



## مفهوم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي

The concept and determinants of foreign exchange reserves

إعداد

الدكتور / علي عبد العظيم منشاوي عبد العاطي

دكتوراه في الحقوق

تخصص: (اقتصاد ومالية عامة)

البريد الإلكتروني : [aly.almenshawy@gmail.com](mailto:aly.almenshawy@gmail.com)

#### ملخص البحث

تعد احتياطات النقد الأجنبي أحد أدوات السياسة النقدية في المحافظة على سعر الصرف، وتعد أيضا مصدر تأمين لاحتياجات البلاد من النقد الأجنبي لتوفير استيراد السلع الأساسية. ولقد تزايد اهتمام دول العالم بصفة عامة والنامية بصفة خاصة بامتلاك احتياطات النقد الأجنبي منذ تسعينيات القرن العشرين، وتعتبر البداية الرئيسية التي أثارت اهتمام الدول بذلك الأزمة المالية الآسيوية التي تعرضت لها الاقتصادات العالمية.

ثم تناولت الدراسة عرض محددات حجم احتياطات النقد الأجنبي والتي تطورت من نماذج تقليدية تركز على المفاضلة بين الفرص البديلة لمنافع احتياطات النقد الأجنبي وبين تكلفة الاحتفاظ به، إلى نماذج حديثة تركز على أهمية مواجهة مخاطر التوقف المفاجئ للتدفقات الرأسمالية. كما تنقسم أهم المحددات التي تؤثر في طلب الدولة على احتياطات النقد الأجنبي إلى محددات داخلية من داخل النظام المالي ومحددات خارجية من خارج النظام المالي.

#### الكلمات المفتاحية :

احتياطات النقد الأجنبي، أدوات السياسة النقدية، سعر الصرف، امتلاك احتياطات النقد الأجنبي، محددات حجم احتياطات النقد الأجنبي، المحددات الداخلية، المحددات الخارجية.

### Study summary

Foreign exchange reserves are one of the monetary policy tools in maintaining the exchange rate, and they are also a source of insurance for the country's foreign exchange needs to provide for the import of basic goods. The interest of the countries of the world in general and developing countries in particular in possessing foreign exchange reserves has increased since the 1990s, and the main beginning that sparked the interest of countries in this is the Asian financial crisis to which the global economies were exposed.

The study then presented the determinants of the size of foreign exchange reserves, which evolved from traditional models that focused on the trade-off between alternative opportunities for the benefits of foreign exchange reserves and the cost of maintaining them, to modern models that focus on the importance of confronting the risks of a sudden cessation of capital flows. The most important determinants that affect the country's demand for foreign exchange reserves are divided into internal determinants from within the financial system and external determinants from outside the financial system.

### Keywords

Foreign exchange reserves, monetary policy instruments, exchange rate, foreign exchange reserve holdings, determinants of foreign exchange reserve size, internal determinants, external determinants.

## ٨- مفهوم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي

### المقدمة

شهد مفهوم احتياطات النقد الأجنبي تطوراً كبيراً مع التطور الكبير في الفكر الاقتصادي، ونظرية التجارة الدولية، فقد اقتصر الاحتياطي النقدي الدولي في عصر التجاربيين على الذهب؛ حيث كانت الدول تهدف من اكتناز الذهب إلى تمويل الحروب، ومع ظهور قاعدة تبادل الذهب تحول دور الاحتياطي إلى غطاء لإصدار النقود الورقية إضافة إلى دوره في تسوية المعاملات الدولية، حيث كان يتم تسوية عجز ميزان المدفوعات بانتقال الذهب بين الدول، وكانت قيمة العملة محددة في التبادل الدولي طبقاً لقيمة ما تحتويه من ذهب، وبالتالي فإن أي تذبذب أو اختلاف في أسعار السلع بين الدول تتم تسويته من خلال انتقال الذهب من دولة إلى أخرى.

وقد استمر العمل بقاعدة تبادل الذهب حتى عام ١٩٣١ عندما أعلنت إنجلترا عن عجزها عن ربط عملتها بالذهب مع أزمة الكساد الكبير، ومن ثم اتخذت إنجلترا القرار بخفض قيمة عملتها كوسيلة لتشجيع الصادرات، والخروج من الأزمة الاقتصادية، وفي عام ١٩٣٦ تم الاعلان عن انتهاء العمل بقاعدة الذهب.

ومع نهاية الحرب العالمية الثانية وما ترتب عليها من اعلان بريتون وودز، وانشاء المنظمات الدولية مثل البنك الدولي، وصندوق النقد الدولي، بدأت العديد من الدول في ربط قيمة عملتها بعملة دولة أخرى تحتفظ بحجم كبير من الذهب، مع تمتع عملتها بالقبول الدولي بإصدار النقد دون التقيد بالغطاء النقدي كالدولار وبذلك أصبح الاحتياطي النقدي الدولي مكون من الذهب، والعملات الدولية.

وبالرغم من النمو الاقتصادي الكبير الذي شهدته الدول الأوروبية في الفترة من ١٩٥٠ إلى ١٩٦٠ إلا أن استمرار ربط الدولار بالذهب أوجد نوعاً من التوتر أدى إلى رفض العديد من الدول هيمنة وسيطرة الولايات المتحدة الأمريكية على النظام النقدي العالمي، والمناداة بعمل أصل محايد يقوم بعمل الاحتياطي الدولي، ومن هنا أصدر صندوق النقد الدولي وحدات حقوق السحب الخاصة عام ١٩٦٩ لدعم أنظمة الصرف الثابتة وفقاً لنظام بريتون وودز.

وبعد انهيار نظام بريتون وودز أصبحت وحدات حقوق السحب الخاصة تستخدم كأصول احتياطية، وأصبح الاحتياطي النقدي الدولي يتكون من العملات الدولية والذهب وحقوق السحب الخاصة.

وبعد ذلك ظهر مفهوم محفظة الأصول أو إدارة الاحتياطيات حيث اعتمدت الدول على مفهوم أوسع من مفهوم الاحتياطيات الدولية ألا وهو مفهوم السيولة الدولية التي تتضمن الأصول، والموارد الأجنبية للدولة التي يمكن توفيرها عن طريق المنح والقروض، والقدرة على استقطاب الاستثمارات الأجنبية، وتوسعت الدول في حساب احتياطياتها الدولية إلى أن ظهرت الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا عام ١٩٩٧ فعاد الاهتمام بتقييد الاحتياطيات الدولية والانتقال إلى مفهوم صافي الاحتياطيات الدولية.

### اشكالية الدراسة:

تهدف الدراسة إلى الإجابة على السؤال الرئيسي التالي:

ما هو مفهوم ومحددات احتياطيات النقد الأجنبي؟

## ٨ - مفهوم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي

---

### فروض الدراسة:

يفترض الباحث تعدد مفاهيم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي، والتي تختلف من دولة إلى أخرى، كما تختلف بالنسبة للدولة الواحدة من فترة إلى أخرى حسب ظروف كل دولة؟

### أهمية الدراسة:

ترجع أهمية الدراسة إلى قيمتها العلمية والعملية إلى جانب مكانتها لدى خبراء المال والاقتصاد، كما ترجع أهمية الدراسة إلى سعي العديد من البلدان للاحتفاظ بمستويات مرتفعة من احتياطات النقد الأجنبي.

### هدف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى دراسة مفهوم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي وأهم المتغيرات المحددة لحجم احتياطات النقد الأجنبي.

### منهج الدراسة:

تعتمد الدراسة على عدة مناهج للبحث العلمي، حيث سيتم استخدام المنهج الاستقرائي للوصول إلى علاقات معينة بين المتغيرات الاقتصادية التي عني بها البحث ، إلى جانب استخدام المنهج الوصفي في استعراض مفهوم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي.

### خطة البحث:

سيتم تناول موضوع هذه الدراسة من خلال المطالب الآتية وذلك على النحو

التالي:

**المطلب الأول:** مفهوم احتياطات النقد الأجنبي

**المطلب الثاني:** محددات احتياطات النقد الأجنبي.

**المطلب الثالث:** أهم المتغيرات المحددة لحجم احتياطات النقد الأجنبي.

### المطلب الأول

#### مفهوم احتياطات النقد الأجنبي

تحتفظ الدول باحتياطات النقد الأجنبي لتسوية مدفوعاتها الدولية، ومواجهة الظروف الطارئة غير المتوقعة كحدوث خلل في ميزان المدفوعات بمقدار معين من النقد الأجنبي. وقد قام صندوق النقد الدولي بوضع عدة تعاريف لمفهوم احتياطات النقد الأجنبي، مفادها أن تكون الاحتياطات النقدية تحت تصرف السلطة النقدية، ويمكن اللجوء إليها عند الطلب وبالسرية المناسبة. وبالتالي يجب أن يكون الاحتياطي بحكم التعريف والتكوين مملوك للسلطة النقدية، والتي تتمثل في غالبية الدول في البنك المركزي.

وتعرف احتياطات النقد الأجنبي على أنها "الأصول الدولية الرسمية المتاحة في أي وقت للسلطة النقدية، والخاضعة لسيطرتها الفعلية، وتملك التصرف فيها بصورة مباشرة؛ لأغراض التمويل المباشر للعجز الطارئ في ميزان مدفوعاتها (والمدفوعات الطارئة بصفة عامة)، والتدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف عملتها، أو استخدامها

## ٨- مفهوم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي

كأساس للحصول على القروض الأجنبية، أو كل هذه الأغراض مجتمعة<sup>(١)</sup>. وتشمل هذه الاحتياطات: العملات الأجنبية، ومركز الاحتياطي أو رصيد الدولة لدى صندوق النقد الدولي، وقيمة حقوق السحب الخاصة، والذهب النقدي للأغراض الرسمية<sup>(٢)</sup>.

كما تعرف احتياطات النقد الأجنبي الرسمية بأنها وسيلة للمدفوعات الدولية الرسمية، وهي الأصول المملوكة بواسطة البنك المركزي، والتي تستطيع تحويلها إلى عملات أخرى مقبولة دولياً، وتستطيع من خلالها التأثير في معدل صرف عملة الدولة<sup>(٣)</sup>.

وهناك من عرف احتياطات النقد الأجنبي مستخدماً صافي الاحتياطات الدولية مخصوماً منها، خدمات الدين لمدة عام، والالتزامات واجبة السداد خلال عام، مع افتراض احتمال حدوث صدمات التوقف المفاجئ. وعلية فإن احتياطات النقد الأجنبي هي تلك الأصول بالعملة الأجنبية التي تحت تصرف البنك المركزي، غير المستثمرة في عقود طويلة الأجل، أو في أصول تحقق خسارة كبيرة عند تسيلها، كما يخصم منها الخصوم الدولية، ومن الأفضل استخدام احتياطات النقد الأجنبي منسوبة

---

(1) IMF, (2013), International reserves and foreign currency Liquidity: Guidelines for a data template, Statistics Department. P3. Available at:

[www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/pdf/guide2013.pdf](http://www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/pdf/guide2013.pdf)

(٢) د. رمزي زكي، "الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري"، الطبعة الأولى ١٩٩٤، دار المستقبل العربي، القاهرة، ص ٧٩.

(٣) د. محمد زكي حسن الجابري، الآثار الاقتصادية الكلية لتراكم الاحتياطات الدولية، رسالة دكتوراه، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان ٢٠١٨، ص ٢١.



إلى الخصوم الدولية، ولعدم الوقوع في فخ البيانات المضللة فإنه عند النظر إلى صافي الأصول الأجنبية يجب مقارنتها بحجم الدين الخارجي قصير الأجل<sup>(١)</sup>.

ويشمل صافي الأصول الأجنبية: إجمالي الأصول بالعملة الأجنبية مخصوماً منها الالتزامات قصيرة الأجل بالعملة الأجنبية، أي يمثل رصيد معاملات المقيمين داخل الدولة مع غير المقيمين، ويعد صافي الأصول الأجنبية أكثر مكونات احتياطات النقد سيولة، وغالباً ما تكون تحت تصرف السلطة النقدية في الدولة، والممثلة في البنك المركزي<sup>(٢)</sup>.

وتظهر العديد من النقاط التي تكون محل مناقشة عند تحليل الخصائص المميزة لاحتياطات النقد الأجنبي؛ حيث يتعين أن تكون الأصول الاحتياطية أصولاً سائلة أو مقومة بعملات أجنبية قابلة للتداول، وأن تكون تحت السيطرة الفعلية لجهاز إدارة احتياطات النقد الأجنبي، وقابلة للاستخدام من جانبه، وأن تكون حيازتها في صورة استحقاقات للسلطات النقدية على غير المقيمين، ومقومة بعملات أجنبية عالية السيولة؛ أي قابلة للاستخدام بحرية في تسوية المعاملات الدولية<sup>(٣)</sup>.

---

(١) د. سها عبد الرحمن مرسى، الحجم الأمثل للاحتياطي النقدي الدولي وكيفية إدارته، رسالة دكتوراه، ٢٠١٥ كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، ص ٢٥.

(٢) د. أحمد شفيق الشاذلي، طرق تكوين وإدارة الاحتياطات الأجنبية ( تجارب بعض الدول العربية والأجنبية)، صندوق النقد العربي، ٢٠١٤، ص ٦.

(٣) د. شيماء عادل محمد المهدي، تقدير الحجم الأمثل لاحتياطات النقد الأجنبي في مصر في ظل أنظمة سعر الصرف المختلفة (دراسة قياسية مقارنة )، رسالة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٠١٩، ص ٨.

## ٨- مفهوم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي

وقد يكون هناك أصول موجودة بالفعل ولا ينطبق عليها كافة شروط احتياطات النقد الأجنبي، وبالتالي لا تدخل ضمنها مثال ذلك: الأصول الموضوعة موضع التعهد أو الالتزام في صناديق الاستثمار المشتركة أو لغرض البيع الآجل، والأساس في استبعاد هذه الأصول هو أن مثل هذه الترتيبات قد لا يجعلها تحت تصرف السلطات النقدية بحيث يمكن استخدامها بسهولة لذلك يجب ألا يدرج إلا الأصول الأجنبية التي تملكها السلطات النقدية بالفعل وتسيطر عليها سيطرة مباشرة وفعالة.<sup>(١)</sup>

كذلك يجب أن يستبعد من حساب احتياطات النقد الأجنبي أي نقد أجنبي لا يشكل أصلاً موجوداً بالفعل مثل: أي نقد أجنبي محتمل الحصول عليه من خلال اتفاقيات التبادل التجاري أو من خلال الائتمان المتاح من صندوق النقد الدولي بمقتضى الاتفاق المبدئي أو عند توقيع الاتفاق.<sup>(٢)</sup>

كما يستبعد من احتياطات النقد الأجنبي القروض طويلة الأجل الممنوحة للدول أخرى، والعملات الأجنبية التي تتعامل بها البنوك التجارية والمتخصصة، وبنوك الأعمال والاستثمار، والقروض المصرفية والتجارية التي تُقدم لتمويل عمليات التجارة الخارجية، حيث أن هذه الأصول على الرغم من كونها أصولاً سائلة أو شبه سائلة فإنها تستبعد من

---

(١) د. يسرى محمد عبد الرحمن يوسف، الاحتياطات الدولية لدى البنوك المركزية التكلفة والحجم الأمثل مع التطبيق على مصر ٢٠٠٧-١٩٩١، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة عين شمس ٢٠٠٨، ص ١٢.

(٢) المرجع السابق، ص ١٢.

حساب احتياطات النقد الأجنبي؛ لأنها ليست تحت تصرف السلطات النقدية، إذ تُنفى عنها صفة السيطرة المباشرة لعدم قدرة الدولة على اللجوء إليها عند الحاجة.

وبعد تناول مفهوم احتياطات النقد الأجنبي بالدراسة والتحليل، يثور التساؤل عن أهم المحددات التي تؤثر على حجم احتياطات النقد الأجنبي؟ وهذا ما سوف يتم تناوله في المبحث التالي.

## المطلب الثاني

### محددات احتياطات النقد الأجنبي

شهدت محددات حجم احتياطات النقد الأجنبي تطوراً كبيراً، من نماذج تقليدية تركز على المفاضلة بين الفرص البديلة لمنافع احتياطات النقد الأجنبي وبين تكلفة الاحتفاظ به، إلى نماذج حديثة تركز على أهمية مواجهة مخاطر التوقف المفاجئ للتدفقات النقد الأجنبي.

كما أن تراكم احتياطات النقد الأجنبي الرسمية يعني الثراء بالنسبة للدولة، إلا أنه ليس هو الأفضل في جميع الحالات؛ حيث أن لكل اقتصاد خصوصياته التي تتطلب الاحتفاظ بمستوى معين من احتياطات النقد الأجنبي لدى السلطات النقدية،

يرتبط الاحتفاظ باحتياطات النقد الأجنبي بمستوي الدخل الحقيقي للدولة، وتلك هي القاعدة العامة التي يتحدد في ضوءها حجم الطلب على هذه الاحتياطات، إلا أن الدراسات العملية تخبرنا بوجود دوافع أخرى لتحديد الطلب على احتياطات النقد الأجنبي بخلاف مستوى الدخل الحقيقي.

## ٨- مفهوم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي

وقد شهدت محددات حجم احتياطات النقد الأجنبي تطوراً كبيراً، وتحليل الأدبيات المتعلقة بمحددات احتياطات النقد الأجنبي نجد أنها انقسمت إلى نماذج تقليدية، ونماذج حديثة، فبينما تركز النماذج التقليدية على المفاضلة بين الفرص البديلة لمنافع احتياطات النقد الأجنبي وبين تكلفة الاحتفاظ به، تركز النماذج الحديثة على أهمية مواجهة مخاطر التوقف المفاجئ للتدفقات النقد الأجنبي مع الأخذ في الاعتبار تنافسية وقدرة الصادرات على توفير احتياطات النقد الأجنبي.

١. تنقسم الأدبيات الاقتصادية الخاصة بمحددات حجم احتياطات النقد الأجنبي إلى أدبيات تقليدية وأدبيات حديثة على النحو التالي:

٢. أولاً: الأدبيات الاقتصادية التقليدية الخاصة بمحددات حجم احتياطات النقد الأجنبي.

وفقاً لتلك الأدبيات فإن السلطات النقدية تحدد الحجم الملائم لاحتياطات النقد الأجنبي الذي يمكنها من تحمل تكلفة التعديل والتكيف الهيكلي، وتكلفة الفرصة البديلة، وقد توصلت تلك الأدبيات إلى أن الطلب على احتياطات النقد الأجنبي هو دالة تصاعدية في الانفتاح التجاري، وتقلبات التوازن الخارجي؛ حيث تزداد الحاجة إلى هذه الإصلاحات الهيكلية كلما انخفض حجم احتياطات النقد الأجنبي المتاح، ودالة عكسية في تكلفة الفرصة البديلة<sup>(١)</sup>.

---

(1) Cyril e, M.(2015),"international reserves holding in the CEMAC area: Adequacy and Motives" , African Development Review, Vol.27, No.4,415-427,p:417.

مجلة روح القوانين - العدد المائة واثنان عشر - إصدار أكتوبر ٢٠٢٥ - الجزء الثاني

ومن أهم الأدبيات التقليدية في تحديد حجم احتياطات النقد الأجنبي دراسة هيلر ١٩٦٦، دراسة أجاروال ١٩٧١، دراسة فرنكل ١٩٨١، دراسة فلود ٢٠٠٢، وذلك علي النحو التالي :

#### ١-دراسة هيلر<sup>(١)</sup>:

في عام ١٩٦٦ قام الاقتصادي هيلر بمحاولة شهيرة للوصول إلى مقياس لتحديد الحجم الأمثل لاحتياطات النقد الأجنبي، والنقطة الأساسية التي انطلق منها هيلر هي أن احتياطات النقد الأجنبي تؤدي وظيفة هامة في الاقتصاد تتمثل في تجنب تكاليف إجراءات التكيف والمواءمة التي يجب اتخاذها لتصحيح الاختلال الطارئ والمؤقت الذي يحدث في ميزان المدفوعات، وحدد هيلر المستوى الأمثل للاحتياطات النقد الأجنبي عن طريق المقارنة بين تكلفة الاحتفاظ بهذه الاحتياطات لتمويل العجز الطارئ في ميزان المدفوعات، والتكاليف المحتملة التي ستجتم عن قبول إجراءات التكيف بحيث يتم الاختيار بين التكلفة، وعلى فإن المستوى الأمثل لاحتياطات النقد الأجنبي عند هيلر هو ذلك المستوى الذي يقلل إلى أدنى حد التكاليف الإجمالية للتكيف أو تكاليف تمويل الاختلال الخارجي

---

(1)Heller and Mohsin. S. Khan:" The Demand For International Reserves under fixed and Floating Exchange Rates,in (International Monetary Fund) Staff Papers Vol. 25, No. 4, Dec., 1978,pp.249 – 623

مشار إليه في : رمزي زكي، المغالة في تكوين الاحتياطات الدولية.: هل يمكن استخدامها للخروج من المأزق الراهن للاقتصاد المصري ؟، المؤتمر العلمي السنوي الثامن عشر للاقتصاديين المصريين: تمويل التنمية في ظل اقتصاد السوق، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والاحصاء والتشريع، ١٩٩٤، ص ٨ : ١١

<http://search.mandumah.com/Record/85839>

## ٨- مفهوم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي

وانتهى إلى أنه إذا كانت المنافع المتوقعة للاحتفاظ بالاحتياطات أقل من تكلفة هذه الاحتياطات نكون إذن أمام حالة إفراط في احتياطات النقد الأجنبي، أما إذا كانت المنافع المتوقعة اكبر من تكلفة هذه الاحتياطات فإن مستوى تلك الاحتياطات يكون أقل من المستوى اللازم، والوضع الأمثل عند هيلر هو أن تحرص البنوك المركزية على المعادلة بين المنافع والتكلفة، وفي ضوء ذلك صاغ هيلر معادلة المستوى الأمثل لاحتياطات النقد الأجنبي على النحو التالي :

$$R \text{ opt.} = h \frac{\text{Log (r.m)}}{\text{Log 0.5}}$$

حيث ترمز كل من:

$R \text{ opt}$  : المستوى الأمثل لاحتياطات النقد الأجنبي

$h$  : التغير الذي يحدث في مستوى احتياطات النقد الأجنبي

$r$  : التكلفة الحدية لاحتياطات النقد الأجنبي وهي عبارة عن الفرق بين العائد

الاجتماعي لرأس المال والعائد الذي يدره استثمار هذه الاحتياطات

$m$  : الميل الحدي للاستيراد

0.5: احتمال حدوث العجز في ميزان المدفوعات

وتفسير هذه المعادلة تعنى أن الزيادة التي تحدث في  $M$  أو  $r$  ستؤدي إلى

خفض المستوى الأمثل لاحتياطات النقد الأجنبي، بينما أن الزيادة التي تحدث

في  $h$  تؤدي إلى زيادة المستوى من احتياطات النقد الأجنبي.

وقد استخدم هيلر هذه الصيغة في حساب المستوى الأمثل لاحتياطيات النقد الأجنبي لستين دولة تتنوع فيما بين دول صناعية متقدمة، ودول نامية وتتنوع على قارات العالم المختلفة، ثم قام بقسمة المستوى المتحقق فعلاً من احتياطيات النقد الأجنبي في هذه الدول في عام ١٩٦٣ على المستوى الأمثل المحسوب، وخلص إلى أنه إذا كان ناتج القسمة يساوي الواحد الصحيح فإن الدولة تكون هنا قد حققت المستوى الأمثل، وإذا كان ناتج القسمة أقل من الواحد الصحيح فإن ذلك يعنى أن هناك عجزاً في المستوى الأمثل، وإذا كان ناتج القسمة أكبر من الواحد الصحيح فإن ذلك يدل على أن هناك إفراط في تكوين احتياطيات النقد الأجنبي وقد خلاص هيلر في دراسته إلى النتائج التالية :

١. أنه بالنسبة للعالم أجمع هناك كفاية في السيولة الدولية.
٢. أن الدول النامية كمجموعة يوجد بها احتياطيات شبه مثلي
٣. تتوزع السيولة الدولية داخل مجموعة الدول النامية بشكل غير متكافئ.

## ٢- دراسة أجاروال<sup>(١)</sup>:

قدم الاقتصادي أجاروال دراسة مهمة سنة ١٩٧١ حاول فيها أن يحدد مقياساً لتقدير الحجم أو المستوى الأمثل لاحتياطيات النقد الأجنبي في سبع دول في آسيا وهى ( الهند، باكستان، كوريا الجنوبية، الفلبين، تايوان، تايلاند، سيلان ) ولم تختلف المنهجية التي أتبعها أجاروال عن تلك التي أتبعها هيلر كثيراً حيث يرى أن محددات الحجم الأمثل لاحتياطيات النقد الأجنبي هي:

أ- نفقة الفرصة البديلة للاحتفاظ باحتياطيات النقد الأجنبي.

---

(1) Agarwal, J.P "Optimal Monetary Reserves For Developing Countries"  
Weltwirtschaftliches Archives, Bd.107,1971,pp77-84

## ٨- مفهوم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي

ب- والتكلفة التي يتحملها الاقتصاد في حالة اضطراره تنفيذ سياسات الموائمة عندما يحدث عجز طارئ في ميزان المدفوعات ولا توجد احتياطات لمواجهة هذا العجز.

ت- احتمالات استخدام هذه الاحتياطات.

وقد عبر أجاروال عن منافع، وتكلفة احتياطات النقد الأجنبي بكميات من الناتج المحلي الإجمالي، وعرف نفقة الفرصة البديلة لاحتياطات النقد الأجنبي بأنها ذلك الجزء من الناتج المحلي الإجمالي الذي كان من الممكن تحقيقه إذا ما استخدمت العملات الأجنبية المتاحة في استيراد المدخلات الضرورية لزيادة الإنتاج (أي السلع الاستثمارية المستوردة) بدلاً من الاحتفاظ بها في شكل احتياطي، أما المنافع المتحققة من الاحتفاظ باحتياطات النقد الأجنبي فهي عبارة عن ذلك الجزء من الناتج المحلي الإجمالي الذي كان من الممكن أن يضيع على الاقتصاد القومي لو اضطر أن يطبق إجراءات الموائمة التي تلزم لمواجهة العجز الطارئ والمؤقت في ميزان المدفوعات لو لم تكن تلك الاحتياطات موجودة.

ويرى أجاروال أن الدول النامية تحتفظ باحتياطات النقد الأجنبي لكي تمول العجز المتوقع والطارئ في ميزان المدفوعات، والذي قد ينشئ من النقص غير المتوقع في حصيلة الصادرات أو الزيادة الطارئة في أسعار الواردات، ويرى أن المستوى الأمثل لاحتياطات النقد الأجنبي هو الذي تتعادل فيه التكلفة مع المنفعة، وقد توصل أجاروال إلى أن المنهج المتبع لتحديد المستوى الأمثل لاحتياطات النقد الأجنبي في البلاد النامية يجب أن يستند على معايير تختلف عن تلك المعايير المستخدمة في حالة البلاد الصناعية المتقدمة، خاصة إذا أخذنا بعين الاعتبار مسألة



مجلة روح القوانين - العدد المائة واثناعشر - إصدار أكتوبر ٢٠٢٥ - الجزء الثاني

ندرة النقد الأجنبي في البلاد النامية، وفي النهاية توصل أجاروال أنه في حالة نمو وتنوع هيكل الإنتاج فإن الإنتاجية الحدية لرأس المال سترتفع، والمكون الحدي الاستيرادي للاستثمارات تنخفض (بفعل التوسع في إنتاج وسائل الإنتاج) ولهذا تتزايد التكلفة الحدية للفرصة البديلة للاحتفاظ باحتياطيات النقد الأجنبي، ومن ثم تقل الحاجة للاحتفاظ بها بكميات كبيرة عبر الزمن.

٣- دراسة فرنكل<sup>(١)</sup>:

اتفق فرنكل مع هيلر علي أن الطلب على احتياطيات النقد الأجنبي يحدده التقلبات في المتحصلات، والمدفوعات بالعملة الأجنبية، على اعتبار أن احتياطيات النقد الأجنبي تعامل كمخزون واقى ضد تقلبات المعاملات الخارجية، وبناء على ذلك فإن الطلب على احتياطيات النقد الأجنبي يعد دالة تصاعدية في تقلبات المعاملات الخارجية.

وقد اعتبر فرنكل أن محددات الحجم الأمثل لاحتياطيات النقد الأجنبي هي:

- أ- تكلفة التعديل والتكيف الهيكلي التي تظهر بمجرد وصول رصيد احتياطيات النقد الأجنبي إلى الحد الأدنى غير المرغوب فيه الذى افترض أنه صفر، وتتوقف تكلفة التعديل والتكيف على عاملين هما:
- مدى تكرار إجراء عملية التعديل والتكيف الهيكلي.

---

(١) Frenkel, Jacob A., and Boyan Jovanovic. "Optimal International Reserves: A Stochastic Framework." The Economic Journal, vol. 91, no. 362, 1981, pp. 507-14. JSTOR, <https://doi.org/10.2307/2232599>.

## ٨- مفهوم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي

• التكلفة الثابتة لكل مرة يحدث فيها التعديل والتكيف الهيكلي الناتج عن الحاجة لخفض النفقات مقارنة بالدخل في محاولة لتحقيق فائض في ميزان المدفوعات، وهى العملية اللازمة لتوليد تراكم احتياطات النقد الأجنبي، وبالتالي يعتبر ميزان المدفوعات هو أهم محدّدات تراكم احتياطات النقد الأجنبي.

ب- تكلفة الفرصة البديلة ممثلة في العائد الذى لا تحصل عليه الدولة نتيجة الاحتفاظ باحتياطات النقد الأجنبي دون استثمارها.

وقد اتفق فرنكل مع هيلر على أن هناك علاقة عكسية بين احتياطات النقد الأجنبي، وتكلفة التعديل والتكيف الهيكلي؛ حيث أن ارتفاع مخزون احتياطات النقد الأجنبي يؤدى إلى انخفاض احتمال الحاجة إلى التعديل والتكيف الهيكلي، ومن ثم تنخفض التكلفة المتوقعة، كما أن هناك علاقة موجبة بين احتياطات النقد الأجنبي وبين تكلفة الفرصة البديلة حيث ترتفع مع ارتفاع رصيد احتياطات النقد الأجنبي.

وقد استخدم فرنكل بيانات مقطعية سنوية ل ٢٢ دولة متقدمة عبر خمس سنوات (١٩٧١-١٩٧٥) وتوصل إلى أن هناك علاقة عكسية بين الحجم الأمثل لاحتياطات النقد الأجنبي، وبين تكلفة التعديل الهيكلي، بينما هناك علاقة موجبة بين الحجم الأمثل لاحتياطات النقد الأجنبي وتكلفة الفرصة البديلة، كما توصل فرنكل إلى صعوبة قياس تكلفة الفرصة البديلة، فاستخدام العائد على السندات الحكومية هو امر غير ملائم ولا يتسم بالدقة خاصة عند استخدام سعر الفائدة الرسمي وليس الحقيقي.

اتفق فلود مع فرنكل على أهمية نماذج المخزون في تفسير نمط حياة الدول لاحتياطات النقد الأجنبي، كما تبنى فلود نفس محددات احتياطات النقد الأجنبي التي تتمثل في تكلفة التعديل، والتكيف الهيكلي، وتكلفة الفرصة البديلة، وقد توصل فلود في دراسته أن حجم احتياطات النقد الأجنبي المثلّي في نماذج المخزون يزداد كلما ازدادت التقلبات أي أن حجم احتياطات النقد الأجنبي دالة طردية في التقلبات، حيث أن ارتفاع التقلبات يؤدي إلى أن احتياطات النقد الأجنبي تصل إلى حدها الأدنى ويتطلب ذلك من السلطات النقدية جمع أكبر قدر ممكن من احتياطات النقد الأجنبي، وذلك لتفادي سياسة تكلفة التعديل والتكيف المرتفعة كما يتضح من دراسة فلود التي قدمها أن هناك علاقة طردية بين كل من تكلفة التعديل وحجم احتياطات النقد الأجنبي المرغوب فيها، وعلاقة عكسية بين مستوى احتياطات النقد الأجنبي المثلّي وتكلفة الفرصة البديلة، إذ كلما كانت الفرصة البديلة أكبر كلما انخفض حجم احتياطات النقد الأجنبي المثلّي المرغوب فيها، كما أوضح فلود أن حجم احتياطات النقد الأجنبي المشاهد هو جزء من الاحتياطات المثلّي.

كما انتقد فلود نماذج المخزون الواقعي بأن له نتائج مضللة حيث تجاهل الاتجاهات الحديثة الثلاث وهي حرية انتقال رؤوس الأموال، والأزمات المالية والمضاربات على العملة المحلية، متسائلا عن أثر تلك الاتجاهات الثلاث على محددات الطلب احتياطات النقد الأجنبي استنادا إلى نماذج المخزون الواقعي، فوفقا لفلود فإن هذه الاتجاهات الثلاث

---

(1) Flood Robert, Nancy Marion(2002)," Holding Reserves In an Era of High Captial Mobility", I.M.F , Working Paper NO:2/62

## ٨- مفهوم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي

الحديثة تتوافق مع كون حركات تغير احتياطات النقد الأجنبي بمثابة متغيرات داخلية لسياسات البنك المركزي، وسلوك القطاع الخاص.

ويعد الاسهام الحقيقي لفلود في أنه أورد مفهوم سعر الصرف الظل الذى عرفة بأنه سعر الصرف الذى يتحدد في سوق الصرف الأجنبي عندما تُستنفذ احتياطات النقد الأجنبي ويكون سعر الصرف معومًا حيث يسعى المضاربون إلى الربح عن طريق شراء الاحتياطات المتبقية بالسعر الرسمي من أجل بيعة لاحقًا بسعر أعلى، وتصل الاحتياطات إلى الحد الأدنى عندما يتساوى سعر صرف الظل مع سعر الصرف المعلن، في عملية تراكم احتياطات النقد الأجنبي التي تحدث حتى يصل إلى الاحتياطات المثلى التي يعرفها كل من هجوم المضاربين سواء كانت المضاربة من أجل توفير العملة اللازمة لتوفير مستلزمات الانتاج والمتاجرة للقطاع الخاص أو من أجل الاحتفاظ بالعملة الأجنبية وبيعها مستقبلاً بسعر أعلى أو بالتخلي نهائياً عن العملة المحلية والتوجه نحو الدولار ، ومن ثم تكون المشكلة لدى السلطات النقدية هي الموازنة بين التكلفة المستقبلية المقدرة لإعادة تكوين الاحتياطات في مواجهة تكلفة الاحتفاظ بها كمخزون وأساس النموذج هو التماثل بين عملية تراكم الاحتياطات وعملية تحديد سعر صرف الظل، وقد أستخدم فلود العديد من المتغيرات والعوامل الاقتصادية التي تؤثر على سعر الصرف، وقد توصل إلى توصل إلى معادلة جديدة يقاس فيها التقلبات في احتياطات النقد الأجنبي والتي بدورها تؤثر في قرار البنك المركزي بالاحتفاظ باحتياطات النقد الأجنبي ويلاحظ أن فلود Flood:

أ- أورد مفهوم سعر صرف الظل.

- ب- الدول التي تتبع سياسة سعر الصرف المدار تحتفظ بمعدلات أعلى من احتياطات النقد الأجنبي من نظيرتها من الدول ذات سعر الصرف المرن أو المعوم .
- ت- أضاف ثلاث متغيرات حاکمة للنموذج وهي:
- مرونة سعر الصرف معتمدا على أنه كلما ارتفعت درجة مرونة سعر الصرف انخفضت تكلفة التعديل، ومن ثم يتوقع طلب أقل على احتياطات النقد الأجنبي.
  - درجة الانفتاح الاقتصادي فكلما كانت الدولة أكثر انفتاحا على العالم الخارجي، كانت أكثر تعرضا للأزمات ومن ثم تزداد حاجتها إلى مزيد من احتياطات النقد الأجنبي.
  - درجة التحرير المالي.

#### ثانياً: الأدبيات الاقتصادية الحديثة الخاصة بمحددات حجم احتياطات النقد الأجنبي

تركز هذه الأدبيات على أهمية مواجهة مخاطر التوقف المفاجئ للتدفقات الرأسمالية آخذه في الاعتبار تنافسية ومرونة الصادرات على توفير احتياطات النقد الأجنبي ، حيث تركز هذه الادبيات على دور احتياطات النقد الأجنبي في تخطي الأزمات ومن أهم الأدبيات التي ساهمت في تطوير محددات حجم احتياطات النقد الأجنبي ما يلي:

#### ١ - دراسة أو بستفلد وآخرون<sup>(١)</sup>:

---

(<sup>١</sup>) Mourice Obstfeld, Others,(august 2008), "Financial stability, the Trilemma, And international Reserves "National Bureau Of Economic Research, Working Paper No14217 p23-27

أوبستفلد أستاذ علوم الاقتصاد بجامعة كاليفورنيا في بيركلي وكبير خبراء الاقتصاد سابقاً في صندوق النقد الدولي. وهو أيضاً أقدم زميل غير مقيم في معهد بيترسون للاقتصاد الدولي.

## ٨- مفهوم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي

قدم أوبستقل نموذجاً جديداً استطاع من خلاله التنبؤ باحتياطات النقد الأجنبي المتراكمة لمجموعة من الدول المختارة فيما عدا اليابان وسنغافورة والصين، وأسماء نموذج الاستقرار المالي، وقد بني نموذجه على افتراض أن الدول ترغب في حياة حجم كبير من احتياطات النقد الأجنبي بهدف حماية الدولة من الأزمات المالية التي تتمثل في صدمات القطاع المصرفي، وصدمات القطاع المالي والحفاظ على سعر الصرف من الانخفاض، وقد اهتم أوبستقل في نموذجه بتحليل مفهوم النزيف المزوج بشقية الداخلي ( التخلص من العملة المحلية ) والخارجي ( هروب رؤوس الأموال ).

حيث يرى وأوبستقل أن سعر الصرف دالة في حالة الاقتصاد المحلي المتوقعة، مما يعني انخفاض سعر الصرف حال توقع تردي الحالة الاقتصادية، نتيجة حدوث توقف مفاجئ للتدفقات النقدية، وهنا يرفض المقيمون الأجانب شراء العملة المحلية بأي سعر مع سحب ودائعهم من البنوك لشراء العملة الأجنبية؛ وهذا ما يسمى بالنزيف الداخلي مما يؤدي إلى توقع مزيد من انخفاض قيمة العملة المحلية، ومن ثم لن تستطيع البنوك السداد إلا في حالة الحصول على سيولة كافية من البنك المركزي والذي بدوره يلجأ إلى بيع الاحتياطي الأجنبي لدعم سعر الصرف، مما يؤدي إلى انخفاض سعر الصرف ؛ أي أنه في حالة توقع سوء الحالة الاقتصادية يحدث ضغط على العملة المحلية؛ حيث يسحب الأفراد ودائعهم من البنوك للمضاربة في سوق الصرف الأجنبي فيتدخل البنك المركزي لدعم سعر الصرف باستخدام الاحتياطي الأجنبي باعتبار أن البنك المركزي هو المصدر الأخير للإقراض .

وبناء على ذلك يرى أوبستقل ضرورة الأخذ بعين الاعتبار السيولة المحلية (عرض النقود M2) كمؤشر مهم للاحتياطات المحتملة من احتياطات النقد الأجنبي، وقد خلص

مجلة روح القوانين - العدد المائة واثنان عشر - إصدار أكتوبر ٢٠٢٥ - الجزء الثاني

إلى أن نسبة المعروض النقدي إلى الناتج المحلي الإجمالي ذات قوة تفسيرية كبيرة ، وتزداد أهميته كلما كانت الأسواق أكثر انفتاحا، ولذلك يري أبستقلد أن المعروض النقدي هو المفتاح لتفسير الاحتفاظ بمعدلات مرتفعة من النقد الأجنبي، وقد وجد أبستقلد أن سعر الصرف لا يلعب دورا مهما في حالة الأسواق الناشئة التي غالبا ما تتبع سياسات سعر الصرف المدار، وغالبا ما تكون علاقة سعر الصرف موجبة بحجم احتياطات النقد الأجنبي، إلا أنه يعكس المتغيرات الأخرى مثل التجارة الدولية، وأن الدول التي تستخدم سياسات تعويم سعر الصرف تحتفظ باحتياطات النقد الأجنبي بصورة مؤقتة بغرض تصحيح الأوضاع، وقد أثبت أبستقلد أن النموذج الذي قدمه قد أستطاع تفسير معدل الاحتياطي المنخفض نسبيا في أمريكا اللاتينية، وقد نجح النموذج في تقدير معدل الاحتياطي إلى الناتج الاجمالي في الولايات المتحدة، أما في اليابان فلم يستطع النموذج تفسير الزيادة الضخمة في معدل الاحتياطي إلى الناتج المحلي، وكذلك في الصين لم يستطع النموذج تقديم تفسير لأسباب انخفاض الاحتياطي عن المستوي المقدر كما أنه لم يستطع التنبؤ بأي قيمة مقاربه في السنوات بعد عام ٢٠٠٤.

## ٢ - دراسة أيزنمان<sup>(١)</sup>:

قامت هذه الدراسة على تأكيد أهمية الدوافع الاحترازية والتجارية في المحاسبة علي اكتتاز الدول الناشئة لاحتياطات النقد الأجنبي، وتقدم هذه الدراسة نموذجا يحدد مكاسب الرفاهية من الإدارة المثلي لاحتياطات النقد الأجنبي، حيث تحدد الظروف التي تؤدي إلي

---

(1) Aizenman, Joshua, and Jaeeoo Lee, (2005) " International Reserves: Precautionary Vs Mercantilist Views, Theory and Evidence" International Monetary Fund, Working Paper NO.05/198,p1-2

## ٨- مفهوم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي

طلب احترازي كبير علي احتياطات النقد الأجنبي، وتوفير التأمين الذاتي ضد الآثار السلبية الناتجة عن التوقف المفاجئ وصدّات هروب رؤوس الأموال؛ حيث إن التوقف المفاجئ وهروب رؤوس الأموال قد يقلل الودائع بشكل عام.

وتحتوي هذه الدراسة علي هدفين هما: تحديد الأهمية النسبية لوجهات النظر البديلة لشرح تراكم احتياطات النقد الأجنبي ، وتشكيل نموذج الطلب الاحترازي لاحتياطات النقد الأجنبي معتبرة أنها تأمين ذاتي ضد انكماش الانتاج الناتج عن التوقف المفاجئ وهروب رأس المال، حيث يستخدم هذا النموذج لتوفير تقييم الرفاهية للتكاليف وفوائد اكتناز احتياطات النقد الأجنبي والحجم الأمثل للطلب التحوطي، حيث أدت أزمة المكسيك ١٩٩٤، ودول شرق آسيا ١٩٩٧، ١٩٩٨ كمتغيرين إلى تغييرات عميقة في الطلب على احتياطات النقد الأجنبي، وسرعة انعكاس تدفقات رأس المال طوال فترة الأزمة؛ حيث أدت الأزمة إلى انكماش الانتاج، والاستثمار في العديد من الدولة إلى أن أدت إلى أزمات مصرفية كاملة ، حيث إن اكتناز احتياطات النقد الأجنبي هو تأمين احترازي، يعكس الرغبة في التأمين الذاتي ضد التعرض للتوقف في المستقبل.

وقد أوضحت هذه الدراسة أيضا أن من أهم محددات احتياطات النقد الأجنبي نمو الصادرات، والانفتاح التجاري، وحجم السكان، وقد توصلت هذه الدراسة إلى عدده نتائج من أهمها :

أ- أن المتغيرات المرتبطة بانفتاح التجارة، والتعرض للأزمات المالية مهمة من الناحية الاحصائية والاقتصادية في شرح احتياطات النقد الأجنبي .



- ب- أن الدافع الوقائي قد لعب دوراً أكثر وضوحاً من الدافع التجاري في تراكم احتياطات النقد الأجنبي، يمكننا على الأقل من تحديد التأثير المحتمل للدوافع الاحترازية بسهولة وبقوة أكبر من التأثير المحتمل للدوافع التجارية؛ حيث إن الدافع الوقائي هو الدافع الأساسي وراء حياة أحجام ضخمة من احتياطات النقد الأجنبي، خاصة في الدول الناشئة، وقد أرجع ذلك إلى أن الدافع الوقائي يربط ما بين حياة احتياطات النقد الأجنبي، ومخاطر حدوث صدمات التوقف المفاجئ؛ حيث أن حياة أحجام مرتفعة من احتياطات النقد الأجنبي يخفف من أثر الصدمات.
- ت- إن الأزمات وتحرير حساب رأس المال كان له الأثر الأكبر علي تباين احتياطات النقد الأجنبي؛ حيث أنه كلما زاد تحرر حساب رأس المال، زادت الحاجة إلى الاحتفاظ بحجم أكبر من احتياطات النقد الأجنبي.

### المطلب الثالث

#### أهم المتغيرات المحددة لحجم احتياطات

#### النقد الأجنبي

لقد تطورت الأدبيات المتعلقة بحجم احتياطات النقد الأجنبي بتطور دورها في الاقتصاد، وتطور المتغيرات الاقتصادية المؤثرة أو المتأثرة بها.

وسوف نتناول في هذا المطلب أهم المتغيرات المحلية داخل النظام المالي، والخارجية المؤثرة من خارج النظام المالي المحددة لحجم احتياطات النقد الأجنبي في فرعين على النحو التالي :

## ٨ - مفهوم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي

الفرع الأول: المتغيرات المحلية المحددة لحجم احتياطات النقد الأجنبي

الفرع الثاني: المتغيرات الخارجية المحددة لحجم احتياطات النقد الأجنبي

### الفرع الأول

المتغيرات المحلية المحددة لحجم احتياطات

النقد الأجنبي

أولاً: المضاربات<sup>(١)</sup>:

يختلف دور المضاربات حسب نظام سعر الصرف المتبع، ففي ظل اقتصاد يتبع نظام ثبات سعر الصرف، ويضع قيوداً على حرية انتقال رؤوس الأموال تصبح فرصة المضاربة على سعر الصرف شبه منعدمة، بينما الدول التي تتبع سياسة حرية سعر الصرف أو سياسة سعر الصرف الموعوم والتي لا تستطيع تدبير موارد بالعملة الأجنبية من الأسواق والمؤسسات الدولية بالسرعة المطلوبة سواء بالاقتراض أو المنح والمعونات غالباً ما تتجه إلى سياسة سعر صرف أقل مرونة مع احتفاظها بقدر أكبر من احتياطات النقد الأجنبي تمكنها من التدخل في سوق سعر الصرف لحماية عملتها الوطنية رغم أن ذلك أكثر كلفة .

وقد تجاهل كل من هالر وفرنكل دور المضاربات، في تحديد حجم احتياطات النقد الأجنبي، كما تجاهل فلود أيضاً دور المضاربات بالرغم من إشارته إلى مفهوم سعر صرف الظل الذي يفترض أن بظهوره يبدأ المضاربون بالسعي إلى الربح عن طريق شراء الاحتياطات المتبقية بالسعر الرسمي من أجل بيعه لاحقاً بسعر أعلى، وتصل

(١) د. سهي عبد الرحمن مرسى، "الحجم الأمثل... مرجع سبق ذكره ص ١١٨ - ١٢٠

الاحتياطات إلى الحد الأدنى عندما يتساوى سعر صرف الظل مع سعر الصرف المعلن، فعملية تراكم الاحتياطي يعرقلها كل من هجوم المضاربين، وسلوك القطاع الخاص. وقد قدم كروجمان نموذجا للمضاربات؛ حيث أوضح فيه أن المضاربين يسعون وقت الأزمة لشراء احتياطات النقد الأجنبي في بداية الأزمة مع انخفاض قيمة العملة آملين في بيعه وقت الأزمة محققين أرباحا رأسمالية.

#### ثانيا: التعقيم :

يؤدي تراكم احتياطات النقد الأجنبي إلى زيادة السيولة المحلية؛ حيث يؤدي قيام البنوك المركزية بشراء النقد الأجنبي من الأسواق إلى زيادة السيولة المحلية، وقد يساعد على ذلك عدم رغبة الأفراد في الاحتفاظ بالعملية الأجنبية كمخزن للقيمة خاصة إذا كانت العملة المحلية تتمتع بالاستقرار أمام العملات الأخرى، وهو الأمر الذي غالبا ما يحدث مع بداية زيادة حجم احتياطات النقد الأجنبي، وتقوم البنوك المركزية بامتصاص الزيادة من السوق باستخدام أدوات السياسة النقدية المختلفة عن طريق السوق المفتوحة التي غالبا ما تكون ذات أسعار فائدة أعلى من أسعار الفائدة السائدة في السوق لإعطاء الأفضلية لتلك الأدوات، وبالتالي تتمكن من جذب هذه الزيادة، ومن ناحية أخرى فإن الفائدة التي تتحملها البنوك المركزية تكون أعلي من تلك الفائدة التي تستحق على استثمار الاحتياطات بالخارج، والتي تكون أقل بكثير من الفائدة على أدوات السياسة النقدية المحلية، وهذه هي تكلفة التعقيم .<sup>(١)</sup>

(١) د. يسري محمد عبد الرحمن يوسف، "الاحتياطات الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص ١٣٣ .

## ٨- مفهوم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي

### ثالثاً: العمق المالي

يقاس العمق المالي بنسبة حجم السيولة المحلية إلى الناتج المحلي الإجمالي ، وهو مؤشر لقياس قوة القطاع المصرفي ، كما أن الطلب المستقر على النقود يعد مؤشراً على انخفاض احتمال تحويل المقيمين المحليين الودائع المحلية إلى العملات الأجنبية، فطبقاً لأوبستفلد فإنه كلما ارتفع نسبة السيولة المحلية إلى الناتج المحلي الإجمالي، قل احتمال انخفاض معدل الاحتياطات الدولية إلى الناتج المحلي الإجمالي وقت الأزمة، وكلما ازدادت درجة العمق المالي احتفظ البنك المركزي باحتياطات أكبر خاصة إذا كانت الدولة متحررة مالياً، وتتبع سياسة سعر الصرف المدار، وللعقود المالي ممثلاً في نسبة السيولة المحلية إلى الناتج المحلي الإجمالي معاملات معنوية وموجبة عند تضمين التجارة في النموذج ، وله أهمية خاصة عند دراسة السلاسل الزمنية في الأسواق الصاعدة ، وتزداد أهميته عندما تكون الأسواق أكثر انفتاحاً، وربما تكون السيولة المحلية هي مفتاح الفهم لنمو الاحتياطي<sup>(١)</sup>.

### رابعاً: السياسة المالية

تؤثر السياسة المالية بقدر كبير على إدارة احتياطات النقد الأجنبي عبر عدة آليات ممثلة في الاستثمار في سندات حكومية مرتفعة العائد متضمنة مخاطر سعر الفائدة ، وهي إجراءات التعقيم وأسعار الفائدة على أذون الخزانة، ومخاطر الدين السيادي ، وسياسة تجميع الضرائب والاستقرار السياسي<sup>(٢)</sup>.

(١) د. سهى عبد الرحمن مرسى ، " الحجم الأمثل ... مرجع سبق ذكره ص ، ص ١٢٢-١٢٣ .

(٢) المرجع السابق ، ص ١٢٣ .

#### خامسا: الثروة الكلية للدولة:

من أبرز التطورات في أدبيات دراسة الاحتياطات الدولية اعتبار الطلب على الاحتياطات دالة في مستوى الثروة الكلية للدولة، وفي ضوء ذلك، يمكن النظر إلى الثروة الكلية للدولة على أنها محفظة من الأصول المملوكة للدولة، ومن المتوقع أن يزداد الطلب على كل أو بعض الأصول الموجودة في المحفظة مع اتجاه الثروة الكلية نحو الزيادة، فإذا كانت الاحتياطات الدولية تمثل أحد أصول المحفظة، فإن العلاقة بين إجمالي الثروة وحياسة الاحتياطات تكون علاقة مباشرة، وحيث أن الثروة الكلية للدولة يمكن اعتبارها مقياس مجرد للطاقة الإنتاجية الحقيقية للدولة المعنية، فهناك من يرى أن استخدام أحد مقاييس الناتج القومي الإجمالي يعتبر مؤشراً جيداً للثروة الكلية للدولة<sup>(١)</sup>.

#### سادسا: تكلفة الفرصة البديلة:

تعني تكلفة الفرصة البديلة العائد الذي تم التضحية به بسبب تراكم الأموال للاحتياطي بدلا من توجيهها لأنشطة إنتاجية طويلة الأجل، أو استثمارها في تمويل سندات محلية أو أجنبية مرتفعة العائد، مقارنة بالعائد المنخفض الذي عادة ما يكون على استثمار أموال الاحتياطي، أو التضحية بسداد مستحقات ديون طويلة الأجل أو قصيرة الأجل من خلال فائض العملات الأجنبية بدلا من حجزه كاحتياطي أجنبي<sup>(٢)</sup>.

---

(١) د. محمود حسن حسنى، "محددات الطلب على الاحتياطات الدولية مع إشارة خاصة إلى الاقتصاد المصري"، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية العدد الرابع، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان ١٩٩٦، ص ٢٧٠-٢٧١.

(٢) د. نيفين محمد إبراهيم طريح، "الحجم الأمثل للاحتياطي الأجنبي في مصر، نموذج للتحوط من الصدمات" المجلة العربية للإدارة، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، يناير ٢٠١٥، ص ٣٩.

## ٨- مفهوم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي

من هنا تقارن السلطات النقدية بين عائد الاحتفاظ بالاحتياطات والعائد لذى كان من الممكن الحصول عليه لو تم استثمار تلك الاحتياطات في السوق، أي المقارنة بين عائد الاحتفاظ بالاحتياطات والانتاجية الحدية للاستثمارات البديلة<sup>(١)</sup>.

سابعاً: بعض المتغيرات المحلية الأخرى:

١. سياسات التثبيت والتكيف الهيكلي.
٢. الاستقرار السياسي.
٣. الادخار المحلي.
٤. السياسات الضريبية.
٥. الدين السيادي

### الفرع الثاني

#### المتغيرات الخارجية المحددة لحجم احتياطات

#### النقد الأجنبي

أولاً: مرونة سعر الصرف:

إن تقدير حجم الاحتياطات الدولية التي تحتفظ بها السلطات النقدية للدولة لا يتم بمعزل عن طبيعة نظام سعر الصرف الذي تطبقه، ففي ظل نظام سعر الصرف المرن فإن السلطات النقدية لا تتدخل في سوق الصرف ببيع أو شراء النقد الأجنبي، فعندما تعاني الدولة من تحقق عجز في ميزان المدفوعات، فإن ذلك يعني زيادة

---

(١) د. جمال محمود عطية ، " المستوى الأمثل للاحتياطات الدولية فى الاقتصاد المصري قبل وبعد ٢٥ يناير ٢٠١١ ، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية العدد الثاني ، كلية التجارة وإدارة الأعمال ، جامعة حلوان ٢٠١٢ ، ص ٢٠٦ .

الطلب على العملة الأجنبية، ومن ثم ارتفاع سعرها، مما يؤدي بدوره إلى ارتفاع في قيمة الواردات بالعملة المحلية، وانخفاض في أسعار الصادرات بالعملة الأجنبية، مما يؤدي إلى خفض العجز في ميزان المدفوعات، ويترتب على ذلك زيادة الكمية المعروضة من العملة الأجنبية، ومن ثم يحدث التوازن في سوق الصرف الأجنبي بين العرض والطلب على العملة الأجنبية، وبالتالي فإن السلطات النقدية لا تحتاج إلى الاحتفاظ بالاحتياطيات النقدية الأجنبية عدا الاحتفاظ برصيد لغرض الاحتياط<sup>(١)</sup>.

أما في نظام سعر الصرف الثابت فإن السلطات النقدية تحتاج إلى الاحتفاظ برصيد كاف من الاحتياطيات الدولية لمساندة سعر الصرف، فعندما تعاني الدولة من عجز في ميزان المدفوعات، فإن ذلك يعني زيادة الطلب على العملة الأجنبية، ومن ثم ارتفاع سعرها، مما يهدد قيمة العملة المحلية، لذلك فإن السلطات النقدية تتدخل في سوق الصرف ببيع العملة الأجنبية في مبادلة مع العملة المحلية للحفاظ على قيمة العملة المحلية، ويترتب على ذلك انخفاض العرض النقدي المحلي، وما يتبعه من آثار انكماشية تظهر في انخفاض الإنفاق المحلي، وانخفاض مستوى الواردات، مما يساعد على علاج العجز في ميزان المدفوعات. أما في ظل نظام التعويم المدار تسمح الدولة بتعويم معدل الصرف داخل هوامش محددة حول معدل الصرف الرسمي، أي أن هناك مرونة محددة لسعر الصرف بما يسمح بإصلاح بعض الاختلالات الصغيرة في المدفوعات على أن يتم اللجوء إلى تطبيق إجراءات التكيف الأخرى لمواجهة الاختلالات الكبيرة والمستمرة<sup>(٢)</sup>.

---

(١) د. فاطمة محمد حسن، "محددات الطلب على الاحتياطيات الدولية دراسة تطبيقية مقارنة"، رسالة ماجستير ٢٠٠١، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، ص ٥٧  
(٢) د. فاطمة محمد حسن، "محددات الطلب على مرجع سابق ذكره، ص ٥٧-٥٨

## ٨- مفهوم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي

ثانيا: حجم الاستثمارات الخارجية الأجنبية :

يتأثر طلب الدول النامية علي احتياطات النقد الأجنبي بكل من: <sup>(١)</sup>

أ- الحالة التي تكون عليها استثماراتها الوطنية بالخارج.

على الرغم من ندرة رؤوس الأموال بالدول النامية، إلا أنه يوجد لها استثمارات خارجية علي شكل أموال مودعة في البنوك، أو مستثمرة في سندات، أو أودن خزانه، أو عقارات أو في تملك بعض الأصول الانتاجية في القطاع الصناعي أو التجاري أو الخدمي في الدول الرأسمالية الصناعية، كما يؤدي خروج هذه الأموال للاستثمار بالخارج إلي زيادة عجز ميزان المدفوعات، نظرا لما ينتج عن ذلك من خروج موارد بالنقد الأجنبي خارج الدولة.

ب- الاستثمارات الأجنبية المباشرة داخل الدولة.

وما يترتب عليها من تيارات دخول وخروج لعوائد تلك الاستثمارات، وبالتالي علي طلب الدولة على احتياطات النقد الأجنبي، وبالذات الدول التي تعاني بشكل واضح من تفاقم مشكلات ديونها الخارجية، فعندما يكون حجم الاستثمارات الأجنبية داخل الاقتصاد القومي كبيرا، وتكون الاستثمارات الوطنية بالخارج مرتفعة، فإن درجة حساسية هذا الاقتصاد للتعرض لعدم الاستقرار تكون كبيرة. ويجب الإشارة إلى الاعتقاد السائد بين الاقتصاديين في العالم الثالث، بأنه كلما كان حجم احتياطات النقد الأجنبي مرتفعا، ويزيد على المستوي الآمن، زادت قدرة الدولة على جذب المستثمرين الأجانب.

---

(١) د. سهي عبد الرحمن مرسى، "الحجم الأمثل. مرجع سبق ذكره ص ١٢٧ - ١٢٨



ويرى بعض الاقتصاديين، وصندوق النقد الدولي أنه كلما كانت احتياطات الدولة في الحدود المعقولة، وكان قطاع الصادرات للدولة متطوراً، وينمو بمعدلات جيدة، وفر للدولة قدراً ملائماً من العملات الأجنبية التي تقي بتمويل الواردات، ودفع أعباء الديون، وبالتالي فإن قوة جذب الدولة للاستثمارات الأجنبية لا علاقة لها بمستوى احتياطات النقد الأجنبي.

ويرى الباحث أن الاستثمارات الأجنبية، تنعكس على نمو صادرات الدولة، والتي تنعكس بدورها على حجم احتياطات النقد الأجنبي، والذي يؤدي إلى زيادة قدرة الدولة على جذب المستثمرين الأجانب.

#### ثالثاً: حالة ميزان المدفوعات:

قد ينتج اختلال المدفوعات عن صدمات خارجية أو داخلية، ويعتمد حجم الكميات المطلوبة من الاحتياطات الدولية على حجم واستمرارية الاختلال في المدفوعات الدولية، فكلما كان حجم الاختلال في المدفوعات كبيراً، كانت الكمية المطلوبة من الاحتياطات الدولية كبيرة والعكس، كما تعتمد الكمية المطلوبة من الاحتياطات الدولية على نوعية هذا الاختلال - هل هو مؤقت أم دائم - وعلى مدى رغبة، وقدرة الدولة على البدء في اتخاذ إجراءات سريعة لمواجهة الاختلال الخارجي بزيادة المتحصلات، أو تخفيض المدفوعات<sup>(١)</sup>.

---

(١) د فاطمة محمد حسن، "محددات الطلب على الاحتياطات الدولية دراسة تطبيقية مقارنة"، رسالة ماجستير ٢٠٠١، مرجع سبق ذكره، ص ٤٩-٥٠.

## ٨ - مفهوم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي

### رابعاً: السياسة التجارية للدولة :

تؤثر السياسة التجارية التي تطبقها الدولة على حجم طلبها على الاحتياطات الدولية، فإذا كانت السياسة التجارية تقوم على حرية التجارة، - بمعنى عدم فرض قيود تجارية على الواردات- فإن أي زيادة في الدخل سوف تؤدي إلى زيادة في الواردات، ومن ثم فإن الدولة تلجأ إلى الاحتفاظ بحجم كبير من الاحتياطات الدولية لمواجهة أي زيادة في الواردات. أما إذا كانت الدولة تطبق سياسة تجارية قائمة على الحماية - بمعنى فرض قيود تجارية على الواردات - فإن الدولة ليست بحاجة إلى الاحتفاظ بحجم كبير من الاحتياطات الدولية، حيث إنها تستطيع من خلال القيود التجارية التحكم في حجم الواردات، ومن ثم فإن هناك علاقة عكسية بين درجة شدة وإحكام القيود التجارية وحجم الطلب على الاحتياطات الدولية<sup>(١)</sup>.

### خامساً: درجة الانفتاح على العالم الخارجي:

إن الاقتصاد الذي يكون منفتحاً على العالم الخارجي يكون أكثر عرضة للتأثر بالظروف الخارجية، ومن ثم فإنه يحتاج إلى حجم أكبر من الاحتياطات الدولية لمواجهة الآثار السلبية التي تترتب على هذه الظروف، وفي ظل نموذج كينز للاقتصاد المفتوح، فإنه كلما ارتفع الميل الحدي للواردات كان له أثر سالب على الاحتياطات الدولية، وقد اتجهت معظم الدراسات التطبيقية إلى استخدام الميل المتوسط للواردات كمؤشر عن انفتاح الاقتصاد على العالم الخارجي، وتوصلت هذه الدراسات إلى وجود علاقة طردية بين الميل المتوسط للواردات والطلب

(١) د. فاطمة محمد حسن، "محددات الطلب على الاحتياطات"، مرجع سبق ذكره ص ٦٠

على الاحتياطات الدولية، حيث إنه كلما ارتفع الميل المتوسط للواردات ارتفع نصيب الواردات من الدخل، ومن ثم تزداد الحاجة إلى الاحتياطات الدولية لتمويل هذه الواردات<sup>(١)</sup>.

#### رابعاً: التغير في معدل التبادل الدولي<sup>(٢)</sup>:

يمثل معدل التبادل الدولي النسبة بين أسعار الصادرات إلى أسعار الواردات؛ حيث يشير الارتفاع النسبي لأسعار الصادرات مقارنة بأسعار الواردات، إلى تحسن في معدل التبادل الدولي، وبالتالي ارتفاع الدخل الحقيقي، وزيادة القوة الشرائية لصادرات الدولة، وهو ما ينعكس في تحسن ميزان المدفوعات، بينما يشير الانخفاض النسبي لأسعار الصادرات مقارنة بأسعار الواردات إلى تدهور في معدل التبادل الدولي، ويدل ذلك تدهور القوة الشرائية للصادرات والتأثير سلباً على ميزان المدفوعات، فكلما اتجه معدل التبادل الدولي في غير صالح الدولة، زادت الحاجة لتكوين احتياطات النقد الأجنبي حتي تستطيع الدولة أن تسيطر على معدل صرف عملتها الوطنية، وعن أهدافها الاقتصادية والاجتماعية.

وقد مرت العديد من الدول المتقدمة، والنامية بمجموعة من الاختلالات في معدل التبادل الدولي، وقد تمثلت تلك الاختلالات في صدمة الصادرات والتي تتأثر بالدرجة الأولى بالدورات الاقتصادية، وتقلبات مستوى النشاط الاقتصادي في الدول الصناعية الكبرى المستوردة لصناعات الدول النامية، التي يغلب عليها السلع الأولية، وتؤثر صدمات الصادرات على كمية الصادرات، وأسعار سلع التصدير، وكذلك تظهر الصدمات من خلال وضع سياسات حمائية أو زيادة بدائل السلع.

(١) د. فاطمة محمد حسن، "محددات الطلب على الاحتياطي ٠٠٠"، مرجع سبق ذكره ، ص ٥٣-٥٤.

(٢) د. محمد زكي حسن الجابري ، " الآثار الاقتصادية ...، مرجع سبق ذكره ص ٨٤ - ٨٥.

## ٨- مفهوم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي

كما توجد صدمات خاصة بالواردات في كثير من الدول النامية تتصف بأنها ذات حساسية لعنصر الواردات؛ أي أن معدل نمو الناتج القومي، ومستوى المعيشة يعتمد إلى حد كبير على طاقة الاستيراد، والتي تعتمد على استيراد السلع الغذائية، أو الآلات والمواد الصناعية الأولية، والوسيلة أو البترول، فارتفاع أسعار هذه السلع يؤدي بالتأكيد إلى التأثير على معدل التبادل الدولي، ولقد ظهر أثر الصدمات الخارجية لأسعار الواردات في الدول النامية في عام ١٩٧٣ بصورة كبيرة، نظرا لارتفاع أسعار البترول والتي نتج عنها انخفاض قيمة عملات الدول المستوردة للبترول، وارتفاع عملات الدول المصدرة له، مما دفع الدول المستوردة لزيادة الطلب على احتياطات النقد الأجنبي.

**سادسا: حجم طلب المقيمين على العملات الأجنبية (الدولة)<sup>(١)</sup>:**

تعد نسبة الدولار داخل الدولة من المتغيرات الحديثة التي يجب على صانعي القرار السياسي مراعاتها في تحديد حجم احتياطات النقد الأجنبي؛ حيث يجب على الدول التي تعاني من نسبة مرتفعة من الدولار زيادة قيمة احتياطات النقد الأجنبي لديها، حتى لا تتعرض عملتها لضغوط كبيرة تؤثر على قيمة العملة المحلية، والمستوى العام للأسعار، وبالتالي تؤدي لموجات تضخمية، ويعد تجاهل هذا المؤشر أحد أهم نقاط الضعف في تقدير الحجم الآمن والملائم لاحتياطات النقد الأجنبي. وعلى السلطات النقدية أن تسارع بتقليص الفجوة القائمة بين مستوى احتياطات النقد المرغوب، والمستوى الفعلي المتحقق، مع زيادة الاندماج المالي بين دول العالم، وتحرير التجارة وتحركات رؤوس الأموال، وألا تفرط في نفس الوقت في تكوين احتياطات النقد الأجنبي، نظرا لأن المبالغة في حجمها ينطوي على تكاليف مرتفعة يمكن تجنبها.

(١) د. محمد زكي حسن الجابري ، " الآثار الاقتصادية الكلية ..، مرجع سبق ذكره، ص ٩٢.

سابعا: الدين الخارجي قصير الأجل.

مع ظهور الأزمة الكورية عام ١٩٩٧ ، ومع ارتفاع نسبة الدين قصير الأجل إلى الاحتياطات الدولية كمؤشر هام على مدي قابلية الدولة للتأثر سلبا بالأزمات المالية ، بدأ البنك الدولي الإشارة إلي كفاءة الاحتياطات الدولية في ظل الدين الخارجي قصير الأجل فيما يعرف بقاعدة جرينسبان التي توضح أن الدولة التي تعجز عن سداد التزاماتها الخاصة بخدمات الدين الخارجي توشك أن تواجه أزمة عملة . وعلى ذلك فمن الأفضل أن تحتفظ باحتياطي دولي يوازي خدمة الدين لمدة عام<sup>(١)</sup>.

---

(١) د. سهي عبد الرحمن مرسى ، " الحجم الأمثل . مرجع سبق ذكره ص ١٣١ - ١٣٢

## ٨ - مفهوم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي

### النتائج والتوصيات:

#### أولاً: النتائج:

١. يختلف حجم المطلوب من احتياطات النقد الأجنبي من بلد إلى آخر وفقاً للعديد من العوامل منها هيكل التجارة الخارجية، ونظم الصرف الأجنبي وقدرتها للوصول إلى الأسواق الدولية، ومن ثم فلا يوجد حجم أمثل مطلق لكافة الدول.
٢. وجود علاقة بين الديون، واحتياطات النقد الأجنبي؛ حيث تؤثر الديون الخارجية بشكل فعال وصفة خاصة خاصة الديون قصيرة الأجل التي يحل أجل استحقاقها خلال فترة قصيرة نسبياً على حجم الاحتياطات.
٣. رغم إنتهاء دور الذهب رسمياً موجب إتفاق جاميكا إلا أنه مازال يلعب دوراً فعلياً كعنصر من مكونات احتياطات النقد الأجنبي.

#### ثانياً: التوصيات:

- ١- تفعيل مبدأ الشفافية والإفصاح للجمهور وفق جدول زمني معين مسبقاً ويقترح إعداد وإصدار تقارير تفصيلية عن كافة أبعاد إدارة احتياطات النقد الأجنبي بشكل منتظم ورفع هذه التقارير بصفة دورية إلى مجلس النواب للاطلاع عليها ومناقشتها.
- ٢- علي الجهة المسؤولة عن إدارة احتياطات النقد الأجنبي في مصر اتخاذ التدابير اللازمة لتقليل المخاطر التشغيلية لأن هذا النوع من المخاطر يمكن أن يكون له تأثير عام على الاحتياطات بأكملها وعملية إدارة المخاطر. لذلك يجب علي إدارة المخاطر التشغيلية المتعلقة بإدارة الاحتياطي أن تعتمد على طريقة التقييم الذاتي ،

مجلة روح القوانين - العدد المائة واثنان عشر - إصدار أكتوبر ٢٠٢٥ - الجزء الثاني

---

٤- مراعاة تهيئة البيئة المناسبة لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة في مصر، حيث تمثل مصدرا هاما للعملة الأجنبية، والاستفادة من عائد هذه الاحتياطات في تنمية الاقتصاد القومي، وبما لا يخل بالسيولة العالية لهذه الاحتياطات.

### الخاتمة

تناولت الدراسة مفهوم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي وخلصت إلى أنه يتعين أن تكون احتياطات النقد الأجنبي أصولاً سائلة أو أصول مقومة بعملات أجنبية قابلة للتداول، وأن تكون تحت السيطرة الفعلية لجهاز إدارة احتياطات النقد الأجنبي، وقابلة للاستخدام من جانبه، وأن تكون حيازتها في صورة استحقاقات للسلطات النقدية على غير المقيمين، ومقومة بعملات أجنبية عالية السيولة.

ثم تناولت الدراسة عرض محددات حجم احتياطات النقد الأجنبي والتي تطورت من نماذج تقليدية تركز على المفاضلة بين الفرص البديلة لمنافع احتياطات النقد الأجنبي وبين تكلفة الاحتفاظ به، إلى نماذج حديثة تركز على أهمية مواجهة مخاطر التوقف المفاجئ للتدفقات الرأسمالية. كما تنقسم أهم المحددات التي تؤثر في طلب الدولة على احتياطات النقد الأجنبي إلى محددات داخلية من داخل النظام المالي ومحددات خارجية من خارج النظام المالي.



### المراجع العربية

١. د. رمزي زكى، "الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري"، الطبعة الأولى ١٩٩٤، دار المستقبل العربي ، القاهرة.
٢. د. محمد زكي حسن الجابري، الآثار الاقتصادية الكلية لتراكم الاحتياطات الدولية، رسالة دكتوراه، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان ٢٠١٨.
٣. د. سها عبد الرحمن مرسى، الحجم الأمثل للاحتياطي النقدي الدولي وكيفية إدارته، رسالة دكتوراه ، ٢٠١٥ كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة.
٤. د. أحمد شفيق الشاذلي، طرق تكوين وإدارة الاحتياطات الأجنبية ( تجارب بعض الدول العربية والأجنبية)، صندوق النقد العربي، ٢٠١٤.
٥. د. شيماء عادل محمد المهدى، تقدير الحجم الأمثل لاحتياطات النقد الأجنبي في مصر في ظل أنظمة سعر الصرف المختلفة (دراسة قياسية مقارنة )، رسالة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٠١٩.
٦. د. يسرى محمد عبد الرحمن يوسف، الاحتياطات الدولية لدى البنوك المركزية التكلفة والحجم الأمثل مع التطبيق على مصر ٢٠٠٧.١٩٩١، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة عين شمس ٢٠٠٨.

## ٨- مفهوم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي

٧. د. محمود حسن حسنى، "محددات الطلب على الاحتياطات الدولية مع إشارة خاصة إلى الاقتصاد المصري"، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية العدد الرابع، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان ١٩٩٦.
٨. د. نيفين محمد إبراهيم طريح، "الحجم الأمثل للاحتياطي الأجنبي في مصر، نموذج للتحوط من الصدمات" المجلة العربية للإدارة، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، يناير ٢٠١٥.
٩. د. جمال محمود عطية، "المستوى الأمثل للاحتياطات الدولية فى الاقتصاد المصري قبل وبعد ٢٥ يناير ٢٠١١"، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية العدد الثاني، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان ٢٠١٢.
١٠. د. فاطمة محمد حسن، "محددات الطلب على الاحتياطات الدولية دراسة تطبيقية مقارنة"، رسالة ماجستير ٢٠٠١، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان.

## المراجع الإنجليزية

1. IMF, (2013), International reserves and foreign currency Liquidity: Guidelines for a data template, Statistics Department. P3. Available at:  
[www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/pdf/guide2013.pdf](http://www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/pdf/guide2013.pdf)

2. Cyril e, M.(2015),"international reserves holding in the CEMAC area: Adequacy and Motives" , African Development Review, Vol.27, No.
3. Heller and Mohsin. S. Khan:" The Demand For International Reserves under fixed and Floating Exchange Rates,in (International Monetary Fund) Staff Papers Vol. 25, No. 4, Dec., 1978,pp.  
<http://search.mandumah.com/Record/85839>
4. Agarwal ,J.P "Optimal Monetary Reserves For Developing Countries" Weltwirtschaftliches Archives, Bd .
5. Frenkel, Jacob A., and Boyan Jovanovic. "Optimal International Reserves: A Stochastic Framework." The Economic Journal, vol. 91, no. 362, 1981, pp. 507–14. JSTOR, <https://doi.org/10.2307/2232599>.
6. Flood Robert, Nancy Marion(2002)," Holding Reserves In an Era of High Captial Mobility", I.M.F , Working Paper NO:2/62.

## ٨ - مفهوم ومحددات احتياطات النقد الأجنبي

---

7. Maurice Obstfeld, Others, (August 2008), "Financial stability, the Trilemma, And international Reserves "National Bureau Of Economic Research, Working Paper.

Aizenman, Joshua, and Jaeeoo Lee, (2005) " International Reserves: Precautionary Vs Mercantilist Views, Theory and Evidence" International Monetary Fund, Working Paper.