أوسس بموجب قرار مجلس الامن الدولي رقم 1483 في عام 2003، وبالتحديد خلال المدة ما بين 2004 - 2011، اذا تغير وضعة القانوني لمصلحة العراق بعيدا عن وصايا الأمم المتحدة بعد انتهاء الحماية الدولية للأموال العراقية عند نهاية تلك المدة (قاسم، 2012: 54).

ولغرض تلبية احتياجات طلب العملة الأجنبية للقطاع المتنوع لاسيما القطاع الخاص داخل الاقتصاد قام البنك المركزي العراقي بتحقيق ذلك عبر مزاد العملة الذي انشأه بعد عام 2003 ومازال العمل به مستمرا حتى الان، واستطاعت هذه النافذة التي تمثل بمثابة السوق المركزي للعملة الأجنبية من تحقيق جملة من الأهداف، ومن بين ذلك تقليص الفرق بين سعر الصرف الحقيقي والاسمي الى اقل حد ممكن، وهذا الاخير ينعكس بطبيعة الحال على استقراره الوضع الاقتصادي بصورة عامة، فضلا عن العودة للعملة المحلية كمخزن للقيمة من جديد ، بعد ان كانت غير ذلك قبل 2003 (الخرجي ، 2010 : 7) .

وفي ظل هذه الدائرة المتمثلة باستلام النسبة الأكبر من إيرادات وزارة المالية بالعملية الأجنبية متمثلا بالدولار الأمريكي ومتمثلة بالطرف الأول ، يقابلها بالجانب الاخر نفقاتها بالدينار العراقي والمتجسد ذلك بصورته الواضحة داخل الموازنة العامة للدولة ، فيما يكون الطرف الثاني متمثلا بالبنك المركزي ولصفته الاحتكارية لجانبي إدارة الاحتياطيات الدولية وإصدار العملة بدور الوسيط ويقف جانب القطاع الخاص طرف ثالث ضمن هذه الدائرة بصفته الطرف الطالب لصرف الأجنبي ومحصلة هذه العملة تكون اثارها واضحة على الاحتياطيات الدولية ، فاذا ما كان هنالك الطلب على الصرف الأجنبي اقل من متحصلات البنك المركزي فان الفائض يذهب الى تراكم تلك الاحتياطيات والعكس بصورة حتمية تحمل اثارها السبيلة على تلك الاحتياطيات ، ويشكل الحفاظ على سعر الصرف المستهدف للعملة المحلية أساس لتلك العملية (العلاق ، 2015 ، 2) ويوضح المخطط (5) العلاقة بين الأطراف الثلاث .

المخطط 5

علاقة البنك المركزي بين وزارة المالية ومزاد العملة



*المخطط من اعداد الباحث الاعتماد على ما تم ذكره

3-3 - تطور الاحتياطيات الدولية للفترة 2003-2015

ومن خلال تتبعنا للجدول (14) خلال مدة الدراسة، نجد ان الاحتياطيات الدولية قد ضمت جميع مكونات تعريف الاحتياطيات الدولية التي عرفها صندوق النقد الدولي، إذا شكلت SDR نسبة تراوحت ما بين 0.0017 و 0.0582 الى اجمالي الاحتياطيات، في حين شكلت نسبة الموقف لدى صندوق النقد الدولي الى اجمالي الاحتياطيات ما بين 0.0034 و 0.0336 في حين تراوحت نسبة الذهب الى اجمالي الاحتياطيات خلال المدة 0.0033 و 0.0567، وتراوحت نسبة الأصول الأجنبية الى اجمالي الاحتياطيات لنفس المدة 0.8982 و 0.9886.

ومن خلال تحليلنا للجدول (15) والذي يضم الاحتياطيات الدولية عدا الذهب لسنة الأساس لدراسة 2003، نجد ان الاحتياطيات الدولي كانت بمقدار 23.36 مليون دولار امريكي إذا مثلت اقل نسبة خلال مدة الدراسة ويعود الامر للاضطرابات السياسية والحروب داخل العراق لتلك المدة وما تابعها من اعمال تخريب وهشاشة الوضع الامني والارباك في الأنظمة والقوانين الحكومية والمعكوس سلبي على الوضع الاقتصادي.

وسجلت الاحتياطيات الدولية 7824.1 مليون دولار امريكي عام 2004 بمعدل تغير سنوي 33,394% ومثلت قفزة كبيرة في الاحتياطيات الدولية وهذا يعود الى صدور قرار قانون البنك المركزي في تلك السنة والذي منح الصلاحية لتلك المؤسسة حصراً بإدارة الاحتياطيات الدولية، فضلاً عن تدفق الأموال من الدول العالمية للمساهمة في إعادة اعمار ما دمرته حرب 2003 وأطلق بعض الأموال المجمدة ما قبل تلك السنة، ونشاط القطاع النفطي من جديد.

وسجلت عام 2005 تغيرات سنويا بنسبة 55 % وبلغت 104.10 12 مليون دولار ويعود ذلك الارتفاع الى نمو القطاع الإنتاجي النفطي حيث بلغ انتاج النفط الخام 678.8 مليون برميل، بلغ المصدر منه لتلك السنة 488 مليون برميل بسعر 53.5 دولار/برميل، ولغرض تمويل أنفاق الحكومي قامت وزارة المالية بزيادة عملية حجم مبيعات العملة الأجنبية الى البنك المركزي وسجلت الاحتياطيات الدولية نسبة تغير الى السنة الأساس 51,715 %.

وشهد عام 2006 تغير ملحوظا في الاحتياطيات الدولية إذا سجلت تغير سنويا بمقدار 65 % ولسنة الأساس 85,225 % ويعود ذلك استمرار وزارة المالية بشراء الدينار العراقي من البنك المركزي مقابل المتحصلات الدولار من إيراداتها، لغرض تغطيه نفقاتها التشغيلية والاستثمارية ضمن موازنتها لتلك السنة، إذا سجل سعر النفط لتلك السنة 55.56 دولار/برميل.

واستمر تغير الاحتياطيات الدولية في عام 2007 ليحقق نسبة نمو سنوي إيجابيا جديدا عن العام الذي سابقة بمعدل 57 % فيما كان لسنة ال أساس 133,879 % ونتيجة للاستقرار الوضع الأمني لتلك السنة والتوسع في مجال الانفاق الحكومي على الخدمات العامة، مقترنا ذلك بارتفاع أسعار النفط العالمية الى 62.67 دولار/برميل، الامر الذي زاد من الطلب على الدينار العراقي من لدن وزارة المالية مقابل العملة الأجنبية المدفوعة الى البنك المركزي.

وسجلت الصادرات النفطية لتلك السنة 1.85 مليون برميل بسعر عالمي 88.8 دولار / برميل، الامر الذي انعكس على مبيعات وزارة المالية الى البنك المركزي وبلغت 46 مليار دولار لعام 2008 شكل جزء منها كودائع لوزارة المالية لدى البنك المركزي، وبلغت نسبة النمو السنوي لتلك الاحتياطيات 60 % فيما كان لسنة الأساس 213,675 %.

وانعكست الازمة العالمية عام 2009 بصورة واضحة على نمو الاحتياطيات الدولية، إذا سجلت تغير سنوي (-12) % ونمو لسنة الأساس بمقدار 188,802 %، إذا انخفضت نسبة قيمة الصادرات 37% عما كانت عليه لسنة السابقة وبلغت 39 مليار دولار مقابل 61.9 مليار دولار لسنة 2008 وسجل متوسط سعر النفط عالميا 58.96 دولار/ برميل، وسجلت مشتريات البنك المركزي من العملات الأجنبية 23 مليار دولار مصدرها الرئيسي وزارة المالية.

وعادت الاحتياطيات الدولية مرة أخرى لتغير في سنة 2010 محققه معدل تغير سنوي 14 % ولسنة الأساس 215,469 % وهو اعلى من معدل للتغير لسنتي 2008 و 2009، والنتائج عن ارتفاع العائدات النفطية إذا بلغ متوسط سعر البرميل 75.61 دولار/برميل، يقابله ارتفاع الانفاق العام الممول من الحكومة، وبلغت الكمية المشترة من وزارة المالية 41 مليار دولار وهي اعلى مما كانت عليه في العام الماضي بنسبة 78 %.

وحققت الاحتياطيات الدولية تغير مميز في سنة 2011 نسبة الى السنتين السابقتين بمعدل سنوي 21 % والى السنة الأساس 259,936 %، ويعود هذا الارتفاع من تعافي الطلب العالمي للنفط والذي بلغ معدل سعر برميل النفط 103 دولار/ برميل، يقابلها انخفاض في الانفاق العام بنسبة 17.7 %.

واشرت الاحتياطيات الدولية معدل غير سنويا 13% ولسنة الأساس 294,135% عند سنة 2012، مقترن بارتفاع متوسط سعر برميل النفط الى 106.3 دولار/برميل، وسجلت الكمية المشتراة للعملة الأجنبية من لدن البنك المركزي عن طريق وزارة المالية 57 مليار دولار.

الجدول 14 م

كونات الاحتياطيات الدولية لدولة العراق

للفترة 2015-2003

ت	السنة	SDR	لدى الصندوق الدولي	الذهب	أصول □ نبية	□ مالي الاحتياطيات
1	2003	0	0	0.14	23.36	23.5
2	2004	459.9	265.7	79	7,098.50	7,903.10
3	2005	419.6	244.5	96.8	11,439.90	12,200.80
4	2006	438.8	257.4	121.8	19,235.70	20,053.70
5	2007	139.7	270.4	157.8	30,887.50	31,455.40
6	2008	143.1	263.5	163.1	49,531.10	50,100.80
7	2009	1,818.30	268.2	208.2	42,041.00	44,335.70
8	2010	1,773.90	263.5	266	48,319.60	50,623.00
9	2011	1,743.80	262.7	296.9	58,737.90	61,041.30
10	2012	1,724.40	263	1,593.60	66,746.10	70,327.10
11	2013	1,552.40	263.5	1,631.00	74,296.30	77,743.20
12	2014	726.7	247.9	3,463.20	61,911.40	66,349.20
13	2015	94.2	237.1	3,067.60	50,659.60	54,058.50

نسبة كل عنصر الى □ مالي الاحتياطيات

ت	السنة	النسبة الى الاحتياطيات	النسبة الى الاحتياطيات	النسبة الى الاحتياطيات	النسبة الى الاحتياطيات	نسبة التغير في الاحتياطيات السنوية
1	2003	0	0.00	0.01	0.99	0.00
2	2004	0.0582	0.0336	0.01	0.8982	30287.41
3	2005	0.0344	0.02	0.0079	0.9376	61.16
4	2006	0.0219	0.0128	0.0061	0.9592	68.15
5	2007	0.0044	0.0086	0.005	0.9819	60.57
6	2008	0.0029	0.0053	0.0033	0.9886	60.36
7	2009	0.041	0.006	0.0047	0.9482	-15.12
8	2010	0.035	0.0052	0.0053	0.9545	14.93
9	2011	0.0286	0.0043	0.0049	0.9623	21.56
10	2012	0.0245	0.0037	0.0227	0.9491	13.63
11	2013	0.02	0.0034	0.021	0.9557	11.31
12	2014	0.011	0.0037	0.0522	0.9331	-16.67
13	2015	0.0017	0.0044	0.0567	0.9371	-18.17

*المبالغ □ ملايين الدولارات الامريكية

*الجدول من اعداد الباحث استنادا الى تقاير IMF لسنوات متعددة

* سنة 2003 من تقاير البنك المركزي العراقي 2004

واستمر نمو الاحتياطيات الدولية لعام 2013 مسجلة تغير سنويا 11 % ولسنة الأساس 325,723 % وهي اعلى نسبة مسجلة خلال مدة الدراسة وسجلت الاحتياطيات 76,112.20 مليار دولار ، اذا على رغم من انخفاض أسعار النفط الى 103 دولار /برميل بالإضافة الى ارتفاع الإنتاج الى 3مليون الا ان الكميات المصدرة ضلت باقيه على حالها ، وسجلت مشتريات البنك المركزي من الصرف الأجنبي عن طريق وزارة المالية 62 مليار دولار .

وشهد عام 2014 انخفاض الاحتياطيات الدولية بتغير سنوي (-17%) فيما كان لسنة الأساس 269,103 % وهو اقل بطبيعة الحال عما كان عليه في السنة السابقة ، ويعد للوضع السياسي التأثير الأهم في ذلك نتيجة دخول الإرهاب بصورة جديدة في العراق عبر تنظيم (داعش) وهذا والذي قادة الى ارباك الوضع الأمني وسيطرة التنظيم على جزء من الموارد الاقتصادية ، مقترن ذلك أيضا بهبوط أسعار النفط الى 96دولار/برميل نتيجة انخفاض الطلب العالمي ،برغم من ارتفاع الصادرات من 2.4مليون عام 2013 الى 2.5 مليون برميل عام 2014 ، بالمقابل سجلت النفقات العامة انخفاض بمقدار (29.9 -) % ، فيما كان نصيب القطاع النفطي من اجمالي الإيرادات العامة 92.1 % .

واستمرت الاحتياطيات الدولية بالتراجع في سنة 2015 اذ سجلت معدل تغير سنوي (-19) % فيما كان لسنة الأساس 218,183 %، قابل ذلك انخفاض حاد في أسعار النفط ليسجل نهاية 2015 40 دولار /برميل ، وسجلت المشتريات الدولار للبنك المركزي من وزارة المالية 8450 مليون دولار ،بقابلها كمية مباعه عبر نافذة البيع (نقدا او تعزيز رصيد) 11778مليون دولار ، أي بفارق 3328مليون دولار، ويوضح الشكل (26) تغير مكونات الاحتياطيات الدولية عدا الذهب لمدة الدراسة .

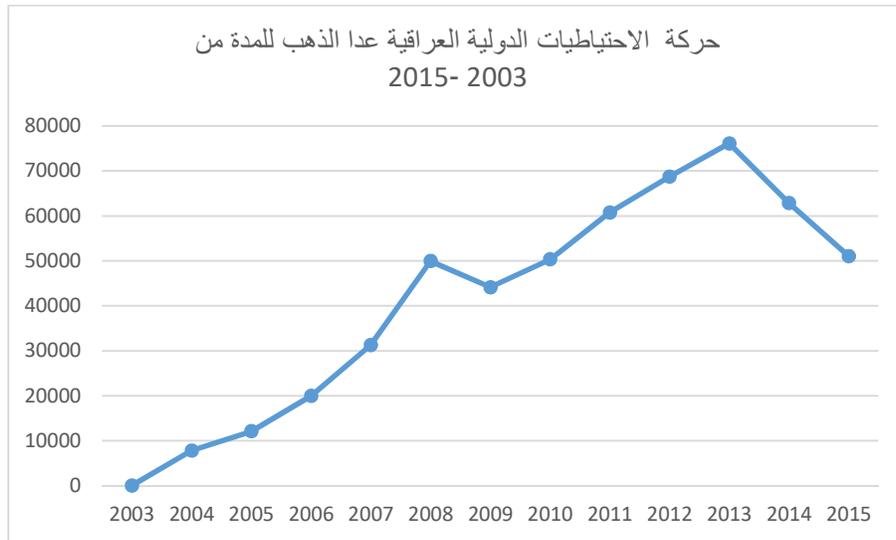
الجدول 15

نمو الاحتياطيات الدولية عدا الذهب في العراق

للمدة 2015-2003

السنة	الاحتياطيات عدا الذهب	التغير السنوي %	التغير لسنة الأساس %
2003	23.36	-	-
2004	7824.1	33,394	33,394
2005	12104.1	55	51,715
2006	19931.9	65	85,225
2007	31297.6	57	133,879
2008	49937.8	60	213,675
2009	44127.5	-12	188,802
2010	50357	14	215,469
2011	60744.4	21	259,936
2012	68733.4	13	294,135
2013	76112.2	11	325,723
2014	62885.9	-17	269,103
2015	50990.8	-19	218,183

*الجدول من اعداد الباحث استنادا الى تقاير IMF لسنوات متعددة
* سنة 2003 من تقاير البنك المركزي العراقي 2004



الشكل 26

* شكل من اعداد الباحث الاعتماد على بيانات الجدول 15

4-3-تغيرات سعر الصرف Exchange rate changes

من خلال الجدول (16) نتتبع تغيرات سعر الصرف الدينار العراقي امام الدولار الامريكي، نجد هنالك علاقة بين تغيرات سعر الصرف الدينار العراقي ومعدل التضخم العام للبلد. اذا كان سعر الصرف في نهاية سنة 2003 قد سجل 1771 دينار عراقي لكل دولار، فيما سجل سعر الصرف للدينار العراقي خلال عام 2004 مبلغ 1469 دينار لكل 1 دولار مسجل انخفاض مقداره -17.05 % ، ويعود سبب هذا الانخفاض الى فتح نافذة بيع العملة في البنك المركزي او ما يسمى نافذة مزاد العملة، في حين سجل عام 2005 سعر صرف 1487 بتغير سنوي مقداره 1.23، ويعزى هذا التغير الى لتشديد البنك المركزي على المصارف ببيع الدولار الى المواطنين لدعم قيمة الدينار العراقي مستثنين من ذلك الدوائر الحكومية، وبسبب السلوك الجماعي في تتبع الاشاعة المنتشرة عن نفاذ كمية العملة الصعبة لدى البنك المركزي خلال هذا العام ، اقترن ذلك بارتفاع التضخم لسنة 2005 بنسبة 0.27% عن سنة 2004 مسجلا 37% ، ويعود سبب ارتفاع الى الازمات الخانقة في قطاع الوقود سواء كان ذلك لأغراض استخدام اليات النقل او مكائن الإنتاج الصناعي المحلي مضاف اليه تدهور القطاع الكهربائي والذي انشاء ضغوطا إضافية في ذلك القطاع ، الامر الذي انعكس في باقي القطاعات الأخرى . وسجل سعر صرف الدينار العراقي انخفاضاً سنوياً ملحوظاً للسنوات من 2006-2009، إذا سجلت مبيعات البنك المركزي من الدولار في مزاد العملة للمدة من 2003/10/4 ولغاية 2007/12/1 مبلغ مقداره 42.071.003.950 دولار بمعدل يومي بلغ 35.108.391 دولار ،

وهو ما يهدف اليه البنك المركزي من خلال دعم وتقوية الدينار العراقي امام الدولار ، في حين ارتفع التضخم لسنوات لسنة 2006 مسجلا 53.2% بمعدل نمو سنوي 0.30 ومن ثم العودة الى الانخفاض مرة أخرى بشكل ملحوظ مسجلا عند 2009 نسبة (-2.8) وهو ما يعكس نجاح السياسة النقدية المتبعة من لدن البنك المركزي باستخدام سعر الصرف كمثبت لتضخم ، فضلا عن دعم الاستقرار المالية عن طريق عودة الدينار العراقي كمخزن للقيمة والمبادلة ، مما يقلل من ظاهرة التوقعات التضخمية ، هذا الامر دفع البنك المركزي من خفض سعر الفائدة الى 7% في نهاية عام 2009 بعد ان كان 15% بداية نفس السنة .

واستمر سعر الصرف عند 1170 دينار لسنوات 2010-2011 منسجما مع رغبة السياسة النقدية في تحقيق أكبر قدر ممكن من التوازن بين الضغوط التضخمية وسعر صرف الدينار العراقي، اما فيما يخص التضخم خلال المدة ذاتها فيعود جزاء منه الى ارتفاع أسعار السلع عالمية لاسيما الغذائية منها، فيما تمثل التضخمات المحلية نتيجة تأثيرها في قطاعات (السكن، المياه، الكهرباء، الغاز)، بالإضافة بعض السلع والخدمات لاسيما الذهب الذي سجل ارتفاعا مسبقا في تلك السنة والمتأثر بأسعارها على المستوى العالمي، فضلا عن العلاقة العكسية بين قيمة الدولار وأسعار السلع الأساسية .

وسجل سعر الصرف الاسمي لسنوات 2012-2013-2014 بثبات منخفض عن اخر سنه سابقا (-0.34) % وسجل 1166 دينار لكل 1 دولار، وبلغت مبيعات البنك المركزي من الدولار خلال سنة 2012 مبلغ 48.7 مليار دولار بمعدل بيع يومي 184 مليار دولار، فيما سجل التضخم لنفس المدة انخفاض حادا، نتيجة انخفاض التضخم المستورد لأغلب السلع والخدمات المستوردة، بسبب ارتفاع حصة الأخير في سلة المستهلك، إذا كان لانخفاض الأسعار العالمية لاسيما الغذائية تأثيرها في انخفاض مستوى التضخم لسنتين الأخيرتين من نفس المدة. وسجل سعر الصرف 1182 دينار لكل 1 دولار امريكي لعام 2015، مقترن بمبيعات البنك المركزي خلال السنة بمقدار 44,304 مليار دولار، ويوضح الشكل (27) حركة سعر الصرف امام الدولار الأمريكي طول مدة الدراسة.

الجدول 16

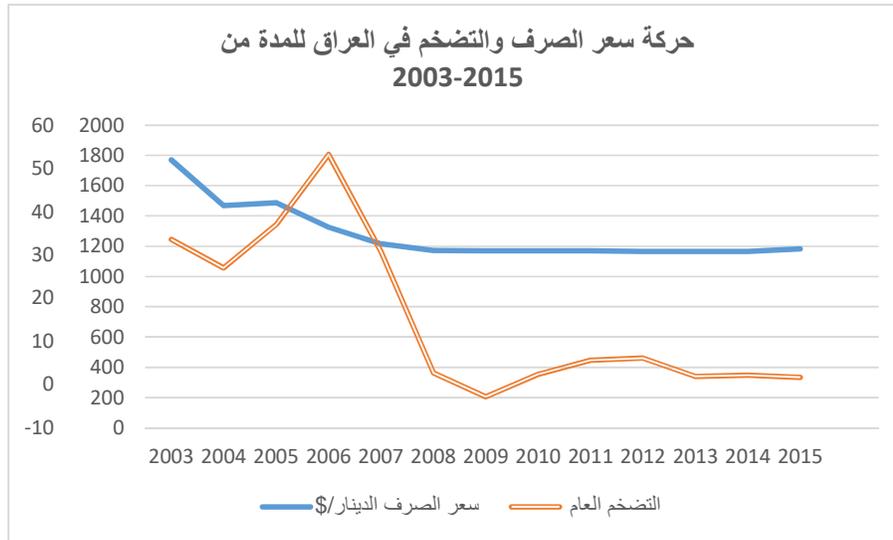
التغيرات في سعر صرف الدينار امام الدولار الأمريكي وتأثيره على التضخم في العراق للمدة من 2003-2015

السنة	سعر الصرف الدينار/\$	التغير السنوي %	التضخم العام	التغير السنوي %
2003	1771	-	33.6	-
2004	1469	-17.05	27	-19.64
2005	1487	1.23	37	37.04
2006	1325	-10.89	53.2	43.78
2007	1215	-8.30	30.8	-42.11
2008	1172	-3.54	2.7	-91.23
2009	1170	-0.17	-2.8	-203.70
2010	1170	0.00	2.4	-185.71
2011	1170	0.00	5.6	133.33
2012	1166	-0.34	6.1	8.93
2013	1166	0.00	1.9	-68.85
2014	1166	0.00	2.2	15.79

2015	1182	1.37	1.7	-22.73
------	------	------	-----	--------

*الجدول من اعداد الباحث، الاعتماد على نشرات IMF لسعر الصرف لسنوات متعددة

* حقل التضخم العام وسعر الصرف لسنة 2003، نشرات البنك المركزي لسنوات متعددة



الشكل 27

*الشكل من اعداد الباحث، الاعتماد الجدول 16

3-4- تغيرات عرض النقد

من خلال الجدول (17) نجد ان نمو عرض النقد كان بوتيرة صاعده للمدة من 2003-2010 لكل من M1-M2 على التوالي فيما اخذ بالانخفاض التدريجي بعد ذلك ليصل الى (-0.11) % في عام 2015.

حقق عرض النقد M1 معدل نمو سنوي في لسنة 2004 بلغ 61 % في حين سجل عرض النقد M2 نمو سنويا بلغ 6 %، ويعود سبب الى نمو الانفاق الحكومي والتوسعات في اعمال ووظائف مؤسسات الدولة والذي تحتم التوسع في الموازنة العامة للدولة، مدعوم ذلك بنمو الاحتياطات الدولية لدى البنك المركزي، وبداء القطاع النفطي بنمو من جديد خارج مذكرة التفاهم قبل 2003. إذا سجل عرض النقد M1 نمو بلغ 12% لعام 2005 ويعود السبب الأساسي زيادة العملة في التداول وانخفاض الودائع الجارية لدى البنوك مضاف اليه الانفاق الحكومي حيث بلغت 11,399 مليار دينار، في حين سجل M2 نسبة نمو لنفس السنة 20 % نتيجة التوسع في الائتمان لاسيما القروض الممنوحة لسكن والاستهلاك.

واستمر معدل النمو بمعدل متقارب للمدة 2006-2010 بين 36-39% لعرض النقد M1 ويعود من أسباب ذلك هو استمرار الدور التوسعي للدولة إذا سجل 17879 مليار دينار في عام 2010 مقترن ذلك بارتفاع صافي الموجودات الأجنبية لدى البنك المركزي، فضلا عن خفض نسبة الاحتياط القانوني من 25% الى 15 %، فيما سجل M2 معدل نمو ما بين 28% الى 30% للمدة من 2007-2010 والناتج عن توسع الائتماني للقطاع الخاص والقطاعات الأخرى، بعد ارتفاع التجارة الخارجية.

وسجل M1 انخفاض ملحوظ في عام 2011 إذا كان معدل النمو السنوي 2% قابله نمو بمقدار 5% لعرض النقد M3 ، ويعد هذا الانخفاض نتيجة السياسة المالية والنقدية لاسيما ضمن أهداف خفض التضخم بعد ان وصل الى اكثر من 6% خلال تلك السنة ، وشهد عام 2013 نمو عرض النقد M1 بنسبة 16% عن العام السابق، وهذا يعود الى ارتفاع العائدات النفطية الذي ينعكس بصورة تلقائية في الانفاق الحكومي، وإعلان الميزانيات الضخمة من الحكومة، فيما سجل M2 ايضا نمو مقداره 16%، وهذا يعود لحركة النقد بين الافراد والبنوك التجاري.

وسجلت سنوات 2014-2015 انخفاض واضح ليصل كل من M1, M2 الى نسبة (-10)% نهاية مدة الدراسة ، متأثر بالتأثير الانكماشى لصادفي الموجودات الأجنبية والنتائج عن الانخفاض الحاد في أسعار النفط الذي شهدته أسواق النفط العالمية في النصف الثاني ، ويوضح الشكل 28 حركة نمو عرض النقد m1,m2 خلال مدة الدراسة .

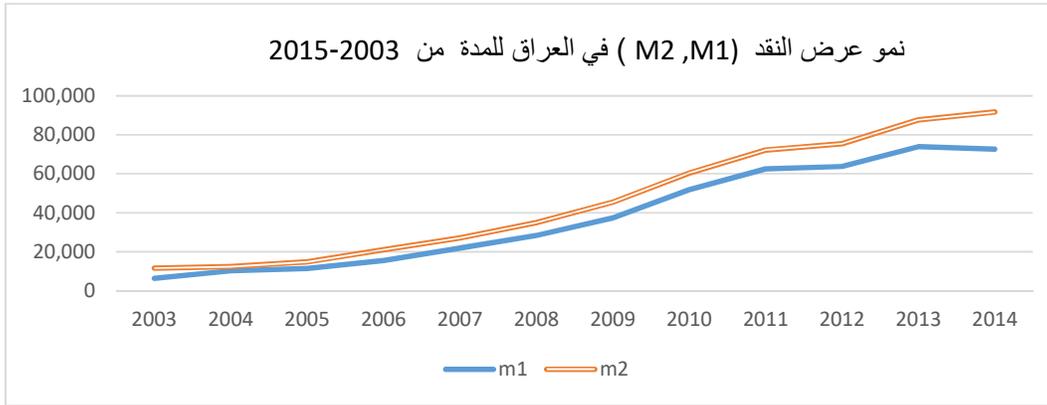
الجدول 17

تغيرات عرض النقد في العراق للمدة من 2003-2015

السنة	m1	نسبة التغير السنوي %	m2	نسبة التغير السنوي %
2003	6,294	-	11,517	-
2004	10,149	61	12,254	6
2005	11,399	12	14,684	20
2006	15,460	36	21,080	44
2007	21,721	40	26,956	28
2008	28,190	30	34,920	30
2009	37,300	32	45,438	30
2010	51,743	39	60,386	33
2011	62,476	21	72,180	20
2012	63,736	2	75,466	5
2013	73,831	16	87,679	16
2014	72,651	-2	91,704	5
2015	65,435	-10	82,600	-10

*الجدول من اعداد الباحث اعتمادا على بيانات IMF لسنوات متعددة .

* سنة 2003 من نشرات البنك المركزي العراقي .



الشكل 28

*الشكل من اعداد الباحث الاعتماد على بيانات الجدول 17

5-3-5 كفاية الاحتياطات الدولية للعراق

1-6-1 مؤشر R/M

سجل مؤشر كفاية تغطية الاحتياطات الدولية الى الواردات خلال مدة الدراسة معدلا شهريا نسبة تراوحت ما بين 4.46 شهرا الى 18.36 شهرا ، فيما كان معدل التغطية لمدة الدراسة 13.03، وهذا ما تضمنه الجدول (18) ، وشكل م (29) يوضح حركة المؤشر لمدة الدراسة وهذا ما يدل على كفاية تلك الاحتياطات ضمن المعايير المعتمدة لسقف المطلوب من 3-6 اشهر ، مما يدل في حرص السلطة النقدية في تدعيم هذه النسبة لغرض ضمان تلبية الاحتياجات الاستيرادية وضمن الصدمات الخارجية ، برغم من انها فوق المعدل المطلوب والتي يمكن توجيه الفائض منها نحو استثمارات مالية متنوعة لاسيما تلك التي تكون مضمونه وان كانت مصحوبة بعائد منخفض ، متجنبه بذلك كلفة الاحتفاظ بتلك الاحتياطات الفائضة .

1-6-2-2- نسبة تغطية الاحتياطات الدولية الى عرض النقد (M2 , M1)

طالما ان العراق يعتمد سعر الصرف المدار الذي يسمح له بالتدخل بصورة مستمرة في سعر الصرف، وبالنظر الى ان أكثر المختصين يجدون ضمن هذا النظام ان نسبة 10%-20% من الاحتياطات الدولية هي النسبة المقبولة لمواجهة عرض النقد M1, M2.

نجد من خلال تتبع الجدول (18) ان إدارة الاحتياطات الدولية قد حققت ذلك بصورة عالية، إذا سجلت نسبة الاحتياطات الى عرض النقد كما يوضحه الجدول رقم اعلى نسبة تغطية عام 2008 وبلغت 177.73 % لعرض النقد M1 فيما كانت تغطية M2 لنفس السنة 143.47 %، فيما كانت اقل نسبة تغطية عام 2003 إذا سجلت نسبة تغطية 0.37% لعرض النقد M1 ونسبة تغطية 0.20% لعرض النقد M2.

وكلا النسبتين سواء كانت الأعلى او الأقل في التغطية، تؤشر تمتع الاحتياط الدولية في العراق بقوة التغطية لعرض النقد بالمعنى الواسع، إذا سجل معدل التغطية لعرض النقد M1 طيل مدة الدراسة 154% في حين سجل عرض النقد M2 لنفس المدة 112%، ويشير هذا المؤشر من وجود فائض هائل عن الاحتياج الفعلي الذي يمكن ان يستغل في جوانب استثمارية أخرى بدلا من

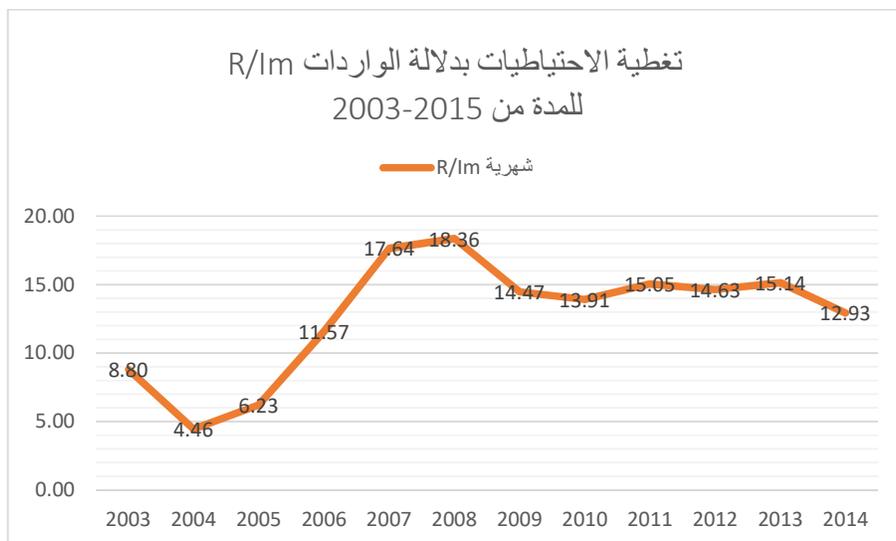
ارتفاع كلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية، ويوضح الشكل (30) حركة المؤشر خلال مدة الدراسة.

الجدول 18

مؤشر نسبة الاحتياطيات الى الودائع للعراق

السنة	R/im أسبوعية	R/im شهرية
2003	37.8	8.8
2004	19.1	4.46
2005	26.7	6.23
2006	49.6	11.57
2007	75.6	17.64
2008	78.7	18.36
2009	62	14.47
2010	59.6	13.91
2011	64.5	15.05
2012	62.7	14.63
2013	64.9	15.14
2014	55.4	12.93
2015	51	11.9
المتراكم	669.8	156.29
المعدل	55.82	13.02

*الجدول من اعداد الباحث الاعتماد على بيانات IMF لسنوات متعددة
* سنة 2003 من منشورات البنك المركزي



الشكل 29

الشكل من اعداد الباحث الاعتماد على بيانات الجدول 18

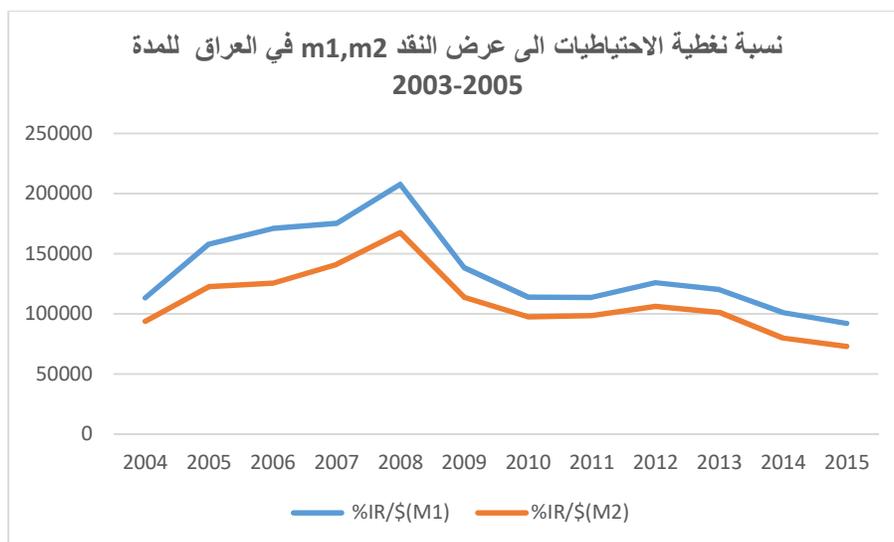
الجدول 19

مؤشر كفاية الاحتياطيات الدولية الى (M1 ، M2) في العراق للمدة 2015-2003

السنة	سعر الصرف ae	m1	m2	IR	IR/\$(M1)	%IR/\$(M2)
2003	1771	6,294.00	11,517.00	23.50	0.37	0.20
2004	1469	10,149.00	12,254.00	7,903.10	77.87	64.49
2005	1487	11,399.00	14,684.00	12,200.80	107.03	83.09
2006	1325	15,460.00	21,080.00	20,053.70	129.71	95.13
2007	1215	21,721.00	26,956.00	31,455.40	144.82	116.69
2008	1172	28,190.00	34,920.00	50,100.80	177.73	143.47
2009	1170	37,300.00	45,438.00	44,335.70	118.86	97.57
2010	1170	51,743.00	60,386.00	50,623.00	97.84	83.83
2011	1170	62,476.00	72,180.00	61,041.30	97.70	84.57
2012	1166	63,736.00	75,466.00	70,327.10	110.34	93.19
2013	1166	73,831.00	87,679.00	77,743.20	105.30	88.67
2014	1166	72,651.00	91,704.00	66,349.20	91.33	72.35
2015	1182	65,435.00	82,600.00	54,058.50	82.61	65.45
				المتراكم	1341.51	1088.71
				معدل التغطية	103.19	83.75

* المبلغ ملاين الدينار العراقي

* الجدول من اعداد الباحث الاعتماد على بيانات الجدول 15,16,17



الشكل 30

الشكل من اعداد الباحث، الاعتماد على بيانات الجدول 19

الفصل الثالث

تفسير وتحليل ديناميكية العلاقة بين متغيرات

الدراسة لمذول العينة

(الإطار العملي)

الفصل الثالث

تقدير وتحليل ديناميكية العلاقة بين متغيرات الدراسة لدول العينة

(الإطار العملي)

المبحث الأول

توصيف النموذج القياسي

تمهيد

تبقى العلاقة بين المتغيرات المالية والنقدية والتي بنية على نظريات اقتصادية مجردة مالم يتم عكس معالمها في ضوء البيانات الإحصائية الحقيقية والتي هي من مهمات الاقتصاد القياسي، والذي يعكسه الطابع الكمي بين متغيرات عينة الدراسة (بخيت وفتح الله، 2002: 17)

أنَّ الغرض الرئيس من هذا المبحث هو توصيف نموذج لتعيين المتغيرات المستقلة المتمثلة بعرض النقد وسعر الصرف الأجنبي وتشخيص مدى تأثيرها في الاحتياطات الدولية لدول العينة المتمثلة (اليابان، البرازيل، العراق).

ومن المهم أن يكون هيكل النموذج منسجماً في علاقاته مع الفرضيات التي تعرضنا لها سابقاً، وأن تكون المعايير المستخدمة للحكم عليه وتقويم صلاحيته التجريبية منسجمة مع غرضه. علماً أنَّ النموذج القياسي المقترح قد تم توصيفه بناء على الدراسات النظرية والتجريبية.

أولاً: هيكل النموذج

ان دراسة أي ظاهرة ومعرفة الظواهر الأخرى التي تؤثر عليها، يمكننا ان نفسر مقدار ذلك التأثير والارتباط بين تلك الظواهر، وعن طريق ذلك نستطيع السيطرة على تلك الظاهرة سواء كان بزيادة او تقليل وبحسب طبيعة العلاقة لموضوع البحث (البياتي والقاضي، 2010: 19).

وبالاعتماد على الجانب النظري والتي حددت لنا طبيعة العلاقة ما بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وفق المعادلات التالية:

-معادلة الانحدار البسيط

$$Y=B_0+B_1X_1+ e_i$$

ب - معادلة الانحدار المتعدد

$$Y=B_0+B_1X_1+B_2X_2+ \dots B_nX_n +e_i$$

يمكننا ان نمثل تلك المتغيرات وحسب طبيعتها بالآتي:

1-1- المتغيرات المستقلة:

1-1-1- سعر الصرف الأجنبي (EX): تم الأخذ بسعر صرف للعملة المحلية امام الدولار الأمريكي (نهاية المدة) بوصفه أحد العملات المطلوبة والمتداولة في أسواق الصرف الأجنبي الأكثر تداولاً.

$$IR=b_0+b_1EX+ e_i$$

1-1-2- عرض النقد (M2): ويتضمن (النقد المتداول+ الودائع تحت الطلب + الودائع لأجل + حسابات التوفير).

$$IR= b_0+b_1M_2+ e_i$$

1-1-3- عرض النقد (M3): ويتضمن m_2 مضاف اليه جميع الودائع لدى المؤسسات التي لا تملك صفة البنوك مثل مؤسسات الادخار بجميع أنواعها او صناديق الاستثمار بتنوعه وكل ما في حكم ذلك.

$$IR= b_0+b_1M_3+ e_i$$

2-1- المتغير المعتمد (التابع):

الاحتياطيات الدولية (IR) والتي تمثل جميع مكونات الاحتياطي

$$IR = \text{Forex} + \text{Gold} + \text{SDR} + \text{IMF} + \text{othre}_R$$

وعلى رغم من اعتماد الذهب *Gold* كغطاء للعملة المحلية لم يتلاشى بصوره نهائية بعد انهيار قاعدة الذهب، الا هذا الجزء من الاحتياطيات أصبح ذو أهمية نسبية ضئيلة جدا (الشاذلي, 2014: 9)

وفي هذا الإطار يستخدم الكثير من الباحثين في قيا \square الاحتياطيات الدولية بما فيهم صندوق النقد الدولي الاحتياطيات مستبعد منها الذهب تحت فقرة:

Total Reserves (Minus Gold) and Gold Holdings

بعد انهيار نظام التقاطع المتكافئ للعملات امام الدولار والدولار الى الذهب، والاعتماد على أسعار السوق في تحديد قيمة العملات المتداولة. (IMF, 2016: 12)

وبموجب ما ذكر يكون (IR) المحسوب يعبر عنه:

$$IR = (\text{Forex} + \text{SDR} + \text{IMF} + \text{othre}_R) - \text{Gold}$$

إذا يمثل:

Forex = وتعني العملات الأجنبية القابلة للتحويل إلى بعضها البعض مضاف إليها الأوراق المالية الأجنبية (SEC) وكذلك الودائع (DEPO) بالعملة الأجنبية لدى البنك المركزي.

SDR = حقوق السحب الخاصة

IMF = موقف البلد عند صندوق النقد الدولي فضل عن القروض والاقتراض من الصندوق.

othre_R = أي أصول اخره تكون متاحه للبنك المركزي ولم تدرج ضمن البنود السابقة ، وتعبر المعادلة التالية عن طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة

$$IR=b_0+b_1EX+b_2M_2+b_3M_3+e_i$$

ثانيا: أساليب التحليل

أعتمد الباحث في هذه الدراسة المنهج التحليلي بالاعتماد على بعض المقاييس الإحصائية التي تتلاءم مع المنطق العلمي لطبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة وفق النظريات المفسرة لتلك العلاقة

ومن أجل اختبار فرضيات الدراسة وقياسها، إذا تمت الاستعانة بمجموعة من الأساليب الإحصائية والاختبارات بالاستعانة بالبرنامج الإحصائي (SPSS):

- 1- اختبار (T) وتستخدم لاختبار معنوية معلمة متغيرات الدراسة.
- 2- معامل التفسير (معامل التحديد) (R^2): وهو يوضح مقدار التغيرات الحاصلة في المتغير المعتمد التي من الممكن تفسيرها عن طريق المتغير المستقل.
- 3- اختبار (F) وقد تم استخدامه في اختبار معنوية العلاقات المقدره للنموذج كله.
- 4- معامل الارتباط بين المتغيرات (r)
- 5- اختبار (D. W)

ثالثا: تقويم النموذج

وبما ان غرضنا الرئيس من النموذج تحليل البيانات المتوفر اختبارها وليس التنبؤ فإن تقويم صلاحيته التجريبية يجب أن يستند إلى المعلمات الهيكلية المنفردة اختبار (t) ، وبعد احتساب قيمة (t) تقارن بقيمتها الجدولية عند مستوى معنوية (5%) ودرجة حرية (n-1)، واحتساب قيمة (F) ومقارنتها بقيمتها الجدولية عند مستوى معنوية (5%) و درجة حرية (k-1,n-k) ثم تقويم النموذج المقدر فضلاً عن معامل التحديد (R^2) الذي يوضح نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في تفسير التغيرات الحاصل في المتغير المعتمد (التابع) .

رابعا: تقدير النموذج

بعد اكمال تهيئة البيانات موضع البحث من إصدارات صندوق النقد الدولي (IMF) وباستخدام برنامج (SPSS) الجاهز على الحاسوب الآلي تم الاعتماد على أسلوب الانحدار الخطي البسيط لقياس تأثير متغير مستقل امام متغير تابع، والانحدار الخطي المتعدد بالنظر لوجود أكثر من متغير مستقل، وتم تقدير قيم المعلمات للنموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (ols) ذلك لأنها تقي بفرضيات هذه الطريقة وفي الوقت نفسه تمتاز بإعطائها أفضل التقديرات عند مستوى معنوية (5%)

خامسا: تحليل وتقدير العلاقة بين متغيرات الدراسة

لغرض معرفة قيا تأثير المتغير المستقل الاول سعر الصرف EX والذي نرسم له (X_1) ، والمتغير المستقل الثاني عرض النقد M_2 والذي نرسم له (X_2) والمتغير المعتمد الثالث عرض النقد M_3 والذي نرسم له X_3 ، فضل عن الاحتياطات الدولية (IR) كمتغير معتمد والذي نرسم له (Y) ، ومن خلال هذا المبحث سوف نحلل مدى تأثير المتغيرات المستقلة (X_1, X_2, X_3) في تكوين وتراكم الاحتياطات الدولية (Y) لدول العينة ، وكيف استطاع البنك المركزي لدول العينة في استخدام تلك المتغيرات في التأثير في الاحتياطات الدولية بافتراض ثبات العوامل الأخرى ، وعن طريق دراسة بيانات دول العينة للمدة من (2003-2015) والتي تم نشرها من لدن صندوق النقد الدولي (IFM) لسنوات متعددة ، اذ تمثل عدد المشاهدات (N) .13

المبحث الثاني

تقدير وتحليل النموذج القياسي

أولاً: تقدير وتحليل النموذج القياسي لدولة اليابان

في هذه الفقرة سوف نستعرض المتغيرات موضع الدراسة بصورة مفصلة، إذا نستعرض تأثير كل متغير مستقل في المتغير المعتمد، وعرض تأثير كلا المتغيرين المعتمدين في المتغير التابع، بالإضافة الى علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة.
1-1 - الارتباط بين متغيرات الدراسة.

الجدول 20

علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة لدولة اليابان

Y X	correlations
X1&Y	0.282
X2&Y	0.890
X3&Y	0.837
Y&X1,X2	0.952

المصدر : نتائج الحاسب الإلكتروني للنموذج القياسي بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (SPSS)

ويوضح الجدول (20) على ان العلاقة بين سعر الصرف والاحتياطيات الدولية كان (0.282) وهي علاقة ذات ارتباط ضعيف وهذا ما يقودنا الى تطابق النظرية التي تفسر ان الدول التي تتبنى نظام سعر صرف عائم يكون الارتباط مع الاحتياطيات الدولية اقل من الدول التي تتبنى نظام سعر صرف ثابت او العائم المدار، وان تلك الدول لا تعول على سعر الصرف في تراكم احتياطياتها بصورة كبيرة او دعم عملتها المحلية في اطار ذلك، وتفسر الإشارة الموجبة الى اتجاهين الأول هو تأثير سعر الصرف في الاحتياطيات نتيجة انخفاضه امام العملات المكونة لتلك الاحتياطيات، والثاني تأثير سعر الصرف في الميزة التنافسية لصادرات، والأخير ممتد في تراكم الاحتياطيات، الا ان هذا التأثير ضعيف لدى اليابان نتيجة الأسلوب الذي اتبعته في التغلب في تأثير سعر الصرف باستخدام سعر السوق او بتقليل هامش الربح، فيما كان ارتباط عرض النقد (M2) والاحتياطيات الدولية (0.890) وهي علاقة ذات ارتباط موجب قوي، وهو يعكس اقتران نمو الاحتياطيات الدولية بنمو المعروض النقدي، وهذا يطابق النظرية التي تفسر نمو الاحتياطيات المتأتي من الإيرادات بالعملة الأجنبية مقابل استبدالها بالعملة المحلية، أي التوسع في المعروض النقدي مقترن بالنمو الناتج الإجمالي المحلي، ومن جانب اخر كان لخفض سعر الفائدة في القروض لغرض التوسع والنمو في الإنتاج ولاسيما لتلك السلع القابلة للتجارة او بطبيعة الانفاق الحكومي على المرافق العامة، او تلك الناتجة عن فائض الحساب الجاري، في حين كان الارتباط بين عرض النقد M3 والاحتياطيات الدولية (0.837) وهي أيضا علاقة موجبه جده، وهذا يدعم النظرية التي تفسر قوة وعمق السوق النقد وسوق راس المال لاسيما لتلك المؤسسات التي لا تتمتع بصفة البنوك

والتي عكست حركة رؤوس الأموال المتدفقة الى الداخل وهي أيضا تعكس فائض حركة حساب راس المال ضمن ميزان المدفوعات الذي يكون تأثيره ممتد الى الاحتياطات الدولية ، وظهرت العلاقة ما بين جميع المتغيرات المستقلة والمتغير التابع (0.952) بانها علاقة طردية قوية جدا موجبه، وهذا يفسر طبيعة السياسة المالية والنقدية المتبعة في الاقتصاد المالي والنقدي في اليابان .

2-1- تأثير سعر الصرف وعرض النقد (M2,M3) على الاحتياطات الدولية.

الجدول 21

علاقة التأثير بين متغيرات الدراسة لدولة اليابان

	النموذج Model	T	T	F	F	R ²	D.W
		المحتسبة	الجدولية	المحتسبة	الجدولية	%	
1	$Y = 1393346.055 + 3511.993 X1$	0.975	1.782	0.951	3.89	0.080	0.187
2	$Y = 760614.189 + 2329.054 X2$	6.467	1.782	41.826	3.89	0.792	0.819
3	$Y = 1295211.168 + 2108.758 X3$	5.068	1.782	25.681	3.89	0.700	0.578
4	$Y = 385648.638 + (-2628.610) X1 + 5269.421 X2 + 2844.358 X3$	1.645 2,327 1.262	1.782	29.120	3.49	0.907	1.929

المصدر : نتائج الحاسب الإلكتروني للنموذج القياسي بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (SPSS)

أفرز تحليل النموذج القياسي (SPSS) عدة نتائج لجدول (21) :

1- من خلال الفقرة (1) وباستخدام معادلة الانحدار البسيط لبيان تأثير المتغير المستقل $X1$ في Y في ظل ثبات العوامل الاخرى.

$$Y = B_0 + B_1 X_1 + e_i$$

ظهرت لدينا أعلاه أنّ التقدير علاقة سعر الصرف الأجنبي مع الاحتياطات الدولية و حسب اختبار (T) غير معنوي عند مستوى دلالة (5%) و كانت القيمة المحتسبة (0.975) اقل من القيمة الجدولية وهي (1.782) ومن ثم لا يمكن الاعتماد عليها في التحليل الاحصائي اذا اوضحت انه ليس هنالك علاقة ارتباط لسعر الصرف العائم في تكوين الاحتياطات الدولية، ومن ثم قبول الفرضية H_0 ورفض الفرضية البديلة ، وظهر (R²) بنسبة (0.080) وهي مقدار تفسير تأثير المتغير المستقل سعر الصرف في المتغير التابع الاحتياطات الدولية والمتبقي يعود الى عوامل أخرى في حين ظهرت اختبارات (F) ضعيفة المعنوية للنموذج حيث كانت (F) المحتسبة (0,951) في حين أنّ الجدولية كانت (3.89) وهذا يدل على عدم معنوية المعادلة ومن ثم لا يوجد تأثير لتغير سعر الصرف في تكوين الاحتياطات الدولية وهي نسبة ضعيفة جدا ، وأظهرت

نسبة (D.W) (0.187) وهي ضمن منطقة رفض الفرضية H_0 ووجود مشكلة ارتباط ذاتي وهذا يؤدي الى رفض النموذج وتمثلت معادلة الانحدار البسيط :

$$Y = 1393346.055 + 3511.993 X_1$$

2- من خلال الفقرة (2) وباستخدام معادلة الانحدار البسيط لبيان تأثير المتغير المستقل X_2 في Y في ظل ثبات العوامل الاخرى.

$$Y = B_0 + B_1 X_2$$

ظهرت لدينا أعلاه أنَّ التقدير المتعلق بعلاقة عرض النقد M_2 مع الاحتياطات الدولية و حسب اختبار (T) معنوي عند مستوى دلالة (5%) وكانت القيمة المحتسبة (6.467) ذات دلالة معنوية بالمقارنة مع (T) الجدولية (1.782) وهي تدعم رفض الفرضية H_0 وقبول الفرضية البديلة بوجود علاقة الارتباط بين عرض النقد M_2 و نمو الاحتياطات الدولية في الدول ذات الأسواق المتقدمة , وظهر (R^2) بنسبة (0.792) وهي تفسر مقدار تأثير التغير الذي يحدثه المتغير المستقل في المتغير التابع وهي نسبة عالية جدا ويعود المتبقي الى العوامل الأخرى ، في حين ظهرت اختبارات (F) معنوية النموذج اذا كانت (F) المحتسبة (41.826) في حين أنَّ الجدولية كانت (3.89) وهذا يدفع الى قبول النموذج في تفسير تأثير عرض النقد M_2 في الاحتياطات الدولية ، وكانت نسبة (D.W) (0.819) وهي ضمن منطقة قبول الفرضية H_0 بعدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي ، وهذا يدعم قبول النموذج وفق المؤشرات المذكورة والداعمة لذلك ، تمثله معادلة الانحدار البسيط :

$$Y = 760614.189 + 2329.054 X_2$$

إذا أوضحت ان تغير وحدة واحدة في عرض النقد M_2 يؤدي الى احداث تغير في الاحتياطات الدولية بمقدار 2329.054، ومن ثم يمكن الاعتماد على هذا النموذج في تفسير العلاقة ما بين عرض النقد M_2 والاحتياطات الدولية IR.

3- من خلال الفقرة (3) وباستخدام معادلة الانحدار البسيط لبيان تأثير X_3 في Y في ظل ثبات العوامل الاخرى.

$$Y = B_0 + B_1 X_3 + e_i$$

ظهرت لدينا أعلاه أنَّ التقدير المتعلق بعلاقة عرض النقد M_3 مع الاحتياطات الدولية و حسب اختبار (T) معنوي عند مستوى دلالة (5%) ذات دلالة معنوية اذا كانت القيمة المحتسبة (5.086) اعلى من القيمة الجدولية وهي (1.872) ، وهذا يفسر تأثير عرض النقد M_3 في الاحتياطات الدولية ، وهو تعكس عمق الأسواق النقدية و المالية في الدول ذات الأسواق المتقدمة ولاسيما تلك التي لا تحمل صفة البنوك في نمو الاحتياطات الدولية في اليابان ، وهذا يؤدي الى رفض H_0 وقبول الفرضية البديلة ، وظهر (R^2) بنسبة (0.700) وهي تفسر تأثير M_3 في المتغير التابع IR ويعود المتبقي الى عوامل اخره ، و ظهرت اختبارات (F) معنوية النموذج حيث كانت (F) المحتسبة (25.681) في حين كانت الجدولية (3.89) ، وكانت نسبة (D.W) (0.578) وهي خارج منطقة قبول H_0 ، ولكن يمكننا من الاعتماد على هذا النموذج في تفسير تأثير عرض النقد M_3 في الاحتياطات الدولية اعتمادا على المؤشرات الإحصائية التي تم ذكرها ، وتمثله معادلة الانحدار البسيط :

$$Y = 1295211.168 + 2108.758 X_3$$

إذا أوضحت ان تغير وحدة واحدة في عرض النقد M3 يؤدي الى احداث تغير في الاحتياطات الدولية بمقدار 2108.758 في الاحتياطات الدولية IR.

4- من خلال الفقرة (4) وباستخدام معادلة الانحدار المتعدد لبيان تأثير X1,X2,X3 في Y في ظل ثبات العوامل الاخرة.

$$Y=B_0+B_1X_1+B_2X_2+B_3X_3+e_i$$

ظهرت لدينا أعلاه أنّ التقدير المتعلق بعلاقة سعر الصرف EX و عرض النقد (M2, M3) مع الاحتياطات الدولية IR و حسب اختبار (T) عند مستوى دلالة (5%) ذات دلالة معنوية اذا كانت القيمة المحسوبة (1.262,2.327,1.645) اعلى من القيمة الجدولية لوحد من المتغيرات، فيما كانت المحسوبة اقل من الجدولية لأثنين من المتغيرات وهي (1.782). وهذا يعود لطبيعة استخدام سعر الصرف و عرض النقد في السياسة النقدية والمالية من قبل الجهات المختصة لتراكم الاحتياطات الدولية، وظهر (R²) بنسبة (0.925) وهي تفسر تأثير كلا المتغيرين في احداث تأثير في المتغير التابع ويعود المتبقي الى عوامل اخره في حين ظهرت اختبارات (F) المعنوية للنموذج حيث كانت (F) المحسوبة (29.120) في حين كانت الجدولية كانت (3.49)، وكانت نسبة (D.W) (1.926)، وهي ضمن منطقة قبول الفرضية H0 و بالتالي يمكن الاعتماد على هذا النموذج في تفسير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع وتمثله معادلة الانحدار المتعدد ضمن هذا النموذج :

$$Y= 385648.638+ 2628.610 X_1 + 5269.421X_2 + 2844.358 X_3$$

ووفق هذا النموذج فان التغير بمقدار وحدة واحدة في سعر الصرف يؤدي الى احداث تغير بمقدار 2628.610 في الاحتياطات الدولية، في حين ان التغير بمقدار وحدة واحدة من عرض النقد M2 يؤدي الى تغير بمقدار 5269.421 في الاحتياطات الدولية، بالإضافة الى ان تغير لوحد واحد من M3 يؤدي الى احداث أثر بمقدار 2844.358 في الاحتياطات.

ثانيا: توصيف وتحليل النموذج القياسي لدولة البرازيل

في هذه الفقرة سوف نستعرض المتغيرات موضع الدراسة بصورة مفصلة، إذا نستعرض تأثير كل مستقل في المتغير المعتمد، بالإضافة الى عرض تأثير كلا المتغيرين المعتمدين في المتغير التابع.

1-1- علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة

الجدول 22

الارتباط بين متغيرات الدراسة

Y \ X	correlations
X1&Y	0.009
X2&Y	0.952
X3&Y	0.930
Y&X1,X2,X3	0,987

المصدر : نتائج الحاسب الإلكتروني للنموذج القياسي بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (SPSS)

ويوضح الجدول (22) على ان العلاقة بين سعر الصرف وعرض النقد كان (0.009) وهي علاقه ذات ارتباط ضعيف جدا، وهذا ما يؤكد النظرية التي تفسر طبيعة نظام سعر الصرف وتأثيرها في تراكم الاحتياطيات ، ولكون سعر الصرف المعتمد في البرازيل هو عائم ومن ثم نجد نوع العلاقة ضعيفة وتشير الإشارة الموجبة الى طردية العلاقة ،والأخير توضح ان ارتفاع سعر الصرف يكون تأثيره موجب في الاحتياطيات الدولية عن طريق ارتفاع قيمة الصادرات المحلية المختلفة والمعكوس في زيادة العملات الأجنبية الداعمة للاحتياطيات الدولية من جانب ،ومن جانب اخر زيادة القيمة الحقيقية للصادرات لسلع التي تمتاز بالميزة السعرية المطلقة ولاسيما الزراعية منها ، فيما كان ارتباط عرض النقد M2 والاحتياطيات الدولية (0.952) وهي علاقة ذات ارتباط طردي قوي ويعود ذلك الى زيادة وتنوع الصادرات والذي يمثل القطاع الخاص الحيز الأكبر ولاسيما تلك التي تمثل الاستثمار الأجنبي ، وينعكس هذا التنوع للقطاعات الإنتاجية والتي تحتاج الى دفع أجور العمالة والضرائب والرسوم بالعملة المحلية، الامر الذي يستوجب زيادة الطلب في العملة المحلية ، وهذا الامر يدفع الى تدخل البنك المركزي للحفاظ على توازن السوق ودعم الميزة التنافسية للصادرات عن طريق شراء الأصول الأجنبية متمثلا بالعملة الأجنبية ، مما يؤدي الى تراكم تلك الاحتياطيات لدى البنك المركزي مقابل إحلال العملة المحلية ، واقتران نمو الاحتياطيات الدولية بالتوسع بعرض النقد ، في حين كان الارتباط بين عرض النقد M3 والاحتياطيات الدولية (0.919) وهي علاقه طردية قوية ايضا وهي تعكس توسع القطاعات المالية الغير بنكية داخل البلد بالإضافة الى تدفق رؤوس الأموال الاجنبية الى الدخل ، الامر الذي استوجب استبدال تلك العملات بالعملة المحلية لغرض ضمان تدويرها ضمن القطاع المحلي ، واطهرت العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابع (0,976) وهي علاقة طردية موجبة قوية وتعود للأسباب التي تم ذكرها .

2-1- تأثير المتغيرات المستقلة سعر الصرف وعرض النقد (M2,M3) على المتغير التابع.

الجدول 23

تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع البرازيل

	النموذج Model	T	T	F	F	R ²	D.W
		المحتسبة	الجدولية	المحتسبة	الجدولية	%	
1	Y= 229563.618 + 1861.998 X1	0.009	1.782	0.001	3.89	0.0001	0.092
2	Y= 14288.565 + 0.191 X2	10.294	1.782	105.959	3.89	0.906	0.689
3	Y= 3589.451 + 0.093X3	8.425	1.782	70.982	3.89	0.866	0.478
3	Y= 90222.223+ 52120.061X1+ .286X2 + 0.041 X3	3.344 1.892 0.538	1.782	112.062	3.49	0.974	1.681

المصدر: نتائج الحاسب الإلكتروني للنموذج القياسي بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (SPSS)

أفرز تحليل النموذج القياسي (SPSS) عدة نتائج لجدول (23) .
1- من خلال الفقرة (1) وباستخدام معادلة الانحدار البسيط لبيان تأثير المتغير المستقل X1 في Y وفي ظل ثبات العوامل الأخرى.

$$Y = B_0 + B_1X_1 + e_i$$

ظهرت لدينا أعلاه أنّ التقدير المتعلق بعلاقة سعر الصرف الأجنبي مع الاحتياطات الدولية و حسب اختبار (T) عند مستوى معنوية (5%) و كانت القيمة المحتسبة (0.009) ليست ذات دلالة معنوية وهي اقل من القيمة الجدولية (1,782)، وهذا ما يؤكد ضعف علاقة سعر الصرف العائم مع الاحتياطات الدولية ، ومن ثم قبول فرضية H0 ورفض الفرضية البديلة، وظهر (R²) بنسبة (0.0001) وهي تفسر مقدار ما يحدثه المتغير المستقل في المتغير التابع والباقي يعود الى عوامل أخرى، في حين ظهرت اختبارات (F) ضعيفة المعنوية للنموذج حيث كانت (F) المحتسبة (0.001) في حين أنّ الجدولية كانت (4,84) ، وكانت نسبة (D.W) (0.092) ضمن منطقة الرفض فرضية H0 ومن ثم لا يمكن الاعتماد على هذا النموذج ، وتمثله معادلة الانحدار البسيط .

$$Y = 229563.618 + 1861.998 X_1$$

2- من خلال الفقرة (2) وباستخدام معادلة الانحدار البسيط لبيان تأثير المتغير المستقل X_2 في Y في ظل ثبات العوامل الأخرى.

$$Y = B_0 + B_1X_2$$

ظهرت لدينا أعلاه أنّ التقدير المتعلق بعلاقة عرض النقد M_2 مع الاحتماليات الدولية و حسب اختبار (T) معنوي عند مستوى دلالة (5%) و كانت القيمة المحسوبة (10.294) اعلى من القيمة الجدولية وهي (1.782) ، وهذا يدعم رفض الفرضية H_0 وقبول الفرضية البديلة بوجود علاقة ارتباط بين عرض النقد M_2 وتراكم الاحتماليات الدولية ، وظهر (R^2) بنسبة (0.906) ويفسر مقدار ما يحدثه المتغير المعتمد في المتغير التابع والباقي يعود الى عوامل أخرى ، في حين ظهرت اختبارات (F) معنوية النموذج اذ كانت (F) المحسوبة (105.957) في حين أنّ الجدولية كانت (3.89) ، وكانت نسبة (D.W) (0.689) وهي قريبة منطقة قبول H_0 ، ومن ثم يمكن الاعتماد على هذا النموذج استنادا للنتائج المذكورة وتمثيل معادلة الانحدار البسيط استنادا الى المؤشرات التي تم ذكرها ولاسيما (R^2) .

$$Y = 14288.565 + 0.191 X_2$$

والذي نستنتج منه ان تغير عرض M_2 النقد بمقدار وحدة واحدة يحدث تغير بمقدار 0.191 في الاحتماليات الدولية.

3- من خلال الفقرة (3) وباستخدام معادلة الانحدار البسيط لبيان تأثير كل من X_3 في Y وفي ظل ثبات العوامل الأخرى.

$$Y = B_0 + B_1X_3$$

ظهرت لدينا أعلاه أنّ التقدير المتعلق بعلاقة عرض النقد M_3 مع الاحتماليات الدولية و حسب اختبار (T) معنوي عند مستوى معنوية (5%) و كانت القيمة المحسوبة (8.425) اعلى من القيمة الجدولية وهي (1.782) وهي ذات دلالة معنوية، وهذا ما يدعم رفض الفرضية H_0 وقبول الفرضية البديلة بوجود ارتباط معنوي بين عرض النقد M_3 وتراكم الاحتماليات الدولية ، وظهر (R^2) بنسبة (0.866) وهي تمثل مقدار ما يحدثه المتغير المستقلة في المتغير التابع والمتبقي يعود الى العوامل الأخرى في حين ظهرت اختبارات (F) المعنوية للنموذج حيث كانت (F) المحسوبة (70.982) في حين أنّ الجدولية كانت (3.89) ، وكانت نسبة اختبار (D.W) (0.578) وهي نسبة خارج منطقة القبول H_0 ، الاننا يمكن الاعتماد على هذا النموذج عن طريق المؤشرات الأخرى ولاسيما (R^2) وتمثله معادلة الانحدار المتعدد:

$$Y = 3589.451 + 0.093X_3$$

والذي نستنتج منه ان تغير في عرض النقد M_3 بمقدار وحدة واحدة يحدث تغير بمقدار 0.093 في الاحتماليات الدولية.

4- من خلال الفقرة (4) وباستخدام معادلة الانحدار المتعدد لبيان تأثير كل من X_1, X_2, X_3 في Y وفي ظل ثبات العوامل الأخرى .

$$Y = B_0 + B_1X_1 + B_2X_2 + B_3X_3$$

ظهرت لدينا أعلاه أنّ التقدير المتعلق بعلاقة سعر الصرف EX وعرض النقد (M_3, M_2) مع الاحتماليات الدولية و حسب اختبار (T) معنوي عند مستوى دلالة (5%) و كانت القيمة المحسوبة (3.949, 1.796, 0.275) بالمقترنة مع الجدولية (1.782) اذا اجتاز اثنين من النتائج الجدولية ، وظهر (R^2) بنسبة (0.974) وهي تمثل مقدار ما تحدثه المتغيرات المستقلة في المتغير التابع والمتبقي يعود الى العوامل الأخرى ، في حين ظهرت اختبارات (F)

المعنوية للنموذج حيث كانت (F) المحتسبة (112.062) في حين أنّ الجدولية كانت (3.89) ، وكانت نسبة اختبار (D.W) (1.681) وهي تقع ضمن منطقة القبول H0 ومن ثم يمكن الاعتماد على هذا النموذج ، وتمثله معادلة الانحدار المتعدد:

$$Y = 90222.223 + 52120.061X_1 + 0.286X_2 + 0.041 X_3$$

والذي نستنتج منه ان التغيير سعر الصرف بمقدار وحدة واحدة تحدث تأثير مقداره 52120.061، في حين يؤدي تغيير M2 وحدة واحدة الى احداث تغيير بمقدار 0.286 في الاحتياطات الدولية، وان تغيير M3 وحدة واحدة يؤدي الى تغيير بمقدار 0.041 في الاحتياطات الدولية.

ثالثاً: توصيف وتحليل النموذج القياسي لدولة العراق

في هذه الفقرة سوف نستعرض المتغيرات موضع بصره مفصله، إذا نستعرض تأثير كل مستقل في المتغير المعتمد، بالإضافة الى عرض تأثير كلا المتغيرين المعتمدين في المتغير التابع، وكذلك نسبة الارتباط بين متغيرات الدراسة.

3-1- تأثير سعر الصرف وعرض النقد في الاحتياطيات الدولية لدولة العراق.

الجدول 24

علاقة الارتباط بين المتغيرات في العراق

Y X	correlations
X1&Y	0.861
X2&Y	0.927
Y&X3	-
Y&X1,X2	0.962

المصدر : نتائج الحاسب الإلكتروني للنموذج القياسي بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (SPSS)

ويوضح الجدول (24) على ان العلاقة الارتباط بين سعر الصرف وتراكم الاحتياطيات الدولية كان (0.861) وهي علاقة ذات ارتباط قوي ، وهي تفسر ان تغير سعر الصرف في ظل نظام سعر الصرف ثابت او شبه العائم المدار وكما هو متبع في العراق ، تكون له علاقة واضحة في تراكم الاحتياطيات الدولية ، ولاسيما ذلك التدخل الذي يدعم هبوط العملة المحلية امام الدولار الأمريكي وتدخل بأكبر قدر ممكن في سوق الصرف الأجنبي لبيع الأصول الأجنبية من اجل المحافظة على سعر الصرف المستهدف ، ومن ثم هي تعكس مقدار الاستنزاف من تلك الاحتياطيات مقابل استخدام قناة سعر الصرف كأحد قنوات السياسة النقدية في استهداف التضخم ، فيما كان ارتباط عرض النقد M2 والاحتياطيات الدولية (0.927) وهي علاقة ذات ارتباط طردي قوي ، وهي تعكس مقدار نمو الاحتياطيات الدولية عن طريق مبادلة العملة المحلية بالعملة الأجنبية كلما رغبة وزارة المالية بذلك عند مقايضتها بالعملة المحلية مع البنك المركزي ، اذا يعد لنمو الاحتياطيات السبب الأساسي في نمو عرض النقد واطهرت العلاقة بين المتغيرات المستقلة للدراسة والمتغير التابع (0.962) وهي علاقة ارتباط موجبة بدرجة جيدة جدا مما يعكس تأثير تلك المتغيرات بالمتغير التابع بصورة واضحة .

2-3- تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع

الجدول 25

تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع في العراق

	النموذج Model	T	T	F	F	R ²	D.W
		المحتسبة	الجدولية	المحتسبة	الجدولية	%	
1	$Y = 186003.932 + 113.235 X_1$	5.624	1.782	31.633	3.89	0.742	0.854
2	$Y = 5368.128 + 735.860 X_2$	8.201	1.782	67.251	3.89	0.859	0.858
3	$Y = 81172.647 + 508.674 X_1 + 50.623 X_2$	4.977 2.991	1.782	62.389	3.59	0.926	1.396

المصدر: نتائج الحاسب الإلكتروني للنموذج القياسي بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (SPSS)

أفرز تحليل النموذج القياسي (SPSS) عدة نتائج لجدول (25) من خلال الفقرات التالية :
1- باستخدام معادلة الانحدار البسيط لبيان تأثير المتغير المستقل X_1 في Y في ظل ثبات العوامل الأخرى.

$$Y = B_0 + B_1 X_1 + e_i$$

ظهرت لدينا التقدير المتعلق بعلاقة سعر الصرف الأجنبي مع الاحتياطيات الدولية و حسب اختبار (T) معنوي عند مستوى معنوية (5%) و كانت القيمة المحتسبة (5.624) اعلى من القيمة الجدولية (1,782) وهي ذات دلالة معنوية إحصائية ، وهي تدفع بقبول الفرضية البديلة ورفض فرضية العدم H_0 ، مما يدل في قوة العلاقة بين سعر الصرف في ظل نظام السعر الثابت او العائم المدار ، وظهر (R²) بنسبة (0.742) وهي تمثل مقدار التأثير الذي يحدثه المتغير المستقل في المتغير المعتمد والبقية تعود الى عوامل أخرى ، و ظهرت اختبارات (F) ذات دلالة معنوية للنموذج حيث كانت (F) المحتسبة (31.633) في حين أن الجدولية كانت (3.89) ، وكانت نسبة (D.W) (0.854) ضمن منطقة قبول فرضية H_0 ، ومن ثم يمكن الاعتماد على هذا النموذج وتمثله معادلة الانحدار البسيط :

$$Y = 186003.932 + 113.235 X_1$$

إذ ان تغير بمقدار وحدة واحدة في سعر الصرف يؤدي الى احداث تغير بمقدار 113.235 في الاحتياطيات الدولية.

2- من خلال الفقرة (2) وباستخدام معادلة الانحدار البسيط لبيان تأثير المتغير المستقل X_2 في Y في ظل ثبات العوامل الأخرى.

$$Y = B_0 + B_1X_2 + e_i$$

ظهرت لدينا أعلاه أنّ التقدير المتعلق بعلاقة عرض النقد مع الاحتياطات الدولية و حسب اختبار (T) معنوي عند مستوى معنوية (5%) و كانت القيمة المحسوبة (8.201) اعلى من القيمة الجدولية و هي (1,782)، وهي تؤدي الى رفض الفرضية H_0 وقبول الفرضية البديلة ، وظهر (R^2) بنسبة (0.838) وهي تمثل مقدار التأثير الذي يحدثه المتغير المستقل في المتغير المعتمد والبقية تعود الى عوامل أخرى، في حين ظهرت اختبارات (F) المعنوية للنموذج حيث كانت (F) المحسوبة (67.251) في حين أنّ الجدولية كانت (3.89) ، وكانت نسبة (D.W) (0.858) وهي ضمن منطقة قبول H_0 ويمكن الاعتماد على هذا النموذج، وتمثله معادلة الانحدار البسيط .

$$Y = 5368.128 + 735.860X_2$$

اذ ان تغير بمقدار وحدة واحدة في M_2 يؤدي الى احداث تأثير بمقدار 735.860 في الاحتياطات الدولية.

3- من خلال الفقرة (3) وباستخدام معادلة الانحدار المتعدد لبيان تأثير كل من X_1, X_2 في Y في ظل ثبات العوامل الأخرى.

$$Y = B_0 + B_1X_1 + B_2X_2 + e_i$$

ظهرت لدينا أعلاه أنّ التقدير المتعلق بعلاقة سعر الصرف الأجنبي و عرض النقد مع الاحتياطات الدولية و حسب اختبار (T) معنوي عند مستوى معنوية (5%) و كانت القيمة المحسوبة على التوالي (4.977, 2.991) أعلى من القيمة الجدولية و هي (1,782) ، وهي تدعم رفض الفرضية H_0 وقبول الفرضية البديلة ، وظهر (R^2) بنسبة (0,926) وهي تمثل مقدار التأثير الذي يحدثه المتغير المستقل في المتغير المعتمد والبقية تعود الى عوامل أخرى في حين ظهرت اختبارات (F) المعنوية للنموذج حيث كانت (F) المحسوبة (62.389) في حين أنّ الجدولية كانت (3.89) ، وكانت نسبة (D.W) (1.917) وهي ضمن منطقة قبول H_0 ومن ثم يمكن الاعتماد على هذا النموذج، وتمثله معادلة الانحدار المتعدد .

$$Y = 81172.647 + 508.674 X_1 + 50.623 X_2$$

إذا ان تغير بمقدار وحدة واحدة في سعر الصرف يؤدي الى احداث تأثير بمقدار 508.674 في الاحتياطات الدولية، وان تغير بمقدار وحدة واحدة من M_2 يؤدي الى احداث تأثير بمقدار 50.623 في الاحتياطات الدولية.

المبحث الثالث

مقارنة النتائج القياسية لدول العينة

ضمن هذا المبحث سوف نقارن تأثير متغيرات المستقلة بصوره منفردة ومجمعة في المتغير التابع تأثير سعر الصرف وعرض النقد في الاحتياطيات الدولية بين دول العينة، فضلا عن مقارنة الارتباط بين المتغيرات لدول العينة وتحليل النتائج.

اولا: مقارنة علاقة الارتباط بين المتغيرات لدول العينة

من خلال الجدول (26) نقارن العلاقة بين متغيرات الدراسة وكما يلي:

1-1- أظهرت علاقة الارتباط بين سعر الصرف وعرض النقد في لليابان علاقة موجبة ضعيفة ، وهي تفسر لنا ان التغير في سعر الصرف يؤدي الى التغير في الاحتياطيات والعكس صحيح، في حين فسرت العلاقة ما بين سعر الصرف والاحتياطيات للبرازيل علاقة طردية ضعيفة ، دا، توضح لنا انه كلما تغير سعر الصرف كلما تغيرت معه الاحتياطيات بمقدار تلك النسبة والعكس صحيح، اما فيما يخص العراق فنجد ان هذه العلاقة موجبة عالية، إذا توضح لنا أي تغير في سعر الصرف ينعكس في الاحتياطيات الدولية بصورة إيجابية ، وهي تمثل ارتفاع في الكمية المطلوبة لغرض مبادلتها بالعملات الأجنبية المكونة لعناصر الاحتياطيات الدولية .

ويعود السبب لهذه التغيرات الى نظام سعر الصرف المعتمد لتلك الدول وهو سعر الصرف العائم، اذا نرى ان العلاقة ما بين سعر الصرف لدولة البرازيل واليابان علاقة ارتباط ضعيفة ، دا، بينما نجد هذه العلاقة بدرجة عالية في العراق بسبب كون سعر الصرف المعتمد هو شبة العائم المدار، وبطبيعة الحال لهذا نوع من انواع أسعار الصرف تكون السلطة النقدية مجبرة في دعم قيمة عملتها المحلية ويكون ذلك عن طريق التدخل في سوق الصرف الأجنبي وشراء العملة المحلية بما يعادله من العملة الأجنبية بالتالي استنزاف تلك الاحتياطيات ، ولاسيما اذا كان سعر الصرف غير حقيقي والعملية المحلية مقومة بأعلى او اقل من قيمتها الحقيقية في أسواق الصرف المحلية .

1-2- اما علاقة الارتباط عرض النقد M2 والاحتياطيات الدولية فكانت لجميع الدول عالية وكانت (البرازيل، العراق، اليابان) على التوالي، وهذا يقود الى ان ارتفاع عرض النقد لجميع الدول يؤدي الى زيادة تلك الاحتياطيات نتيجة استبدال العملة المحلية بالعملية الأجنبية سواء كان ذلك عن طريق سوق الصرف الأجنبي او عن طريق توسيط السوق المفتوحة كما ، والنتائج عن ارتفاع نمو القطاعات الإنتاجية المحلية كما في البرازيل ، في حين اخذت مشتريات البنك المركزي من وزارة المالية للعملة الأجنبية وتوسع M2 ، او عن طريق مبادلة الإيرادات الرئيسية للدولة مثل العراق بالعملة المحلية عن طريق البنك المركزي ومن ثم مزاد العملة الذي يتخذة قناة لذلك ، اما في اليابان كان التعقيم في سوق الصرف الأجنبي بصورة واضحة، او عن طريق إحلال العملة المحلية بدل الأجنبية نتيجة ارتفاع قيمة الأولى ووفرة الثانية في سوق الصرف الأجنبي ، اذا يوضح ان نمو الاحتياطيات الدولية ناتج من التوسع الطوعي في عرض النقد كما في تجارب كل من اليابان والبرازيل ، فيما كان نمو الاحتياطيات الدولية السبب الأساس في التوسع النقدي في M2 في العراق .

1-3- وتفسر علاقة الارتباط بين عرض النقد M3 والاحتياطيات الدولية علاقة موجبة عالية لدولتي البرازيل واليابان على التوالي ويعود ذلك لوجود أكثر من مؤسسة مالية لا تحمل صفة البنوك لكنها

تعمل ضمن النظام المالي كصناديق الاستثمار ومؤسسات الادخار ومؤسسات البريد التي تظهر واضحة في اليابان، او اي مؤسسة أخرى من المؤسسات التي تعمل ضمن هذا الجانب ، وهي تؤثر في دور العمق المالي المساهم في دعم وتراكم الاحتياطيات الدولية ، بصور كبيرة لا يمكن أغفالها مقارنة بتلك المؤسسات التي تضفي عليها صبغة البنوك، فيما يفتقر العراق لهذه المؤسسات ولم تظهر لها أي تأثير او معلومات في نشرات صندوق النقد الدولي IMF لغاية 2016.

4-1- واطهرت علاقة الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لعينة الدراسة قوة الارتباط وبالترتيب (البرازيل، العراق، اليابان) وهي تفسر مقدار ذلك الارتباط بين متغيرات الدراسة والمتغير التابع للأسباب أعلاه، مع الاخذ بعين الاعتبار m3 غير مذكور في العراق.

الجدول 26

مقارنة علاقة الارتباط بين المتغيرات لدول العينة

	X1&Y	X2&3	X3&Y	Y&X1,X2, X3
JAPIN	0.282	0.890	0.837	0.952
Brazil	0.009	0.952	0.930	0,987
IRAQ	0.861	0.927	-	0.962

المصدر : نتائج الحاسب الإلكتروني للنموذج القياسي بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (SPSS)

ثانيا: مقارنة تأثير سعر الصرف على الاحتياطيات بين دول العينة

من خلال الجدول (27) نقارن تأثير سعر الصرف لعينات الدراسة ان معنوية العلاقة بين سعر الصرف والاحتياطيات الدولية كانت ذات دلالة معنوية عند (5%) للعراق إذ كانت (T) المحتسبة اعلى من الجدولية ، فيما لم تكن كذلك لكل من اليابان والبرازيل ، فيما أوضحت (R²) ان سعر الصرف في العراق كان اكثر وضوحا في التأثير على الاحتياطيات من اليابان والبرازيل ، ومن ثم لا يمكن الاعتماد على معادلة الانحدار لكل من البرازيل واليابان ، في حين تمثل ذلك واضح في العراق فيما كانت معنوية المعادلة (F) المحتسبة اقل من الجدولية لكل من البرازيل واليابان وهي ليست ذلت دلالة معنوية ، فيما كانت عكس ذلك في العراق اذا مثلت دلالة معنوية عندما كانت (F) المحتسبة اعلى من الجدولية ، ، ومثلت نسبة (D.W) ضمن منطقة قبول H0 للعراق في حين لم يكن كذلك لكل من اليابان والبرازيل ، وبذلك يمكن الاعتماد على هذا النموذج للعراق ، اذا ان تغير في سعر الصرف بمقدار وحدة واحدة يحدث تغير بنسبة (113.235) في الاحتياطيات ، وهذا ما يقودنا الى ترسيخ النظرية التي تدعم تأثير سعر الصرف الثابت او العائم المدار في حجم وتكوين الاحتياطيات الدولية في حين كانت تلك العلاقة اقل وطئه في سعر الصرف العائم ، ولاسيما عندما يكون الأخير مدعوم بقطاعات إنتاجية متنوعة .

الجدول 27

مقارنة تأثير سعر الصرف على الاحتماليات بين دول العينة

	النموذج Model	T المحتسبة	T الجدولية	F المحتسبة	F الجدولية	R ² %	D.W
JAPIN	Y= 1393346.055 +3511.993 X1	0.975	1.782	0.951	3.89	0.080	0.187
Brazil	Y= 229563.618 +1861.998X1	0.009	1.782	0.001	3.89	0.0001	0.092
IRAQ	Y= 186003.932 + 113.235x1	5.624	1.782	31.633	3.89	0.742	0.854

المصدر : نتائج الحاسب الإلكتروني للنموذج القياسي بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (SPSS)

ثالثاً: مقارنة تأثير عرض النقد M2 على الاحتماليات بين دول العينة

من خلال الجدول (28) نجد ان تأثير عرض النقد M2 في الاحتماليات الدولية ومن خلال نموذج معادلة الانحدار كان (T) المحتسبة اعلى من الجدولية لكل من اليابان والبرازيل والعراق عند مستوى دلالة (5%) ، فيما كانت ذات معنوية الدلالة لمعادلة الانحدار (F) اعلى من الجدولية لجميع دول العينة ، فضلا عن (R²) كانت أيضا مقدار \square يد \square دا ولجميع الدول ومن ثم بالإمكان استخدام النموذج ، اذا ان تغير لعرض النقد M2 بمقدار وحدة واحدة يؤثر في الاحتماليات الدولية على التوالي لعينات الدراسة بمقدار 2329.054 في اليابان ، 0.191 في البرازيل ، 735.860 في العراق .

الجدول 28

	النموذج Model	T المحتسبة	T الجدولية	F المحتسبة	F الجدولية	R ² %	D.W
JAPIN	Y= 760614.189 + 2329.054 X2	6.467	1.782	41.826	3.89	0.792	0.819
Brazil	Y= 14288.565 +0.191 X2	10.294	1.782	105.959	3.89	0.906	0.689
IRAQ	Y= 5368.128+ 735.860X2	8.201	1.782	67.251	3.89	0.859	0.858

مقارنة تأثير عرض النقد M2 على الاحتياطات بين دول العينة

ونلاحظ ان هذا التأثير موجب لليابان بصورة عالية إذا ما قورن مع باقي عينات الدراسة، والعراق قبل البرازيل وان نمو الاحتياطات هو من يقود التوسع النقدي، في حين كان عكس ذلك لكل من اليابان والبرازيل، فيما كانت نسبة (D.W) لجميع الدول ضمن منطقة القبول او قريبه إذا من H_0 وبذلك يمكن الاعتماد على هذا النموذج لكل الدول في تفسير تلك تأثير M2 مع الاحتياطات الدولية.

رابعاً: مقارنة تأثير عرض النقد M3 على الاحتياطات بين دول العينة

المصدر : نتائج الحاسب الإلكتروني للنموذج القياسي بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (SPSS)

نموذج معادلة الانحدار كان (1) المحسبه اعلى من الجدولية لكل من اليابان والبرازيل عند مستوى دلالة (5%) ، فيما كانت ذات معنوية الدلالة لمعادلة الانحدار (F) اعلى من الجدولية لدول العينة ، فضلا عن (R^2) كانت أيضا مقدار جيد ومن ثم بالإمكان استخدام النموذج ، اذا ان تغيير بمقدار وحدة واحدة لعرض النقد M3 يؤثر في الاحتياطات الدولية على التوالي لعينات الدراسة بمقدار 2108.758 اليابان، 0.093 البرازيل ، ونلاحظ ان هذا التأثير موجب لليابان بصورة عالية اذا ما قورن مع البرازيل، ويعكس مقدار الاستثمار المالي ولاسيما الأجنبي الغير مباشر والذي يساهم في نمو الاحتياطات الدولية ، في حين خلا العراق من هذا النموذج لأسباب سبق وان تم ذكرها .

الجدول 29

مقارنة تأثير عرض النقد M3 على الاحتياطات بين دول العينة

	النموذج Model	المحسبة T	الجدولية T	المحسبة F	الجدولية F	% R ²	D.W
JAPIN	$Y = 1295211.168 + 2108.758X_3$	5.068	1.782	25.681	3.89	0.700	0.578
Brazil	$Y = 3589.451 + 0.093X_3$	8.425	1.782	70.982	3.89	0.866	0.478
IRAQ							

المصدر : نتائج الحاسب الإلكتروني للنموذج القياسي بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (SPSS)

خامساً: مقارنة تأثير سعر الصرف و عرض النقد (M2,M3) على الاحتياطات بين دول العينة

من خلال الجدول (30) نجد ان تأثير سعر الصرف و عرض النقد (M2,M3) في الاحتماليات الدولية ومن خلال نموذج معادلة الانحدار كان اكثر ارقام (T) المحتسبة اعلى من الجدولية لكل الدول ، وهذا ما يدل في تأثير سعر الصرف و عرض النقد بصورة متوازية في الاحتماليات الدولية لجميع دول العينة عند مستوى دلالة (5%) ، فيما كانت معنوية الدلالة لمعادلة الانحدار (F) اعلى من الجدولية لجميع دول العينة ، فضلا عن (R²) كانت ايضا مقدار \square يد \square دا ولجميع الدول، واشرت نسبة (D.W) ولجميع الدول ضمن منطقة قبول H0 ، ومن ثم بالإمكان استخدام النموذج، اذا ان تغير في متغيرات الدراسة لدول العينة كانت :

- 1- اليابان: ان تغير في سعر الصرف بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى احداث اثر بمقدار 2628.610 الاحتماليات الدولية، وتغير وحدة واحدة في M2 يحدث تأثير بمقدار 5269.421 في الاحتماليات الدولية، فضلا عن تغير وحدة واحدة M3 يحدث تأثير بمقدار 2844.358 في الاحتماليات الدولية للدولة اليابان،
 - 2- البرازيل: وان تغير سعر الصرف بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى احداث تأثير ب مقدار 52120.061 في الاحتماليات الدولية، في حين تغير M2 بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى احداث تغير بمقدار 0.286 في الاحتماليات الدولية، وان تغير وحدة واحدة في M3 يؤدي الى احداث تغير بمقدار 0.041 في الاحتماليات الدولية .
 - 3- العراق: إذا ان تغير بمقدار وحدة واحدة في سعر الصرف يؤدي الى احداث تأثير بمقدار 508.674 في الاحتماليات الدولية، وان تغير بمقدار وحدة واحدة من M2 يؤدي الى احداث تأثير بمقدار 50.623 في الاحتماليات الدولية.
- ونلاحظ ان تأثير كل من سعر الصرف و عرض النقد M2,M3 في ان واحد اعلى في البرازيل من باقي دول العينة ، في حين كان سعر الصرف و عرض النقد M2 اعلى في العراق منة عن باقي دول العينة.

الجدول 30

مقارنة تأثير سعر الصرف و عرض النقد على الاحتماليات بين دول العينة

	النموذج Model	T المحتسبة	T الجدولية	F المحتسبة	F الجدولية	%R ²	D.W
JAPIN	Y= 385648.638+ 2628.610 X1 + 5269.421X2 + 2844.358 X3	1.645 2,327 1.262	1.782	29.120	3.49	0.907	1.929
Brazil	Y= 90222.223+ 52120.061X1+ .286X2 + 0.041 X3	3.344 1.892 0.538	1.782	112.062	3.49	0.974	1.681

IRAQ	$Y = 81172.647 + 508.674 X_1 + 50.623 X_2$	4.977	1.782	62.389	3.59	0.926	1.396
		2.991					

المصدر: نتائج الحاسب الإلكتروني للنموذج القياسي بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (SPSS)

الفصل الرابع

الاستنتاجات والتوصيات

المبحث الأول

الاستنتاجات Conclusions

توصلت الدراسة عبر المراجعة النظرية لما سبق والتطبيق العملي الفعلي للبيانات، الى مجموعة من الاستنتاجات نلخص اهمها في الآتي:

- 1- اكتسبت إدارة الاحتياطيات الدولية أهمية بالغة لدى جميع الدول لاسيما في العقدين الاخيرين، وقد أوكلت هذه البلدان الى اقسام او شعب مختصة داخل سلطاتها النقدية سواء كان ذلك ضمن هيكلية البنك المركزي او الجهة الموكلة اليها إدارة الاحتياطيات الدولية، تأخذ على عاتقها إدارة تلك الاحتياطيات من لدن خبراء متخصصين في المجال التحليل المالي والنقدي، ووضع معايير واستراتيجيات للوصول الى الأهداف المرسومة من وراء تلك الإدارة، كما انعكست شفافية إدارة الاحتياطيات الدولي لبعض البلدان لاسيما دولة البرازيل في تقييم الوضع المالية والنقدية لبلدانها ، كونها احد المؤشرات المهمة التي تعكس الوضع المالي والاقتصادية للبلد .
- 2- لم تقتصر الرغبة في حيازة وتراكم الاحتياطيات لدى الدول النامية والناشئة حصرا كما كان يشاع، وانما دفعت تلك الرغبة الى الدول المتقدمة أيضا كما في تجربة اليابان، وان دوافع تلك الحيازة لا تقف عند حدود التامين ضد التقلبات الاقتصادية سواء كانت الداخلية والخارجية منها، وانما امتدت الى اهداف الاكتناز لأغراض المتاجرة بتلك الاحتياطيات عن طريق الاستثمارات المالية بأنواعها والتوسع بالإنتاج المحلي الى خارج الحدود الجغرافية للبلد، إذا أعد ثروة اجيالهم القادمة.
- 3- عملت الدول على الالتزام بمؤشرات كفاية الاحتياطيات الدولية المتعارف عليها، الامر الذي شجعها في استثمار الفائض عن تلك الاحتياطيات في أوراق مالية ذات دخول ثابتة لاسيما السيادية منها، وهي بذلك تتجنب كلفة الاحتفاظ بالفائض من تلك الاحتياطيات، مقابل عائدات مالية لا يمكن الاستهانة بها إذا ما قورنت في استثمارات حقيقية أخرى، وبذلك أصبحت تلك العائدات هي رافد جديد لتراكم لأصل الاحتياطيات الدولية.
- 4- تسعى اغلب الدول ان تحتوي حيازتها من الاحتياطيات الدولية جميع العناصر التي تدخل ضمن تعريف الاحتياطيات الدولية من لدن صندوق النقد الدولي، والذي يعكس بالتالي على التصنيف الائتماني لذلك البلد بالإضافة الى ان تلك الحيازة تمنح مرونة أكثر لأداره الاحتياطيات.
- 5- يتباين تأثير وعلاقة نظام سعر الصرف المتبع بإدارة تلك الاحتياطيات، إذ يكون لنظام سعر الصرف الثابت او شبه العائم المدار أكثر ضغطا في الاحتياطيات الدولية من نظام سعر الصرف العائم، وهذا يعود لطبيعة التدخل في دعم سعر الصرف، بالإضافة الى التحول في أنظمة سعر الصرف المتبعة التأثير الوضع في تراكم تلك الاحتياطيات وهذا ما اشترته تجربة البرازيل، الا ان هذا لا يخفي تأثير سعر الصرف كأحد قنوات السياسة النقدية المهمة في استهداف التضخم، وهذا ما اثبتته تجربة الاخير والعراق.
- 6- ان فكرة سعر الصرف العائم بالمطلق دون تدخل هي في الواقع فكرة غير حقيقيه، اذا تدخلت كل من اليابان والبرازيل في سوق الصرف الأجنبي برغم من انهما يتبعان نظام الصرف العائم

، مع اختلاف أسباب التدخل ، اذا كان تدخل الأولى لغرض استهداف رفع سعر صرف وخفض قيمة العملة والمحافظة في الميزة التنافسية لصادراتها ، فيما كان تدخل الأخرى من اجل دعم قيمت عملتها واستهداف التضخم من وراء ذلك ، على الرغم من ان تلك التدخلات لم تكن بصورة مستمرة ، وهذا ما يفسر ان أسعار الصرف غير عائمة بصورة مطلقة ، بل خاضعة للتدخل متى ما وجدته السلطة النقدية ان هنالك انحراف او استهداف لسعر الصرف بصورة غير طبيعية ، ومن هنا يكون التأثير بصورة غير مباشرة لحجم حيازة من الاحتياطيات الدولية

- 7- اثبت عرض النقد تأثيره البالغ في الاحتياطيات الدولية، اذ انتج التوسع في عرض النقد كأحد الأسباب الرئيسة في ارتفاع الاحتياطيات الدولية لدولتي اليابان والبرازيل ، والأخير ناجم عن إحلال العملة المحلية بدلا من العملة الأجنبية، معتمدا على نوع الدورة الاقتصادية للبلد لاسيما عند مرحلة النمو، بالإضافة الى عمق وتنوع الاقتصاد القادر في امتصاص ذلك التوسع دون ان يكون مصحوب بأثار تضخمية، على رغم من كون الأخير هدفا لبعض الدول عن طريق زيادة عرض النقد المحلي يقابله بنفس المقدار ارتفاع حيازة الأصول الأجنبية من اجل تحفيز القطاع الاقتصادي عند حالات الكساد والذي عكسته تجربة اليابان، فيما شكلت للاحتياطيات الدولية التأثير الابرز في نمو عرض النقد في العراق .
- 8- كان لإيرادات القطاع الخاص المتنوعة من العملة الصعبة بالإضافة الى عائدات استثمار الاحتياطيات في أصول مالية مضمونة التأثير الأبرز في نمو الاحتياطيات الدولية في اليابان، في حين كان للقطاع الحكومي والاستثمار الأجنبي بالإضافة الى القطاع الخاص مجتمعين في نمو الاحتياطيات الدولية في البرازيل، فيما شكلت أسعار وكمية النفط المصدر من لدن الحكومة العنصر الأبرز لنمو الاحتياطيات في العراق.
- 9- ان نمو الاحتياطيات الدولية لم يكن نتيجة السياسة النقدية بصورة منفردة، وانما جاءت بالتنسيق مع السياسة المالية، مدعومة بقوانين وإجراءات منظمة لحركة رؤوس الأموال، وداعمة للاستثمار المحلي والاجنبي.

المبحث الثاني

التوصيات Recommendations

في ضوء ما تم تناوله في الجانب النظري والعملي لمتغيرات الدراسة، لاسيما الى تحليل دول عينات الدراسة، يمكن طرح بعض التوصيات التي يمكن الافادة منها في دعم حيازة وتراكم الاحتياطيات الدولية ومنها العراق.

1- ان إدارة الاحتياطيات الدولية في الوقت الراهن تتطلب وجود فريق من العمل بعنوان صريح ضمن هيكل البنك المركزي الذي اوكل اليه إدارة الاحتياطيات الدولية بموجب تشريعات والقوانين، على ان يتمتع افراد الفريق بالخبرة والاختصاص في مجال التحليل والاستثمار المالي لغرض الإدارة الكفؤ لتلك الاحتياطيات لاسيما تلك الفائضة عن الحاجة الفعلية او أوقات الازمات المالية وانخفاض تلك الاحتياطيات ، وتتمتع تلك الإدارة بصلاحيه وخصوصية عالية تتناسب مع المهمة الموكلة اليها ، وتضع الخطط والاستراتيجيات والمعايير الأساسية ، بالإضافة الى الشفافية والإفصاح لضمان المتابعة والتقييم لكفاءة تلك الإدارة للاحتياطيات الدولية سواء كانت تلك التي هي ضمن حيازة البنك المركزي او ضمن حيازة الحكومة المركزي والمودعة في بنوك ومصارف خارجية .

2- ليس هنالك أي تخوف من انخفاض الاحتياطيات الدولية في أيام الازمات والطوارئ إذا هي وجدت لذلك الغرض، ولا يبهر نموها في ظل ظروف استثنائية، بل ينصب كل الاهتمام بإدارة تلك الاحتياطيات بكفائه عالية، والتي يجب ان تنعكس بصورة واضحة في استدامتها.

3- تعد الإيرادات المتأتية من الصادرات النفطية ليست حالة طارئ في المد المتوسط القادم، ولكن أسعار وكمية هذه الإيرادات خاضعة لتقلبات العرض والطلب، وهذا ما يدفع الى تكوين واستثمار أصول داعمة للاحتياطيات الدولية الموجودة، سواء كان ذلك في أصول مالية او أصول حقيقية وهذا ما تعمل به أكثر الدول المشابه لاقتصاد العراقي.

4- ان السياسة النقدية يجب ان تتناسق مع السياسة المالية والعكس صحيح في الأهداف المالي والنقدية بصورة عامة داخل الاقتصاد، حتى لا يلغي أحدهم الآخر، فاذا ما كان سعر الصرف القناة الأبرز في السياسة النقدية للعراق، فان السياسة المالية متمثلة بالموازنة العامة وقناة الضرائب قنوات ذات تدفق عالي يمكن ان يقللان من الحاجة الى استنزاف العملة الأجنبية لأغراض سد عجز الموازنة.

5- استخدام نظرية النفق في الثعبان لكل من سعر الصرف وكمية المباعه في مزاد العملة، بعد ان يقيم الأول بسعره العادل لاسيما نسبة البنك المركزي من كلفة التبادل، في حين يحجم الآخر وفق دراسات للحالة الفعلية لتلك الأموال، مدعوم بسياسة مالية ونقدية لها القدرة في تحجيم عرض النقد والذي بدوره لا ينتج ضغوط في حيازة تلك الاحتياطيات، لاسيما عجز الموازنة العامة لدول، إذا سرعان ما يتكيف سعر الصرف والكمية المطلوبة مع ارقام الموازنة العامة، والاتفاق الحكومية.

- 6- ان عملية التعقيم التي يقوم بها البنك المركزي للموازنة العامة عن طريق سعر الصرف، يمكن ان تدعم جزاء منه بأوراق مالية حكومية قصيرة الاجل او متوسطة الاجل قابلة للاستدعاء بالعملة الأجنبية لغرض تغطية الطلب الداخلي لتلك العملة، وان كلفة ذلك الإصدار هي مقدار الاستنزاف من الاحتياطيات الدولية المتركمة.
- 7- منح القروض والتسهيلات الائتماني المضمونة بالعملة الأجنبية الى مختلف القطاعات، اذ سوف يقلل من الضغط اليومي لطلب في الصرف الأجنبي، دون ان يكون ذلك تمهيدا للدولرة، إذا وبمرور الوقت سوف تحقق عائد مضاف الى المتراكم من تلك الاحتياطيات، بالإضافة الى انها ستكون حركة حقيقية للكتلة النقدية الأجنبية والتغلغل داخل الاقتصاد العراقي، بدلا من حركة حسابات بين البنك المركزي وبنوك الداخلة في مزاد العملة.
- 8- العمل في انتهاج مبدأ إحلال الواردات بأكبر قدر ممكن، ودعم تنوع القطاع الصناعي والانتاجي المحلي من اجل تحقيق ذلك، لاسيما لو استخدم جانبي قطاع المشتقات النفطية كون البلد أحد المصدرين للمادة الخام، والقطاع الزراعي كون البلد يتمتع بتلك الصفة.
- 9- في الدول ذات سعر الصرف الثابت لاسيما الربعية منها، التي لا تمتلك بالأساس قطاعات متنوعة تدعم الصادرات، ومن ثم لا تمتلك صادرات تحتاج الى خفض العملة ودعم ميزتها التنافسية، إذا ان واقع الامر نحتاج الى خفض سعر الصرف ورفع قيمة العملة المحلية، ليتسنى للأفراد والشركات الحكومية ومنها والخاصة شراء أكبر قدر ممكن من السلع والخدمات الأجنبية اذ ما رغب المستهلك المحلي بذلك، على ان يقابله سياسات مالية ونقدية تدعم ذلك التوجه دون اثار (تضخمية، انكماشية) مصاحبة لتلك الإجراءات.
- 10- ليست هنالك حاجة الى تعدد في الجهات الرقابية، بقدر حاجتنا الى قوانين فعالة ونافذة تنظم حركة رؤوس الأموال بالطريقة التي تحد من استنزاف تلك الاحتياطيات.
- 11- السنوات المقبلة القادمة سنشهد تدفقات لرؤوس أموال خارجية داعمة لأعمار بعض المدن العراقية، مما يتطلب مراقبة ومتابعة لحركة إنفاق تلك الأموال وتوجيهها بشكل الصحيح، والتي قد تقلل الضغط في سعر الصرف التوازني الموازي، ولو كانت تلك المساعدات تمثل في أصول حقيقيه وليست ماليه لكان في الواقع أفضل وأوضح للعيان.
- 12- عن طريق هذه الدراسة برزت امامنا عدة تساؤلات يمكن ان تكون عناوين بحوث قادمة
- العائد والمخاطر بين استثمار الحقيقي والمالي للاحتياطيات الدولية
 - كلفة التنويع في عناصر الاحتياطيات الدولية
 - المراجعة في أسعار الصرف بين قيمة الصادرات وقيمة الواردات في حجم الاحتياطيات الدولية
 - تأثير سعر صرف الدولار الأمريكي في قيمة الاحتياطيات الدولية للبلدان.

أولاً: - المراجع

القرآن الكريم

ثانياً: - المصادر العربية

2-1- الكتب

2-1-1- الكتب العربية

- 1- بخيت وفتح الله، حسين علي، سحر، مقدمة في الاقتصاد القياسي، دار الكتاب، بغداد، 2002.
- 2- البياتي والقاضي، محمد، دلال، البحث العلمي واساليبه باستخدام البرنامج spss، ط2، البيئه، 2002.
- 3- الجميل، سرمد كوكب، التمويل الدولي، مدخل في الهيكل والعمليات والأدوات، الدار النموذجية، ط1، بيروت، 2011.
- 4- الجنابي وارسلان، هيل عجمي جميل، رمزي ياسين يسع، النقود والمصارف والنظريات النقدية، ط1، دار الوائل للنشر، عمان، 2009.
- 5- حداد وهذلول، أكرم، مشهور، النقود والمصارف مدخل تحليلي ونظري، ط2، دار الوائل للنشر، عمان 2008.
- 6- خالد، جميل محمد، أساسيات الاقتصاد الدولي، الأكاديميون للنشر والتوزيع، 2014.
- 7- الخفاجي، وسام نعمة رجب، إدارة الاحتياطات الأجنبية في العراق، ط1، دار البصائر، العراق 2016.
- 8- الخصري، سعيد، الاقتصاد النقدي والمصرفي، مؤسسة عز الدين للطباعة والنشر، 1990.
- 9- الدسوقي، إيهاب، النقود والبنوك والبورصة، دار النهضة، 2010.
- 10- الدعيمي، عباس كاظم، السياسات النقدية والمالية وأداء الأسواق والأوراق المالية، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع - عمان، 2010.
- 11- الدليمي، عوض فاضل إسماعيل، النقود والبنوك، دار الحكمة، ط1 1990.
- 12- زكي، رمزي، مشكلة التضخم في مصر، أسبابها ونتائجها مع برنامج مقترح لمكافحة الغلاء، ط1، الهيئة المصرية العامة لكتاب، القاهرة، 1980.
- 13- السيد علي والعيسى، عبد المنعم، نزار سعد الدين، النقود والمصارف والأسواق المالية، ط1، دار الحامد، 2004.
- 14- شبيب، دريد كامل، المالية الدولية، الطبعة العربية، اليازوري، عمان، 2013.
- 15- شبيب، دريد كامل، إدارة البنوك المعاصرة، دار الميسرة ط1، عمان، 2012.
- 16- الشمري وحمزة، مايح شبيب، حسن كريم، التمويل الدولي أسس نظرية وأساليب تحليلية، المؤلفان، ط1، 2015.
- 17- صقر، صقر احمد، النظرية الاقتصادية الكلية، وكالة المطبوعات، الكويت ط2، 1983.
- 18- الطويل، رواء زكي، محاضرات في الاقتصاد السياسي، عمان، دار زهران، 2009.
- 19- عامر، وحيد مهدي، السياسة النقدية والمالية والاستقرار الاقتصادي النظرية والتطبيق، دار الجامعة، ط1 الإسكندرية، 2010.
- 20- العامري، سعود جايد، المالية الدولية نظرية وتطبيق، ط1، دار الزهران، عمان، 2010.
- 21- عبد الكريم، صلاح، الازمة المالية الامريكية، ط1، السفير الدولي للنشر، القاهرة، 2008.

- 22- العتيبي، فهد بن بجاد بن ملافخ، تأمين الودائع المصرفية في الأنظمة العربية والأجنبية، ط1، مركز الدراسات العربية للنشر والتوزيع، مصر، 2015.
- 23- علي، احمد ابريهي، الاقتصاد النقدي وقائع ونظريات وسياسات، ط1، دار الكتاب كربلاء، 2015.
- 24- عمارة، رانيا محمود، العلاقات الاقتصادية الدولية، مركز الدراسات العربية ط1، القاهرة 2016.
- 25- عودة، جهاد، مقدمة في الدراسات الاستراتيجية الشرق أوسطية، المكتبة العربية للمعارف ط1، 2014.
- 26- العيساوي، عبد الكريم جابر، التمويل الدولي (مدخل حديث)، الناشر المؤلف، ط1، 2008 بغداد.
- 27- العيساوي، عبد الكريم جابر، التمويل الدولي (مدخل حديث)، دار الصفاء للنشر والتوزيع، ط2، عمان 2012.
- 28- الغالي، عبد الحسين جليل عبد الحسين، سعر الصرف وأدارته في ظل الصدمات الاقتصادية (نظرية وتطبيق)، دار صفاء للنشر والتوزيع -عمان، 2011.
- 29- قاسم، مظهر محمد صالح، السياسة النقدية للعراق بناء الاستقرار الاقتصادي الكلي والحفاظ على نظام مالي سليم، البنك المركزي العراقي، 2012.
- 30- القرشي، محمد صالح، اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية، ط1، مكتبة الجامعة 2009.
- 31- القطابري، محمد طيف الله، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية (نظرية - تحليلية-قياسه)، دار الغيداء، ط1، عمان، 2011.
- 32- كامل، حامد، أسامة، عبد الغني، النقود والبنوك، لورد العالمية، البحرين، 2006.
- 33- لمان، محمد الشريف، محاضرات في التحليل الاقتصادي الكلي، الدوال الاقتصادية الكلية الأساسية القطاع النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، 2010.
- 34- مصطفى و سانيه، عبد اللطيف، عبد الرحمن، دراسات في التنمية الاقتصادية، مكتبة حسن العصري، ط1، بيروت، 2014.
- 35- الميداني، محمد ايمن عزت، الإدارة التمويلية في الشركات، الاصدار 3، ط7، العبيكان للنشر، 2015.

2-1-2-الكتب المترجمة الى العربية

- 36- أبد جمان، مايكل، الاقتصاد الكلي - النظرية والسياسة، ترجمة محمد إبراهيم منصور، الرياض، دار المريخ للنشر، 1988.
- 37- باكلي، جورج ديساي، كل ما تحتاج إلى معرفته عن علم الاقتصاد، ترجمة احمد المغربي، ط1، دار الفجر، 2013.
- 38- دنيلز وفانهوز، جوزيف، ديفيد، اقتصاديات النقود والتمويل الدولي، تعريب محمد حسن حسني، دار المريخ القاهرة 2012.
- 39- هالوود وماكدونالد، سيجول، رونلد، النقود والتمويل الدولي، تعريب محمد حسن حسني دار المريخ، 2007.
- 40- إسماعيل، محمد صادق، التجربة البرازيلية. قراءة في تجربة لولا دي سيلفا، العربية للنشر والتوزيع، 2013.

2-2 البحوث والدراسات

- 41- بلقاسم، زاير، كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا-العدد السابع، 2009.
- 42- بلقاسم، زاير، إدارة الصرف وتمويل التنمية في الجزائر، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 41، 2008.
- 43- الجبوري، خلف محمد، دور استقلالية البنوك المركزية في تحقيق أهداف السياسة النقدية مع الإشارة إلى التجربة العراقية في ضوء قانون البنك المركزي العراقي رقم لسنة ٥٦ لعام 2004، جامعة تكريت للإدارة والاقتصاد مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية / ٢٣ - العدد / ٧ - المجلد / ٢٠١١.
- 44- الجوزي، جميلة، ميزان المدفوعات الجزائري في ظل السعي للانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة، مجلة الباحث، العدد 11، 2012.
- 45- الحويشي، ياسر، حقوق السحب الخاصة مفهومها، واقعها، ومستقبلها، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية - المجلد 30 - العدد الثاني-2014.
- 46- حسان، نقيه محمد المهدي، من أسرار نجاح التجربة اليابانية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، 5، 2011.
- 47- حسن، باسم عبد الهادي، البعد المالي في تطوّر بعض المتغيّرات النقدية في العراق للمدة (2003 - 2015)، مركز البيان للدراسات والتخطيط، العدد 12، 2016.
- 48- الخزرجي، ثريا، السياسة النقدية في العراق بين تراكمات الماضي وتحديات الحاضر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الثالث والعشرون، 2010.
- 49- داغرو معارج، محمود محمد محمود، حسين عطوان مهوس، سعر صرف الدينار العراقي ما بين النظام الواقعي والنظام المعلن للمدة (2004-2012)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، مجلد 21، العدد 84، 2015.
- 50- رتول، محمد، الدينار الجزائري بين نظرية أسلوب المرونات وإعادة التقويم، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 04، جامعة الشلف، الجزائر 2006.
- 51- الساعدي وعبد، صبحي حسون، اباد حماد، أثر تغير سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال في بلدان مختارة، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4 العدد 7، 2011.
- 52- سالم، علي عبد الهادي، نحو استراتيجية فعالة للتنمية الاقتصادية في العراق، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4، العدد 9، 2012.
- 53- الساعدي، شاكر عبد موسى، العلاقة بين اسعار الدولار واسعار النفط والذهب والعقار والأسهم، 2014. مقالة منشور في جريدة العراق اليوم، www.iraqalyoum.net.
- 54- سمير، ايت يحيى، التعويم المدار بين التصريحات والواقع، مجلة الباحث، العدد 9، جامعة تبسة، الجزائر، 2011.
- 55- الشاذلي، احمد شفيق، الإطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقها، صندوق النقد العربي، 2014. متاح <http://www.amf.org.ae>.
- 56- الشاذلي، احمد شفيق، طرق تكوين وإدارة الاحتياطات الأجنبية، تجربة بعض الدول العربية والأجنبية، صندوق النقد العربي، 2014. <http://www.amf.org.ae>.

- 57- الشمري، مايح شبيب، تشخيص المرض الهولندي ومقومات إصلاح الاقتصاد الريعي في العراق، 2010، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية. www.uokufa.edu.iq
- 58- الشمري وعبد الرضا، مايح شبيب، احمد عبد الرزاق، رؤية مستقبلية لتنويع مصادر الدخل في العراق، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 23، 2016.
- 59- العامري والشكرجي، محمد علي إبراهيم، اعتصام جابر، أدارة مخاطر أسعار الصرف الأجنبي باستخدام أدوات التحوط المالي دراسة تحليلية تطبيقية، مجلة دراسات محاسبية ومالية _ المجلد الثامن _ العدد 23 الفصل الثاني _ لسنة 2013.
- 60- عباس، بلفاسم، سياسات أسعار الصرف، المعهد العربي للتخطيط بالكويت العدد الثالث والعشرون - نوفمبر/تشرين الثاني 2003 - السنة الثانية / دورية.
- 61- عبد النبي، وليد عيدي، ميزان المدفوعات بوصفه أداة في التحليل الاقتصادي، البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والبحوث، 2015.
- 62- علي، احمد ابريهي، التنمية الاقتصادية وقيد ميزان المدفوعات، البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والبحوث، 2016.
- 63- علي، احمد ابريهي، التنمية والتمويل في العراق عام 2014 وآفاق المستقبل، شبكة الاقتصاديين العراقيين، iraqieconomists.net، تم النشر 2014/7/14.
- 64- علي، احمد ابريهي، متطلبات الاستقرار المالي الدولي، مايس، 2011، متاح <http://www.iier.org/i/uploadedfiles/publication/real>
- 65- العلق، علي محسن إسماعيل، الاحتياطات الدولية ونافاذة بيع العملة الأجنبية في مزاد العملة الأجنبية، البنك المركزي العراقي، 2015.
- 66- الغالبي، عبد الحسين جليل، أثر مقاييس عرض النقد على بعض المتغيرات الاقتصادية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، 2008. متاح www.uokufa.edu.iq.
- 67- فهمي، حسين كامل، أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2006.
- 68- قاسم، مظهر محمد صالح، السياسة النقدية والمالية والسيطرة على متغيرات التضخم واسعار الصرف، مركز حمورابي للبحوث والدراسات الاستراتيجية، البنك المركزي العراقي، 2011.
- 69- لقمان و عبد القادر، معزوز، بريش، التحديات الاستراتيجية التي تواجهه الدولار الأمريكي، قراءة تحليلية في حاضر ومستقبل الدولار الأمريكي، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية العدد 9، 2014.
- 70- الهيتي، احمد حسين، دور السياسة النقدية والمالية في النمو الاقتصادي، مجلة جامعة الانبار للعلوم المالية والاقتصادية، المجلد 4 العدد 8، 2012.
- 71- الوندائي، نشأت مجيد حسن، قياس تأثير المستوى العام للأسعار وعرض النقد على سعر صرف الدينار العراقي للفترة (2002 - 1980) باستخدام نموذج التعديل الجزئي، مجلة الإدارة والاقتصاد العدد 82، 2010.

3-2- النشرات والدوريات

- 72- البنك المركزي البرازيلي، النشرات والاحصائيات، المؤشرات الإحصائية الاقتصادية، سنوات متعددة.
- 73- البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والابحاث، بغداد، نشرات احصائية لسنوات متعددة، 2004-2015، www.cbi.iq.
- 74- دليل تداول العملات، حقوق النشر © 2015 DailyForex.com.
- 75- صحيفة الوقائع، صندوق النقد الدولي، 2016. متاح www.imf.org/external/np
- 76- صندوق النقد الدولي، الاحتياطات الدولية والسيولة بالعملة الأجنبية -المبادئ التوجيهية لإعداد نموذج قياسي للبيانات، الطبعة العربية، IMF، 2013.
- 77- صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي، 2001.
- 78- وزارة الخزانة اليابانية، السياسة النقدية الدولية الاحصائيات، إدارة الاحتياطات الدولية، نشرات متعددة.

4-1 - الاطاريح والرسائل الجامعية

- 79- بربور، مشهور هزلول، العوامل المؤثرة في انتقال أثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن (1985 – 2006)، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى قسم المصارف الإسلامية كلية العلوم المالية والمصرفية الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان 2008. اطروحة منشورة.
- 80- يقبق، ليلي اسمهان، الية تأثير السياسة النقدية في الجزائر ومعوقتها الداخلية ، اطروحة دكتوراه مقدمه الى جامعة بو بكر بالقيد، الجزائر، 2014. اطروحة منشورة.
- 81- الخيكاني، نزار كاظم، إمكانات السياستين النقدية والمالية في التأثير على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية مصر واليابان، دراسة حالة، أطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد بجامعة الكوفة، 2008.
- 82- الدعمي، عباس كاظم، أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية أطروحة دكتوراه مقدمة الى جامعة الكوفة، 2008.
- 83- الركابي، غالب شاكر بحيث، السياسة النقدية في ظل توجهات الإصلاح في الاقتصاد العراقي، أطروحة مقدمة الى كلية الإدارة والاقتصاد جامعة الكوفة، 2012.
- 84- العنزي، سعدون حسين فرحان، أثر تقلبات سعر الصرف على بعض متغيرات الاقتصاد الكلي في عدد من الدول النامية، أطروحة دكتوراه مقدمة كلية الادارة والاقتصاد في جامعة الموصل 2006.
- 85- الفتلاوي، سلام كاظم، دور الاحتياطات الدولية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي للاقتصادات الريفية (تجارب دول مختارة)، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة كربلاء، 2017.

- 86- أحمد، محمد الطيب، إدارة احتياطات الصرف الأجنبي الواقع والتطلعات، رسالة ماجستير مقدمة الى جامعة حسيبة بو علي بالشاف، كلية العلوم الاجتماعية والإنسانية، قسم الاقتصاد، الجزائر، 2008، رسالة منشورة.
- 87- بدوي، فريق جيد مطر، تأثير السياسة المالية على المتغيرات النقدية في العراق للمدة (1970-2009)، رسالة مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد/جامعة الكوفة، 2012.
- 88- بنانة، ملاذ فائق مجيد، تباطؤات السياسة النقدية وانعكاساتها على النشاط الاقتصادي: تجارب دول مختارة، رسالة مقدمة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد / الجامعة المستنصرية 2010.
- 89- الجوراني، سلام هامل بريغش، فعالية السياسة النقدية في ظل تحرير أسعار الفائدة نماذج لدول مختاره 1990-2008، رسالة مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد /بغداد، 2011.
- 90- حسين، علي سلمان مال الله، دور سعر الفائدة وسعر الصرف الأجنبي في حركة التدفقات المالية الدولية مصر واليابان حالة دراسية للمدة (1990-2005)، إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد في جامعة بغداد 2008.
- 91- الزبيدي، سليم رشيد عبود، أثر سعر الصرف في المؤشرات العامة لأسعار الاسهم -دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2011)، رسالة مقدمة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد في جامعة كربلاء 2014.
- 92- زراري، ليلى، انعكاس تغيرات أسعار الصرف على الاحتياطات الدولية، رسالة ماجستير في علوم الاقتصاد، جامعة محمد خيضر-بسكرة، الجزائر، 2016. رسالة منشورة
- 93- زغاد، فوزي، اشكالية أدراه الاحتياطات المالية الدولية دراسة حالة بنك الجزائر (2000-2012)، رسالة ماجستير مقدمة الى كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة المسيلة، الجزائر، 2014، رسالة منشورة.
- 94- الشربيني، إبراهيم زكريا عطا الله، السيولة النقدية الدولية نموذج مقترح لقياس الحجم الأمثل لها، رسالة مقدمة الى جامعة المنصورة قسم الاقتصاد، مصر، 2003.
- 95- الطائي، علي عمران حسين، تحليل عوامل انتقال اثر سعر الصرف على المستوى العام للأسعار باستخدام نموذج السببية في بعض الدول العربية مع إشارة خاصة للعراق للمدة (1990 – 2011)، رسالة ماجستير إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الكوفة 2014.
- 96- العبيدي، عمر محمود عكاوي، فاعلية السياسة النقدية في السيطرة على الضغوط التضخمية في العراق للمدة من 1980-2007، مجلس كلية الإدارة والاقتصاد-جامعة بغداد وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية 2009.
- 97- عناني، السعيد، أثر تقلبات سعر الصرف وتدابير المؤسسات لمواجهة، حالة مؤسسة الملح بكسرة، رسالة ماجستير مقدمه الى جامعة الحاج الخضر -باتنة – الجزائر، 2006. رسالة منشورة.
- 98- كريم، فلاح حسن، دور السياسة النقدية في استقرار سعر الصرف في العراق (دراسة قياسية للمدة من 1980 – 2008)، رسالة ماجستير مقدمة الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد-جامعة بغداد، 2010.
- 99- نعمة، سمير فخري، العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاسها على ميزان المدفوعات مصر -حالة دراسية للمدة من (1975-2006)، أطروحة دكتورا مقدمة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2007.

ثالثاً: - المصادر الأجنبية

3-1 -Books

- 1- Abel & Bernmke, Andrew B., Ben S., macroeconomics, 7th, by Addison Wesley Longman, Inc, 2001.
- 2- Acocella, Nicola, Economic Policy in the Age of Globalization, Cambridge University Press, 2005.
- 3- Alexander, et al, William E, The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy, International Monetary Fund, 1995.
- 4- Alexander, Arthur J. The Japanese Economy since the End of High-speed Growth, Lexington Books, 2003.
- 5- Arize, Augustine C., et al. Editors, Balance of Payments Adjustment: Macro Facets of International Finance Revisited, Copyright 2000.
- 6- Arize, et al. Editors Augustine, Balance of Payments Adjustment: Macro Facets of International Finance Revisited, Copyright 2000, 270 Madison Ave, New York, 2009.
- 7- Auerbach, Kotlikoff, Alan J, Laurence J, Macroeconomics: An Integrated Approach, MIT Press, 1998.
- 8- Baer, Werner, the Brazilian Economy: Growth and Development, Greenwood Publishing Group, 2001.
- 9- Baillie, McMahon, Richard T., Patrick C. The Foreign Exchange Market: Theory and Econometric Evidence, Cambridge University Press, 1990.
- 10- Ball, Laurence M, Money, Banking, and Financial Markets, Corbis Premium RF/Alamy, Printed in the United States of America, 2012.
- 11- Burton & Brown, Maureen, Bruce, the Financial System and the Economy: Principles of Money and Banking, Routledge, 2014.
- 12- Berkelaar et al, J. Coche, K. Nyholm, Central Bank Reserves and Sovereign Wealth Management, Springer, 2009.
- 13- Casu et al, Barbara, Introduction to banking, Pearson Education Limited, England, 2006.
- 14- Cecchetti & Schoenholtz, Stephen, GKermit L., Money Banking and Financial Markets, 3th ed, McGraw-Hill Irwin, 2011.
- 15- Cheng, Siwei, Towards Internationalization, World Scientific, 2015.
- 16- Copeland, Laurence, exchange rates and international finance, Prentice Hall, Financial Times, 2008.

- 17- Coyle, Brian. Foreign Exchange Markets, Taylor & Francis, 2001.
- 18- Crant, vidler, sue, chirs, economics in context, heino Mann 2000.
- 19- Dominguez, Kathryn, Exchange Rate Efficiency and the Behavior of International Asset Markets, Routledge, 2015.
- 20- Dwivedi, DN, macroeconomics theory and policy, 5th, 2007, Copyright McGraw-Hill Publishing Company Limited.
- 21- Elgar, Edward, the Elgar Companion to austrlan economics، Peter J. Boettke 1994.
- 22- Brigham& Houston, F Eugene, F Joel, Houston, Fundamentals of financial management, 10th, Thomson/South - Western, 2004.
- 23- Eachern, William A, Macroeconomics: A Contemporary Introduction, Cengage Learning, 2008.
- 24- Flath, David, The Japanese Economy,3th, oup Oxford, 2014
- 25- Forrest, a Systems Perspective on Financial Systems, CRC Press, 2014.
- 26- Fournier, Wadsworth, H .j, e, floating exchange rates -the lessons of recent experience, Brill, 1976.
- 27- Frenkel& Goldstein, Mr. Jacob A., Mr. Morris, international Financial Policy, International Monetary Fund, 1991.
- 28- Frisch, Helmut, Theories of Inflation, Cambridge University Press, 1990.
- 29- Ginkō , Nihon, Functions and operations of the Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2004
- 30- Graham, Alastair, Foreign Exchange Markets, Routledge, 2013.
- 31- Hafer, Rik W. The Federal Reserve System: An Encyclopedia, Greenwood Publishing Group, 2005.
- 32- Hall, Robert E, Inflation: Causes and Effects, University of Chicago Press, 2009.
- 33- Hand, Jadish, Monetary Economics Psychology, Press, 2000.
- 34- Hand, Jadish, Monetary Economics, second Edition, Routledge, 2002.
- 35- Hubbard & O'Brien, R. GLENN, Anthony Patrick, Money, Banking, and the Financial System, Prentice Hall, New York, 2012.
- 36- Hubbard, R. GLENN, Money, the Financial System, and the Economy, 6th, Pearson Addison-Wesley, 2008.
- 37- Johnson, Harry G, Macroeconomics Monetary &Theory, 2th, Copyright, Harry G. Johnson, 2009.
- 38- Krueger, Anne O, Exchange-Rate Determination, Cambridge Surveys of Economic Literature, Cambridge, University Press, 1983.
- 39- Levi, Maurice D, International Finance, by Routledge, New York, 2005.
- 40- Macpherson, David A., Macroeconomics: Private and Public Choice, th14, Cengage Learning, 2012.

-
- 41- Madura, Jeff, International Financial Management, 9th, South - Western, 2008.
- 42- Manchev et al, International Foreign Exchange Reserves, The Bulgarian National Bank, 2009.
- 43- Mankiw, N. Gregory, Brief Principles of Macroeconomics, 8th, Cengage Learning, USA 2016.
- 44- Mankiw, N. Gregory, Monetary policy, University of Chicago Press, 2007.
- 45- Mathur, B.L, Monetary Management, Discovery Publishing House, INDIA, 2001.
- 46- Maureen & Bruce, Burton, Brown, the Financial System and the Economy: Principles of Money and Banking, 5th, Routledge, 2014.
- 47- Mishkin, & Eakins, Frederic, Stanley, Financial Markets and Institutions, 7th, Prentice Hall, 2012.
- 48- Mishkin, Frederic S, the Economics of Money, Banking and Financial Markets, 7ed, Pearson, 2004.
- 49- Mishkin, Frederic S, the Economics of Money, Banking and Financial Markets, 10ed, Pearson, 2013.
- 50- Peng, Xing Yun, Financial Theory, Perspectives from China, World Scientific, 2015.
- 51- Pilbeam, Keith, finance and financial markets, 2ED, Palgrave Macmillan, 2006.
- 52- Pilbeam, Keith, finance and financial markets, 3thed, U.K: Palgrave Macmillan, 2010.
- 53- Pugel, Thomasa, international economics, copyright McGraw-Hill companies, 2007.
- 54- Rose & Milton, Peter S, H. Marquis, Money and Capital Markets, 10 the Ed, U.S McGraw-Hill, 2008.
- 55- Sechrest, Larry J, Free Banking: Theory, History, and a Laissez-Faire Model, Ludwig von Mises Institute, 2008.
- 56- Sharpe, et al, William F, INVESTMENTS, 6 Th, Prentice Hall, New Jersey, 1999.
- 57- Siklos, et al, PIERRE L. Challenges in Central Banking, Cambridge University Press 2010.
- 58- Wadsworth, Leonard, John E, Francois, new approaches in monetary policy·financial and monetary policy studies no. 4, 1979.
- 59- Walsh, Carl E., Monetary Theory and Policy, Massachusetts Institute of Technology, 2010.
- 60- Wang, Peijie, the Economics of Foreign Exchange and Global Finance. Business and Economics, Springer Science & Business Media, 2009.
- 61- Wijnholds, J. de Beaufort, The Need for International Reserves and Credit Facilities, Springer Science & Business Media, New York, 2013.

3-2- Researches and Studies

- 62- Aglietta & Michel and Benoit Mojon. "Central banking." Berger A., Molineux P, et, Wilson J., The Oxford Handbook on Banking, (2014).
- 63- Aizenman, J., & Lee, J. (2007). International reserves: precautionary versus mercantilist views, theory and evidence. *Open Economies Review*, 18(2), 191-214.
- 64- Aizenman et al, J., Cheung, Y. W., & Ito, H., International Reserves Before and After the Global Crisis: Is There No End to Hoarding? (No. w20386). National Bureau of Economic Research, (2014).
- 65- Aizenman& Marion, Joshua, Nancy, "The high demand for international reserves in the Far East: What is going on?" *Journal of the Japanese and international Economies* 17.3 (2003): 370-400.
- 66- Aizenman, Joshua, International reserves management and the current account, No. w12734. National Bureau of Economic Research, 2006.
- 67- Aizenman et al, Joshua, Yin-Wong Cheung, and Hiro Ito. "International reserves before and after the global crisis: Is there no end to hoarding?" *Journal of International Money and Finance* 52 (2015): 102-126.
- 68- Barunik et al , Jozef, Evzen Kocenda, and Lukas Vacha. "Asymmetric volatility connectedness on forex markets." (2016).
- 69- BCB, International Reserves Management Report, volume 7, 2015.
- 70- Bird& Rajan, Graham, Ramkishen, Too Much of a Good Thing?: The Adequacy of International Reserves in the Aftermath of Crises, CENTRE FOR INTERNATIONAL ECONOMIC STUDIES, Adelaide University , Discussion Paper No. 0210 , April 2002
- 71- Bjørnland, Hilde C., and Jørn I. Halvorsen. "How does monetary policy respond to exchange rate movements? New international evidence." *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 76.2 (2014): 208-232.
- 72- BNB, The Bulgarian National Bank, 2009, www.bnb.bg
- 73- Chaboud et al, Alain P. "Rise of the machines: Algorithmic trading in the foreign exchange market." *The Journal of Finance* 69.5 (2014): 2045-2084.

- 74- Chinn& Frankel, M. D, J. A. (2008). The euro may over the next 15 years surpass the dollar as leading international currency (No. w13909). National Bureau of Economic Research.
- 75- Claassen, Emil-Maria. "The optimizing approach to the demand for international reserves." *Review of World Economics* 110.3 (1974): 353-398.
- 76- Égert, B., & Kočenda, E. (2014). The impact of macro news and central bank communication on emerging European forex markets. *Economic Systems*, 38(1), 73-88.
- 77- Froot, Jeremy, Kenneth A, C. Stein, Exchange Rates and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Markets Approach, *Journal of Economics*, Vol. CVI, No. 427, Iss. 4, pp. 1191-1217, (November 1991)
- 78- Gençay, Ramazan, et al. "Informed traders' arrival in foreign exchange markets: Does geography matter?" *Empirical Economics* 49.4 (2015): 1431-1462.
- 79- He, Yi. A Test on Determinants of China's Demand for International Reserves. *Diss.* Ohio University, 2009
- 80- Hill, McGraw, the Foreign Exchange Market, Copyright © Canadian Securities Institute and the Professional Risk Managers' International Association, 2008, <http://www.prmia.org/t.pdf>.
- 81- IEO. International Reserves, IMF Concerns and Country Perspectives, International Monetary Fund, 2012.
- 82- International Reserves Management Report, Brasília, June 2015.
- 83- Jeanne, O. (2016). The macro prudential role of international reserves. *The American Economic Review*, 106(5), 570-573.
- 84- Junior, Antonio Francis cod Almeida da Silva, risk management for general bank foreign reserves, European Central Bank, May 2004.
- 85- Jeanne, Olivier. "The macro prudential role of international reserves." *The American Economic Review* 106.5 (2016): 570-573.
- 86- Mason, J. W. "Balance of Payments Constraints, the US Current Account Deficit and the Crisis of 2008." (2014). <http://www.johnjay.cuny.edu>

- 87- Menkhoff, Lukas. "Foreign exchange intervention in emerging markets: a survey of empirical studies." *The World Economy* 36.9 (2013): 1187-1208.
- 88- Monnet&Puy, Damien, Damien, Foreign reserves and international adjustments under the bretton woods system: a reappraisai, LSE Economic History Seminar, March 12 2015.
- 89- Obstfeld, M., Shambaugh, Financial stability, the trilemma, and international reserves. *American, J. C., & Taylor, A. M.* (2010) *Economic Journal: Macroeconomics*, 2(2), 57-94.
- 90- OMFIF, Gold, the renminbi and the multi-currency reserve system, 2016, secretariat@omfif.org.
- 91- Pomorski et al, Lukasz, The Canadian Dollar as a Reserve Currency. *Bank of Canada Review*, spring 2014.
- 92- Rodrik, Dani. "The social cost of foreign exchange reserves." *International Economic Journal* 20.3 (2006): 253-266.
- 93- Stockhus, Saul, Automated trading software for Foreign Exchange. Name of the bachelor's thesis, Mikkeli University of Applied Sciences, 2011.
- 94- Williamson, John, Understanding Special Drawing Rights (SDRs), No. PB09-11. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 2009.
- 95- Yongzhong, Wang, Liberalization of Foreign Exchange ontrols: Japan's Experiences and Its Implications for China , Institute of World Economics and Politics (IWEP) Chinese Academy of Social Sciences (CASS) August 2009.

3-4- Dissertation and Master Thesis

- 96- Steiner, Andreas, The Accumulation of International Reserves by Central Ban: Exploring Causes and Consequences, Inaugural Dissertation zur Erlangung des akademischen Gradeseines Doctors der Wirt schaftswissens chaften der Universität Mannheim, 2009.
- 97- Aguiar, Anelize Slomp, The Law Applicable to International Trade Transactions With Brazilian Parties: A Comparative Study of the

- razilian Law, the CISG, and the American Law About ontract Formation” Master of Laws Graduate Department of Law University of Toronto, 2011.
- 98- barcin, basak, the “unorthodox” monetary policy of the central bank of the republic of turkey: does it work? Master Thesis, he capris, 2012.
- 99- Linden, Miikka, Technical Analysis in Forex – A Strategy for Individual Trader in Intra-Day Trading, Degree Programme in International Business, haaga-helia, university of applied sciences 2009.
- 100- Rahman, Md.Mahinur, innovate online trading by adding software bridge, Degree Programme in Innovative Business Services, Satakunta University of Applied Sciences,2014.
- 101- Satoglu , emdnebeyza, central bank independence in a developing country context, Thesis for the degree of Master of Sciences from the Institute for Social Sciences at Istanbul Bilgi University,2008.

رابعاً: الانترنت

- 102- <http://www.fxcc.ae/blog>)
- 103- <http://trading-secrets.guru>)
- 104- <http://arab.dailyforex.com/forex-basics>
- 105- www.mof.go.jp
- 106- www.cia.gov.

Abstract

Most central banks of developing and emerging countries, as well as advanced ones, seek to acquire varying proportions of international reserves as a basic pillar on which the economy can base its various policies, And be ready without any limitation or condition to face its crises, whether those resulting from imbalance in the balance of payments or resulting from internal crisis crises of their economies such as lack of savings for investment as well as the budget gap.

Most countries, whether advanced or emerging, especially developing countries and in particular oil, including Iraq, face a problem in the management of international reserves during the period of economic crises and specifically during the structural crises that hit the global economies.

If the change in the supply of money and the exchange rate under any circumstances, internal or external, as planned by the monetary and financial authorities or not, must be accompanied inevitably with financial and monetary implications in the overall economic variables of the country, the most prominent of these variables is the management of international reserves.

This study deals with the management of international reserves for a sample of selected countries and the methods adopted by these countries in this regard depending on the type of economy and the degree of development of their markets. Japan was chosen as representing the developed markets, Brazil being the emerging or emerging markets, Developing countries and particularly the latter.

The study examined changes in the money supply (m_2 , m_3) and the exchange rate system and their impact on the management of international reserves in each of the sample countries. For the purpose of supporting the theoretical side, (spss)

The study showed that the floating exchange rate system contributed to the easing of the pressure on the management of international reserves as in the study samples Japan and Brazil, while the fixed exchange rate was more difficult to manage these reserves as in the study sample Iraq, Monetary

expansion was achieved through monetary policy aimed at the growth and accumulation of international reserves in developed market countries, including Japan, if this expansion in its different meanings reflected in these markets positively on the GDP and the growth of international reserves, while the monetary expansion against the external capital inflow inward and reflected on domestic output are the most important channels of accumulation of international reserves in Brazil, While the growth of international reserves is the most obvious reason for the growth of money supply in Iraq, which is due to its economic nature.

Therefore, the study was based on the hypothesis that the presentation of the currency in terms of (M2, M3) and the exchange rate system have statistical, standard and moral significance in the management and accumulation of international reserves.

The study came out with a number of conclusions and suggestions

**Republic Of Iraq
Ministry Of Higher Education and Scientific Research
Karbala University
College of Administration and Economics
Financial and Banking Sciences Department**



**Changes in the Money Supply and Exchange Rate
and Their Effect on International Reserves
Management**

**(Standard study compared a sample of selected countries
for the period 2003-2015)**

**Presented by
Riyad R. Reza Al Ameri**

*To The Council of the College of Administration and
Economics, Karbala University, in Partial Fulfillment of the
Requirements for Master's degree in Finance and Banking*

Under the supervision of Assistant Professor

AES . Prof.Dr. Hashem Jabar Al-Husseini

2017 AD

1438 AH