مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والسياسية

اسم المقال: أثر تراكم الاحتياطيات الدولية قبل الأزمة المالية العالمية في الأداء الاقتصادي للبلدان بعد الأزمة
اسم الكاتب: جهاد العلي
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/461
تاريخ الاسترداد: 2026/11/01 08:53 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة - Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة - Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والسياسية ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

أثر تراكم الاحتياطيات الدولية قبل الأزمة المالية العالمية في الأداء الاقتصادي للبلدان بعد الأزمة

جهاد العلي*

المشرف: أ.د أكرم حوراني

الملخص

تبحث هذه الدراسة فيما إذا كانت تراكمات الاحتياطيات الدولية قبل الأزمة، وكذلك قرارات سعر الصرف وسياسة الاحتياطي المتخذة في أثناء الأزمة المالية العالمية، يمكن أن تساعد في تفسير الاختلافات بين البلدان في الأداء الاقتصادي بعد الأزمة. إضافة إلى إجمالي مخزون الاحتياطيات الرسمية التي تحتفظ بها البلدان سنتناول أيضاً قرارات الحكومات بشراء أو بيع الأصول الاحتياطية خلال فترة الأزمة. وذلك بواسطة نموذج احتياطي المعيار الخاص لنشر البيانات التابع لصندوق النقد الدولي، والتي تتيح لنا التمييز بين إيرادات الفوائد وتغيرات التقييم في مخزون الاحتياطيات الرسمية. نستخدم هذه البيانات الجديدة لقياس كيفية (وما إذا) أثرت سياسات تراكم الاحتياطي في الأداء الاقتصادي والمالي للبلدان في أثناء الأزمة العالمية وبعدها. أهم النتائج التي توصلنا إليها تتلخص بأن تراكمات الاحتياطي الأعلى قبل الأزمة مرتبطة بارتفاع نمو الناتج المحلي الإجمالي بعد الأزمة.

الكلمات المفتاحية: الاحتياطيات الدولية، الأزمة المالية، الأداء الاقتصادي.

* طالب ماجستير– قسم الأسواق المالية – كلية الاقتصاد– جامعة دمشق.

The Impact of the Accumulation of International Reserves before the Global Financial Crisis on the Economic Performance of Countries after the Crisis

Jihad Al-Ali*

Supervisor: Prof. Akram Hourani

ABSTRACT

This study examines whether pre-crisis international reserve accumulations, as well as exchange rate and reserve policy decisions made during the global financial crisis, can help to explain cross-country differences in post-crisis economic performance. The approach followed in this study focuses not only on the total stock of official reserves held by countries, but also on the decisions made by governments to purchase or sell reserve assets during the crisis period. The study introduces new data made available through the IMF Special Data Dissemination Standard (SDDS) Reserve Template, which allow us to distinguish interest income and valuation changes in the stock of official reserves from the actively managed component of reserves. This novel data is used to gauge how (and whether) reserve accumulation policies influenced the economic and financial performance of countries during and after the global crisis. The findings support the view that higher reserve accumulations prior to the crisis are associated with higher post crisis GDP growth.

Key Words: International Reserves, Global Crisis, Economics Performance.

* Master's Student - Department of Financial Markets - Faculty of Economics - Damascus University.

1- المقدمة

أثرت الأزمة المالية العالمية في الأسواق العالمية وأدت إلى اضطراب اقتصادي كبير في جميع أنحاء العالم. وقد تحملت البلدان المتقدمة وطأة الأزمة بداية، ولكن بحلول منتصف عام 2008 أصبحت الأزمة عالمية؛ إذ جف تمويل الأسواق الناشئة وارتفعت هوامش الائتمان لديون الأسواق الناشئة ارتفاعاً كبيراً، الأمر الذي أثار مخاوف بشأن قدرتها على إعادة تمويل ديونها.

بعد انهيار (ليمان براذرز) في سبتمبر 2008 شهدت العديد من البلدان ذات التوجه التجاري انخفاضاً في الصادرات ما أدى إلى انكماش حاد في الناتج المحلي الإجمالي، كما تضررت بشدة البلدان ذات المستويات المرتفعة من الديون؛ إذ أجبرت العديد من البلدان على السماح لعملتها بالانخفاض، أو سحب جزء من احتياطياتها من العملات الأجنبية.

2- هدف البحث

يهدف البحث إلى دراسة تراكمات الاحتياطيات الدولية قبل الأزمة وتحليلها، ودراسة القرارات المتعلقة بسعر الصرف وسياسة الاحتياطي التي اتخذتها الدول خلال الأزمة، ما يساعد في تفسير الاختلافات بين البلدان في الأداء الاقتصادي لها بعد الأزمة.

3- منهج البحث

اتبع الباحث المنهج الوصفي التحليلي الذي يبدأ بدراسة الأدبيات والدراسات السابقة المتعلقة بموضوع البحث، ثم جمع البيانات الضرورية وتحليلها لاختبار الفرضيات والوصول إلى نتائج تجيب عن مشكلة البحث.

4- مشكلة البحث:

بداية قام الباحث بتحليل الظروف الأولية بالبلدان المدروسة عندما اندلعت الأزمة المالية العالمية، مع التركيز على تراكم الاحتياطي الدولي قبل الأزمة؛ إذ ساد اعتقاد في

عدد من البلدان خلال التسعينات من القرن الماضي (وخاصة في شرق آسيا) بأنها قد كونت احتياطيات دولية زائدة لتوفير تأمين وقائي لها.

ومع ذلك وجدت الدراسات الحديثة التي أجراها "بلانشارد" و"فاكوري" و"داس" (2010) و"أيزنمان" و"صن"(2010) أنه حتى البلدان التي لديها مستويات عالية من الاحتياطيات كانت مترددة في استخدامها(أو فقدانها). وجدوا القليل من الأدلة على أن الاحتياطيات كانت عوازل مهمة للأزمة.

لذلك قمنا بتحليل النتائج والتفسيرات الواردة في الأدبيات حول دور الاحتياطيات في أثناء الأزمات وفحصها، ويمكن تلخيصها بمايلي: إن قرار الحكومات بعدم استنفاد الاحتياطيات في أثناء الأزمة لا يقدم بالضرورة دليلاً ضد الدور الإيجابي للاحتياطيات في التأمين الذاتي. في الواقع، قد يكون ارتفاع مخزونات الاحتياطيات قبل الأزمة قد حمى البلدان من هجمات المضاربة، والتي تتطلب سحب الاحتياطيات، والتي كانت ستحدث لولا ذلك. وقد تكون الاحتياطيات في هذا السياق مماثلة لمقرض تسهيلات الملاذ الأخير في البنوك المركزية. ويشير تحليلنا البياني لتغيرات الاحتياطيات لكل دولة على حدة، إلى أنه يتعين على المرء توخي الحذر في تحديد توقيت الأزمات، والتي من المحتمل أن تختلف باختلاف البلدان؛ إذ تضيع مجموعة إستراتيجيات الدفاع عن العملات والاحتياطيات التي تستخدمها البلدان في الانحدارات المذكورة في الأدبيات الحالية التي تستخدم بشكل عام توقيت الأزمة نفسها لجميع البلدان.

ومن ثمّ، تتركز مشكلة البحث في أن اشتقاق مستويات الاحتياطي المثلى مثيرٌ للجدل؛ إذ تشير التجارب الحديثة إلى أن النماذج قد قللت من تقدير مستوى الحد الأدنى للاحتياطيات وبعد ذلك ترتفع تصورات المخاطر حول دولة ما بشكل غير خطي وبشكل كبير، علاوة على ذلك، تشير المستويات المتباينة على نطاق واسع للمخزونات الاحتياطية التي تحتفظ بها البلدان الناشئة، إلى عدم تجانس كبير في مستويات العتبة المرغوبة (ربما استناداً إلى الخبرة السابقة في أثناء الأزمات كما أكد "هاشيموتو" و"إيتو"

(2007)). والأهم من ذلك، تشير الدلائل الحديثة إلى أنه بمجرد أن تنخفض الاحتياطيات إلى ما دون العتبة ينتهي صافي تدفقات رأس المال الجديدة فجأة، الأمر الذي يؤدي إلى مشاكل تجديد الديون وهروب رأس المال. يمكن أن تؤدي انعكاسات تدفق رأس المال هذه بدورها، إلى زيادة وتيرة نضوب الاحتياطي.

5- الدراسات السابقة:

هناك عدد من الدراسات التجريبية الحديثة التي تحاول اختبار ما إذا كان الدافع التحوطي أو دافع استقرار سعر الصرف يفسر بشكل أفضل تراكمات الاحتياطيات الدولية من قبل كل من البلدان الصناعية والنامية. وجدت هذه الدراسات عموماً أدلة تدعم كلا الدافعين على سبيل المثال (إيزنمان و"لي" (2007))[1]، في حين وجد في الوقت نفسه عدم وجود أي دافع يفسر تفسيراً كاملًا الزيادة المفاجئة في تراكم الاحتياطيات من قبل البلدان النامية ابتداء من عام 2000 (جيان (2007)، "جيان" و"رانكيري" (2007))[2]. ثلاث دراسات حديثة توصلت إلى استنتاج مفاده أن تراكمات الاحتياطيات خلال عام 2007 لم تكن مفرطة مثل دراسة "أوبستفيلد"، "شامبو وتايلور"(2010)[3] اللذين قاما بقياس كفاية الاحتياطي مقابل حجم القطاع المصرفي، "هاشيموتو" و"إيتو" (2007)[4] اللذين ركزا على كفاية الاحتياطيات للحفاظ على استقرار

[1] Aizenman J. and Lee, J. (2007), "International reserves: Precautionary versus Mercantilist views, Theory and Evidence", Open Economies Review, 18: 191-214.

[2] Jeanne, O. and Ranciere, R. (2007), "The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: A New Formula and Some Applications," Working Paper.

[3] Obstfeld, M., Shambaugh, J., and A. Taylor (2010) "Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves," American Economic Journal: Macroeconomics 2 (April), 57-94.

4 Hashimoto, Yuko and Takatoshi Ito (2007) "Global Imbalances and Asian Foreign Reserves," unpublished manuscript, June.

سعر الصرف، و"دومينيغز" (2010)[5] الذي ركز على دور الاحتياطيات في البلدان ذات الأسواق المالية المتخلفة.

هناك أيضاً عدد قليل من الدراسات التي تبحث في سياسة الاحتياطي خلال الأزمة العالمية الأخيرة.

مثل "آيزنمان" و"صن" (2010)[6] اختار البحث العديد من دول الأسواق الناشئةالتي قررت عدم استنفاد احتياطياتها الدولية كجزء من آلية التعديل، علاوة على ذلك، وجدوا أن العامل الرئيسي الذي يميز البلدان التي اعتمدت بالفعل على الاحتياطيات هو توجهها التجاري (يقاس بالانفتاح التجاري، وحصة تصدير النفط، ونسب تصدير السلع). وهم يشيرون إلى أن هذه البلدان كانت أقل حذراً من استنفاد الاحتياطيات عندما انهارت أسواق التصدير، في حين اختارت معظم البلدان الأخرى التعديل عن طريق خفض سعر الصرف بدلًا من استنفاد الاحتياطي[7]. "أوبستفيلد" و"شامبو وتايلور"(2009)[8] و"أيزنمان"

5 Dominguez, Kathryn (2010), "International Reserves and Underdeveloped Capital Markets", in NBER International Seminar on Macroeconomics 2009, edited by Lucrezia Reichlin and Kenneth West, University of Chicago Press for the NBER, 193-221.

6 Aizenman J. and Sun, Y. (2010), "The Financial Crisis and Sizable International Reserves Depletion: From 'Fear of Floating' to the 'Fear of Losing International Reserves'?" NBER Working Paper No. 15308, revised August 2010.

7 في سياق الدوافع التجارية مقابل الدوافع الاحترازية، يجب أن نتوقع من دولة تجارية تفضيل الاستهلاك على استنفاد الاحتياطي الأجنبي. والواقع أن الدافع وراء تكديس الاحتياطيات لأصحاب المذهب التجاري هو منع ارتفاع الأسعار عند مواجهة تدفقات رأس المال. في الوقت نفسه، ينبغي أن تسعد الدول الماركانتيلية بالسماح بانخفاض سعر الصرف عند مواجهة تدفقات رأس المال الخارجة. من ناحية أخرى، يجب على الدولة التي تحركها الحيطة أن تفضل استنفاد الاحتياطيات الأجنبية في مواجهة تدفقات رأس المال الخارجة من أجل الحفاظ على استقرار سعر الصرف. يجب أن يقود الدافع التحوطي البلدان إلى تجميع الاحتياطيات خلال أوقات تدفقات رأس المال حتى تكون متاحة للاستخدام في أوقات تدفق رأس المال إلى الخارج.

و"جينجاراك" و"بارك" (2011)[9] درسوا الاعتماد الكبير على خطوط التبادل للائتمان الحكومي خلال الأزمة، ولا سيما من قبل البلدان المتقدمة التي لم يكن لديها تراكمات كبيرة من الاحتياطيات. اقترحوا أن خطوط التبادل قد تحل محل الاحتياطيات لبعض البلدان.

قد تكون الدوافع التحوطية ودوافع استقرار سعر الصرف لتراكم الاحتياطيات مرتبطة بشكل مهم بالنسبة لبعض البلدان في فترة ما قبل الأزمة العالمية، وربما يكون قد أسهم في الاختلالات العالمية التي كثيراً ما يشار إليها على أنها لعبت دوراً سببياً في الأزمة العالمية. كانت البلدان التي عانت من أزمات وانهيار احتياطياتها في أواخر التسعينيات من القرن الماضي في طور إعادة بناء الاحتياطيات في السنوات التي سبقت الأزمة العالمية وسيؤدي تراكم الاحتياطيات من قبل هذه البلدان إلى ضغط هبوطي على عملاتها الخاصة حدوث فوائض خارجية.

6- أسباب احتفاظ الدول بالاحتياطيات الدولية

الاحتياطيات الدولية التي تحتفظ بها السلطات النقدية (عادة في البنك المركزي أو الخزانة أو وزارة المالية) هي جزء من الثروة الوطنية، وكانت مهمة في الأصل للبلدان ذات أسعار الصرف الثابتة التي أرادت تجنب التعديلات المكلفة للاضطرابات في القطاع الخارجي للاقتصاد، بالنسبة لدولة ذات أسعار صرف ثابتة، تعدّ الاحتياطيات الدولية بمثابة حاجز ضروري للحفاظ على الاستقرار. ومع ذلك، من وجهة النظر هذه الاحتياطيات، إذا ابتعد بلد ما عن نظام سعر الصرف الثابت، من غير الواضح كم من

8 Obstfeld, M., Shambaugh, J., and A. Taylor (2009), "Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008," American Economic Review: Papers and Proceedings 2009, 99:2, 480-486.

9 Aizenman, J., Jinjarak, Y., and Park, D. (2011), "International Reserves and Swap Lines:
Subsitutes or Complements? " International Review of Economics and Finance 20, 5-18.

نصيب الثروة الوطنية يجب تخصيصه للأصول الاحتياطية الدولية. وتجدر الإشارة إلى أنه عندما تحصل السلطات النقدية على احتياطيات دولية، فإنها عادة ما تقوم بتعقيم تأثير هذه المشتريات في القاعدة النقدية المحلية بتكبد التزامات بالعملة المحلية (يطلق عليها غالباً "سندات التعقيم")[10]. وبالمثل، فإن الاحتياطيات التي تحتفظ بها السلطة المالية تمول عادة بسندات الحكومة المحلية، ومن ثم، فإن الاحتياطيات الدولية في معظم البلدان ليست أصولاً وطنية صافية، إذا كان سعر الفائدة على الأصول الاحتياطية أقل من سعر الفائدة المحلي.

ويلاحظ أن المتداولين بعملات فائدة منخفضة، يستثمرون في العملات ذات الفائدة المرتفعة؛ إذ تستثمر معظم دول بناء الاحتياطيات في العملات الأجنبية ذات الفائدة المنخفضة، تقترض بسعر الفائدة المحلي (الأعلى نسبياً)[11].البلدان ذات معدلات الفائدة المحلية التي هي أقل من معدل الفائدة على الأصول الاحتياطية (على سبيل المثال، اليابان) تستفيد من صافي دخل الفائدة على الاحتياطيات؛ في هذه الحالة، يمكن اعتبار تراكم الاحتياطي شكلاً من أشكال التجارة العامة. كما أن الاحتفاظ باحتياطيات يعرض البلاد لمخاطر العملة، إذا ارتفعت العملة المحلية مقابل العملات التي تحدد الأصول الاحتياطية وتنخفض قيمة الاحتياطيات بالعملة المحلية.

ويمكن التخفيف من مخاطر التقييم هذه إذا كانت الأصول الاحتياطية متنوعة؛ إذ تقوم البلدان بتجميع الاحتياطيات لأغراض احترازية ضد صدمات الحساب الجاري ورأس

[10] إذا لم يقم البنك المركزي بتعقيم مشترياته من الاحتياطي الأجنبي، فإنه يزيد من التزاماته المحلية عندما تزيد أصوله الأجنبية. إذا قام البنك المركزي بالتعقيم، فإنه يقلل بشكل فعال من صافي أصوله، وفي كلتا الحالتين، فإن صافي قيمة البنك المركزي لا يتغير.

[11] الاستثناء الواضح لهذا هو حالة اليابان، وربما الصين. معدل الفائدة على سندات اليابان المالية التي تم إصدارها للاحتفاظ بالاحتياطيات الأجنبية أقل بشكل ملحوظ من سعر الفائدة على الخزانة الأمريكية. سجل الحساب الخاص لصندوق النقد الأجنبي الذي تديره وزارة المالية اليابانية أرباحاً صافية في الفوائد خلال العشرين عاماً الماضية.

المال وكنتيجة ثانوية لإستراتيجيات التدخل للحفاظ على القيمة الدولية للعملة المحلية مستقرة ومنخفضة من أجل تعزيز نمو الصادرات (دوللي، فولكيرتس–لاندو وغاربر (2003))[12].

7- قياس الاحتياطيات الدولية:

حسب معيار نشر البيانات الخاص بصندوق النقد الدولي، إجمالي الاحتياطيات الرسمية تشمل الذهب النقدي (الذهب) وحقوق السحب الخاصة والمركز الاحتياطي في صندوق النقد الدولي والأصول الاحتياطية الأخرى.

احتياطيات العملات الأجنبية (احتياطيات العملات الأجنبية)، تتكون بدورها من فئتين من الأصول المالية والأوراق المالية والعملات والودائع، وفي المعادلات:

(1) إجمالي الاحتياطيات الرسمية = احتياطيات العملات الأجنبية + الذهب + حقوق السحب الخاصة + صندوق النقد الدولي + أخرى

(2) احتياطيات العملات الأجنبية = الأوراق المالية + العملات والودائع

يعكس عنصر الأوراق المالية والعملات والودائع في الاحتياطيات الرسمية إجراءات سياسة الاحتياطي الأجنبي، بما في ذلك التدخل في سوق الصرف الأجنبي وإدارة المحفظة الاحتياطية (التي تنطوي على تحولات بين فئات العملات وآجال استحقاق الأصول). سنركز فيمايلي على تفاصيل إجراءات سياسة الاحتياطي الأجنبي التي تنعكس في التغييرات في احتياطيات العملات الأجنبية، والتي تتكون من المشتقات

[12] هناك مؤلفات كبيرة تستكشف دوافع وفعالية سياسة التدخل في النقد الأجنبي في البلدان المتقدمة (انظر، على سبيل المثال، Adams and Henderson (1983)، Dominguez and Frankel (1993)، Dominguez (2006b)، Ito (2003، 2004، 2005 و b2007) و Ito and Yabu 2007)). لم تخضع فعالية سياسات التدخل في البلدان النامية للدراسة على نطاق واسع، ويرجع ذلك في جزء كبير منه إلى إحجام الحكومات عن تقديم بيانات مفصلة عن عملياتها. يوثق راينهارت (2008) إلى أي مدى تم تعقيم تراكم احتياطيات النقد الأجنبي من قبل البلدان النامية منذ عام 1990.

المالية والقروض لغير المصرفيين وغير المقيمين وغيرهم، والتي تشكل عموماً حصة صغيرة جداً من الاحتياطيات الرسمية[13].

تتوفر البيانات عبر البلدان لإجمالي الاحتياطيات الرسمية واحتياطيات العملات الأجنبية والذهب وحقوق السحب الخاصة واحتياطيات صندوق النقد الدولي وغيرها بحيث يمكن قياس كل مكون في المعادلة [1].

عنصر الاحتياطي الوحيد غير المتاح هو توزيع الأصول بين الأوراق المالية والودائع في مكون احتياطي العملات الأجنبية، لذلك نركز في هذه الدراسة على مصدر جديد للبيانات المقدمة من خلال معيار نشر البيانات الخاصة في نموذج الاحتياطي الذي يوفر بيانات عن جميع فئات الاحتياطيات هذه، بما في ذلك توزيع الأوراق المالية والودائع، في حين أن تعريف الاحتياطيات الرسمية يبدو واضحاً ومباشراً، فقد تطورت التفاصيل المتعلقة بالأصول التي يجب تضمينها أو استبعادها بمرور الوقت. من الناحية المفاهيمية ، يجب أن تكون الاحتياطيات الدولية مقومة بالعملة الأجنبية، مملوكة للحكومة أو السلطة النقدية، ويجب أن تكون عالية السيولة[14]. يتم تضمين الاحتياطيات

[13] متوسط نصيب "الآخر" في IR بالنسبة للبلدان المعيارية لنشر البيانات الخاصة هو 2.84٪ والوسيط 0.04٪؛ بالنسبة لـ 80٪ من البلدان في العينة، تتراوح الحصة بين 0 و3٪. الدولة التي تمتلك أكبر حصة (45٪) من "الآخر" هي جنوب إفريقيا بين عامي 2003 و2005، تليها النرويج في 2003–4 ونيوزيلندا في 2006. مكون المشتقات المالية من "الآخر" هو صفر بالنسبة لمعظم البلدان؛ متوسط حصة المشتقات المالية في IR هو 0.05٪.

[14] وفقاً للإصدار السادس من دليل ميزان المدفوعات التابع لصندوق النقد الدولي (BPM6)، تشير الأصول الاحتياطية الدولية لبلد ما إلى "تلك الأصول الخارجية المتاحة بسهولة للسلطات النقدية وتسيطر عليها لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات، للتدخل في سعر الصرف، ولأغراض أخرى ذات صلة (مثل الحفاظ على الثقة في العملة والاقتصاد، والعمل كأساس للاقتراض الخارجي). يجب أن تكون الأصول الاحتياطية هي أصول بالعملة الأجنبية وأصول موجودة بالفعل". (الفصل 6، 6.64؛ ص 111) في حالة الولايات المتحدة، يتم الاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية في صندوق استقرار الصرف التابع للخزانة (ESF) وحساب السوق المفتوح للنظام الاحتياطي الفيدرالي (SOMA). من بين البلدان المتوافقة مع

المحتفظ بها في صندوق النقد الدولي، سواء "الشريحة الاحتياطية" للدولة أو قروض صندوق النقد الدولي، وكذلك بعض الأصول المحتفظ بها في صناديق حكومية هادفة خاصة (غالبًا ما يطلق عليها الصناديق السيادية)[15] والأصول المنشأة بموجب التسهيلات المتبادلة (ترتيبات المقايضة)[16].

المعيار SDDS، تشير الأرجنتين وبلجيكا وألمانيا وإيطاليا ولوكسمبورغ وسلوفينيا وإسبانيا والمملكة المتحدة بشكل منفصل إلى الاحتياطيات التي تحتفظ بها الحكومة المركزية (CG) والسلطة النقدية (MA).

[15] يتم تصنيف الأصول المحتفظ بها في الصناديق الحكومية ذات الأغراض الخاصة التي تستوفي تعريف الأصول الاحتياطية ضمن الأصول الاحتياطية اعتماداً على طبيعتها. لذلك، إذا كانت الأموال الحكومية ذات الأغراض الخاصة تحتفظ بالودائع والأوراق المالية والأصول الاحتياطية الأخرى، يتم تصنيفها على هذا النحو ضمن الأصول الاحتياطية. يتم تصنيف الأصول المحتفظ بها في صندوق حكومي مقيم لأغراض خاصة، والتي هي مطالبات على غير المقيمين، ولكنها لا تستوفي معايير تصنيفها بوصفها موجودات احتياطية في الحساب المالي وIIP ضمن الأداة المناسبة والفئة الوظيفية. إذا كانت الصناديق الحكومية ذات الأغراض الخاصة تمتلك أسهم استثمار مباشر وأوراق دين يمكن تصنيفها في أصول استثمار مباشر أو احتياطي، كتوجيه عام، في التسلسل الهرمي لميزان المدفوعات وIIP بين الاستثمار المباشر والأصول الاحتياطية، يجب أن تكون الأوراق المالية لحقوق الملكية المصنفة كاستثمار مباشر قبل الأصول الاحتياطية، ويجب تصنيف سندات الدين كأصول احتياطية قبل الاستثمار المباشر "BPM6 (الفصل 6، 6.98، ص 116).

[16] الأصول التي تم إنشاؤها بموجب التسهيلات المتبادلة (ترتيبات المقايضة) للتبادل المؤقت للودائع بين البنوك المركزية لاقتصادين تستحق الذكر. تعامل الودائع (بالعملات الأجنبية) التي تم الحصول عليها من قبل البنك المركزي الذي بدأ الترتيب على أنها أصول احتياطية لأن الصرف يوفر المركز المركزي بنك بأصول يمكن استخدامها لتلبية احتياجات تمويل ميزان مدفوعات الاقتصاد والأغراض الأخرى ذات الصلة، كما تعتبر الودائع المتبادلة التي حصل عليها البنك المركزي الشريك أصولاً احتياطية، طالما أنها تستوفي المعايير العامة لأنها أصول احتياطية، إذا كانت محددة بعملة قابلة للتحويل. إن خطوط الائتمان التي يمكن سحبها وموارد العملات الأجنبية التي يمكن الحصول عليها بموجب اتفاقيات المقايضة ليست أصولاً احتياطية؛ لأنها لا تشكل مطالبات قائمة "BPM6 (الفصل 6، 6.102؛ ص 117).

هناك تطور تاريخي مثير للاهتمام بين كيفية قياس البلدان للاحتياطيات في التسعينيات (قبل الأزمات وخلالها) وكيف استجاب صندوق النقد الدولي للقيود الجديدة على هذه الأموال.

كما يتم تضمين بعض أصول صناديق الثروة السيادية، بما في ذلك الأصول التي تديرها مؤسسة الاستثمار الحكومية السنغافورية بواسطة صندوق ثروات سيادي، ولا يتم تضمينها في الاحتياطيات الدولية للبلاد، لأن هذه الأصول تشمل الأسهم والأصول غير السائلة الأخرى. كما أن الأصول في صندوق الثروة السيادية الصيني، على الأرجح ليست في الاحتياطيات الدولية الصينية؛ إذ حيث أنشئت لتنويع الاحتياطيات الدولية، في الغالب تتكون من سندات الخزانة الأمريكية، إلى أصول عالية المخاطر وعائدات عالية، مثل حصص في المؤسسات المالية والأصول البديلة، والتي لن تكون مؤهلة لاحتياطيات دولية. استجابةً للمخاوف في كل من الأسواق المالية والحكومات الدائنة بشأن المشكلات المتعلقة بقياس الاحتياطي الدولي فضلًا عن موثوقية متغيرات الاقتصاد الكلي الرئيسية الأخرى.

أطلق صندوق النقد الدولي معيار نشر البيانات الخاصة في أبريل 1996 في محاولة لتوجيه البلدان في جمع البيانات الاقتصادية والمالية ونشرها في الوقت المناسب، بما في ذلك بيانات الاحتياطيات الدولية[17]. مع ذلك، خلال الأزمة المالية الآسيوية وأصبح الإفصاح الصحيح عن الاحتياطيات الدولية مشكلة بالنسبة للحكومات المتضررة.

[17]يعد المعيار الخاص لنشر البيانات أحد مبادرات معايير نشر البيانات في صندوق النقد الدولي، والاشتراك فيه اختياري. ويحدد التغطية والتواتر (التكرار) والتوقيت المناسب لـ 18 فئة بيانات للقطاعات الأربعة (الحقيقية، والمالية، والمالية، والخارجية) للاقتصاد. يقوم صندوق النقد الدولي بمراقبة ممارسة نشر البيانات للمشتركين في المعيار SDDS وتتلقى البلدان تقريراً شهرياً (لم يتم نشره) وتقريراً سنوياً (يتم نشره على موقع صندوق النقد الدولي). في عام 1997، أعلن صندوق النقد الدولي عن مجموعة ثانية من المعايير الأكثر عمومية، وهي النظام العام لنشر البيانات (GDDS).

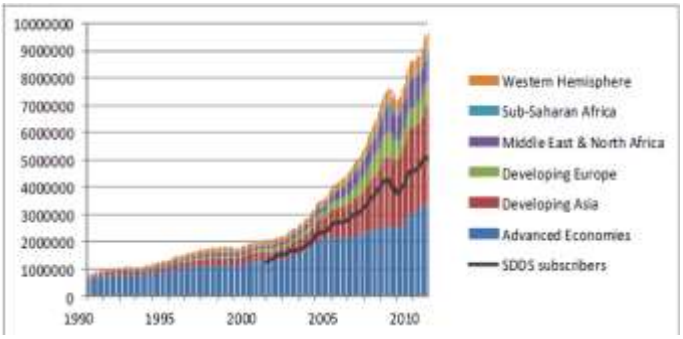
بحلول يونيو 1997، 41 دولة، بما في ذلك جميع البلدان الآسيوية التي ضربتها الأزمة – تايلاند وماليزيا وإندونيسيا وكوريا اشتركت في معيار نشر البيانات الخاصة[18]. ومع ذلك، كانت الحكومات في خضم الأزمة مترددة في الكشف الكامل عن المعلومات المالية، ونشأت أسئلة معقدة حول تكوين الأصول الاحتياطية الدولية ومكانها، فضلاً عن توقيت نشر البيانات ويبدو أن النشر الانتقائي للبيانات، والذي لم ينحرف عن أي معايير في ذلك الوقت، كان مدفوعاً برغبة من جانب الحكومات في المبالغة في تقدير الاحتياطيات الدولية الصافية (الفورية الموحدة) القابلة للاستخدام.

8- الدراسة العملية

8-1- أمثلة عن تغيرات الاحتياطيات الدولية

زادت الاحتياطيات الدولية في جميع أنحاء العالم زيادة كبيرة في السنوات التي سبقت بداية الأزمة المالية العالمية. يشير الشكل 3 إلى أن تراكم الاحتياطيات السريع كان أكثر دراماتيكية في اقتصادات آسيا النامية، وبدرجة أقل في أوروبا النامية والشرق الأوسط وشمال إفريقيا. اعتبارًا من نهاية عام 2010، كانت أكبر أربع دول تمتلك احتياطياً هي الصين واليابان والمملكة العربية السعودية وروسيا.

[18] اعتُبرت السنوات القليلة الأولى، من أبريل 1996 حتى 31 ديسمبر 1998، فترة انتقالية رسمية لتنفيذ المعيار الخاص لنشر البيانات، ويمكن للعضو أن يشترك في المعيار الخاص لنشر البيانات حتى لو لم تكن ممارسات النشر الخاصة به متوافقة تمامًا مع المعيار الخاص لنشر البيانات في ذلك الوقت "(الكسندر 2008، ص 10).



الشكل (3): الاحتياطيات الدولية العالمية (مليون دولار أمريكي)

تنمو الاحتياطيات الرسمية نتيجة لما يلي: (1) مشتريات الأصول الاحتياطية بالعملات الأجنبية، (2) استلام إيرادات الفوائد على الأصول الحالية، (3) المكاسب الرأسمالية على الأصول القائمة، (4) الزيادات في حيازات الأصول غير العملات. تذكر من المعادلة (1) أن الأصول الاحتياطية الرسمية تتكون من احتياطيات العملات الأجنبية والذهب وحقوق السحب الخاصة والموقف الاحتياطي في صندوق النقد الدولي والأصول الاحتياطية الأخرى. احتياطيات العملات الأجنبية، وتنقسم كذلك إلى الأوراق المالية والعملة والودائع. معادلة (1):

إجمالي الاحتياطيات الرسمية= احتياطيات العملات الأجنبية + الذهب + حقوق السحب الخاصة + صندوق النقد الدولي + أخرى

= (الأوراق المالية + العملة والودائع)+ الذهب+حقوق السحب الخاصة+ صندوق النقد الدولي+أخرى

التغيير في الأصول الاحتياطية الرسمية من الفترة t إلى t + 1، ⊿IR هو مجموع التغييرات في الأرصدة القائمة لكل من مكوناتها: معادلة (2):

$$\triangle IR = rs*SEC + rd*DEPO + \triangle SEC + \triangle DEPO + \triangle Gold + \triangle SDR + \triangle IMF + \triangle Other$$

حيث rs هو معدل الفائدة على الأوراق المالية و rd هو معدل الفائدة على الودائع. يوضح الشكلان 1 و 2 كيف تؤثر التغييرات في عنصرين من هذه المكونات،

المخصصات الجديدة لحقوق السحب الخاصة وقروض صندوق النقد الدولي، على مخزون الاحتياطي.

يمكن تحديد مجموع التغييرات في الذهب وحقوق السحب الخاصة واحتياطيات صندوق النقد الدولي وغيرها، كاحتياطيات غير متعلقة بالعملات. ثم نطبق المعادلة:

إجمالي الاحتياطيات الرسمية = الأوراق المالية + العملة والودائع+ احتياطيات غير متعلقة بالعملات.

$$\triangle IR = rs*SEC + rd*DEPO + \triangle SEC + \triangle DEPO + \triangle NonCR$$

معادلة (3)

$SEC + \Delta DEPO\Delta$ من الفترة t إلى $t + 1$ هي مجموع عمليات الشراء والمبيعات ($PS\Delta$) للأصول الاحتياطية وتغيرات التقييم ($val\Delta$). نحدد تغييرات التقييم على أنها المكون السلبي لإدارة احتياطي العملات الأجنبية، في حين أن المشتريات والمبيعات هي المكون النشط. نصنف هذه المشتريات والمبيعات على أنها "إدارة نشطة" لأنها تتم حسب تقدير السلطات؛ قد يتم إجراؤها لأغراض الاستثمار أو لأسباب احترازية أو لغرض التأثير على أسعار الصرف. في المعادلات:

$$\triangle IR = rs*SEC + rd*DEPO + \triangle SEC + \triangle DEPO + \triangle NonCR$$ معادلة (4)

$$= rs*SEC + rd*DEPO + \triangle psSEC + \triangle psDEPO + \triangle valSEC + \triangle valDEPO + \triangle NonCR$$

التغييرات في الذهب وحقوق السحب الخاصة، صندوق النقد الدولي، وغيرها	الإدارة السلبية (تغييرات التقييم)	الإدارة الفعالة بما في ذلك التدخل	إيرادات الفوائد

غالباً ما يستخدم الباحثون التغييرات في الاحتياطيات الرسمية، ΔIR، كبديل لتدخلات سوق الصرف الأجنبي لأن عدداً قليلاً من البلدان يبلغ عن هذه العمليات. ومع ذلك، كما توضح المعادلة (4)، تتضمن ΔIR مكونات لا علاقة لها بالتدخل (أو الإدارة

النشطة). ستكون التغييرات في الاحتياطيات وكيلاً ضعيفاً بشكل خاص للتدخلات عندما تكون تغييرات دخل الفائدة أو التقييم كبيرة. (لا يتغير احتياطيات غير متعلقة بالعملات بشكل متكرر، وتسمح البيانات المتاحة بإزالة هذه التغييرات بسهولة من إجمالي الاحتياطيات الرسمية). ترجع المشكلة المفاهيمية الكامنة في استخدام IR⊿ كبديل للتدخلات إلى عدم الإفصاح عن تكوين احتياطيات العملات الأجنبية من الناحية المثالية[19]، يرغب الباحثون في الحصول على بيانات عن أنواع الأوراق المالية (حسب العملة، والاستحقاق، وفئة المخاطر)، وأنواع الودائع (حسب العملة ونوع المؤسسة المالية التي تتلقى الودائع والمحلية أو الأجنبية) المودعة في تكوين احتياطيات العملات الأجنبية، من أجل تحليل إدارة المحافظ لاحتياطيات العملات الأجنبية وسياسة التدخل. ومع ذلك، لا يتم الإعلان عن هذا النوع من المعلومات التفصيلية في معظم البلدان.

يتطلب نموذج الاحتياطي المعياري لنشر البيانات الخاصة، من البلدان تقسيم فئات الأصول لاحتياطيات العملات الأجنبية ، ويسمح للباحثين بتقدير دخل الفائدة. على الرغم من عدم توفير تفاصيل مثل تكوين العملات لاحتياطيات العملات الأجنبية في نموذج الاحتياطي. يمكن شرح الطريقة التي نستخدمها لتقدير دخل الفائدة كمايلي:

[19] هناك طريقة بديلة لعزل مشتريات الأصول الاحتياطية ومبيعاتها بالعملات الأجنبية، وهي استخدام "متغيرات التدفق" الواردة في مجموعة بيانات ميزان المدفوعات (BOP). هناك طريقتان محتملتان للتراجع عن مكون "الإدارة النشطة" للاحتياطيات باستخدام إحصاءات BOP. أولاً، باستخدام الحساب الجاري، حساب رأس المال، وبيانات الحساب المالي، يمكن الاستدلال على صافي الاحتياطيات الأجنبية، على الرغم من أن هذه البيانات تأتي من استنتاجات وتجميعات إحصائية مختلفة ، فإن صافي الأخطاء والسهو ضخم. يتضمن الأسلوب الثاني استخدام فئة الاحتياطيات والمواد ذات الصلة في ميزان المدفوعات، والتي تسجل السوق شراء وبيع الأصول الاحتياطية القيمة. تشمل هذه البيانات أيضاً المكونات غير النقدية للاحتياطيات الرسمية. يتمثل نهجنا في تجريد المكونات غير المرتبطة بالاحتياطيات والبنود ذات الصلة من أجل تقدير عنصر تغيير التقييم في (4.4).

تسجل فئة الاحتياطي والبنود ذات الصلة في ميزان إحصائيات المدفوعات مشتريات السوق ومبيعات الأصول الاحتياطية. تأتي هذه البيانات مباشرة من الميزانية العمومية للسلطات وتمثل المعاملات الحقيقية (بالقيمة السوقية)؛ لأن هذه البيانات يتم تجميعها من قبل السلطات بناءً على سجلات معاملاتها. تتضمن فئة البيانات هذه أيضاً معاملات الذهب وحقوق السحب الخاصة والموقف الاحتياطي في صندوق النقد الدولي والأصول الأخرى. باستخدام تدوين معادلة ⊿IR، يمكن التعبير عن الاحتياطيات والعناصر ذات الصلة (دقة إحصاءات ميزان المدفوعات) على النحو الآتي: Res_BOP = rs*SEC + rd*DEPO + ⊿psSEC + ⊿psDEPO + ⊿NonCR معادلة (5)

إيرادات الفوائد

الإدارة الفعالة بما في ذلك التدخل

إذا طرحنا الاحتياطيات والبنود ذات الصلة من التغييرات في الاحتياطيات الرسمية، فيمكننا عزل تغييرات التقييم في احتياطيات العملات الأجنبية. (إن الإدخال الفعلي لـ Res_BOP له إشارة معاكسة لـ ⊿IR، بحيث لاشتقاق الفرق، يجب إضافة السلسلتين.)

⊿IR – Res_BOP = ⊿valSEC + ⊿valDEP

نظرًا لأن Res_BOP يتضمن دخل الفوائد والتغييرات في NonCR (المعاملات التي تنطوي على الذهب والاحتياطيات في صندوق النقد الدولي وحقوق السحب الخاصة وأصول أخرى)، فإنه ⊿IR ليس بديلاً جيداً للتدخل. ولكن، جنباً إلى جنب مع تقديرات دخل الفوائد (التي يمكن أن تكون كبيرة بالنسبة للبلدان التي لديها مخزون كبير من الاحتياطيات)، ومعلومات عن nonCR، نستخدم Res_BOP لحساب تغييرات تقييم المخزون الاحتياطي.

8-2- تراكم الاحتياطي النشط مقابل تراكم الاحتياطي السلبي

في حين أن جميع البلدان المتوافقة مع المعيار الخاص لنشر البيانات تقدم بيانات احتياطي دولي مفصلة ومحددة في السوق[20] وفي الوقت المناسب بقيم نهاية الشهرلا يقدمون معلومات حول ما إذا كانت التغييرات في الاحتياطيات من الشهر السابق ناتجة عن تغييرات التقييم السلبي في الأصول الأساسية المحتفظ بها، أو المشتريات النشطة أو مبيعات الاحتياطيات[21].

يتمثل أحد أهداف هذا البحث في فهم ما إذا كانت الاحتياطيات يمكن أن تكون بمثابة عوامل مهمة للبلدان في أوقات الأزمات.

من أجل الفهم الكامل لدور الاحتياطيات في أوقات الأزمات، من المهم التمييز بين التغييرات الاحتياطية النشطة والسلبية. إذا كانت قيم بعض الأصول الاحتياطية تتراجع، وهو ما كان على الأرجح خلال الأزمة المالية العالمية، فإن ذلك يعني أن قيمة مخزون

---

[20] ينص دليل نموذج احتياطي المعيار الخاص لنشر البيانات على أن "قيم موارد العملات الأجنبية يجب أن تعكس ما يمكن الحصول عليه في السوق إذا تمت تصفيتها؛ أي بأسعار السوق في التاريخ المرجعي، وفي الحالات التي يكون فيها تحديد القيمة السوقية على أساس متكرر غير عملي، يمكن استبدال القيم السوقية التقريبية خلال الفترات الفاصلة ... يمكن أن يكون مخزون الأوراق المالية للشركات المدرجة في البورصات يُعاد تقييمها بناءً على أسعار المعاملات في تاريخ إعادة التقييم. في حالة عدم توفر أسعار المعاملات هذه، يجب أن توفر نقطة الوسط لأسعار الشراء والبيع المدرجة للأسهم في البورصة الرئيسية في التاريخ المرجعي تقديراً تقريبياً مفيداً ... بالنسبة لسندات الدين، يكون سعر السوق هو السعر المتداول في التاريخ المرجعي ويتضمن الفائدة المستحقة. إذا لم تكن هذه القيمة متاحة، فإن طرق التقريب الأخرى تشمل العائد حتى الاستحقاق والقيمة الحالية المخصومة والقيمة الاسمية مطروحاً منها (زائد) القيمة المكتوبة للخصم (علاوة) وسعر الإصدار بالإضافة إلى إطفاء الخصم (علاوة)".

[21] في حين أننا لا نعرف أي دولة تقدم حسابات مفصلة للأصول الفردية في محافظها الاحتياطية، تقدم بعض البنوك المركزية معلومات عامة بشأن إستراتيجيات إدارة الاحتياطيات، والتي يتم نشرها غالباً في التقارير السنوية. يقدم De Gregorio (2011) مناقشة حول دوافع تراكم الاحتياطيات في الاقتصادات الناشئة مع التركيز بشكل خاص على النهج التشيلي.

احتياطي البلد كان ينبغي أن تنخفض في غياب تراكم الاحتياطي النشط. لذا فإن الدراسات الحديثة التي وجدت أدلة محدودة على نضوب الاحتياطي في أثناء الأزمة قد تسيء تفسير البيانات[22]. قد تشير مستويات الاحتياطي المستقرة خلال الأزمة في الواقع إلى أن البلدان كانت تعمل بنشاط على تكديس الاحتياطيات (من أجل تعويض خسائر التقييم). لكي نتمكن من التمييز بين تغييرات التقييم والتراكم النشط أو استنفاد الاحتياطيات، نحاول تعديل بيانات الاحتياطيات للتغيرات في قيم الأصول الأساسية. لا تقدم بيانات نموذج الاحتياطي المعياري لنشر البيانات الخاصة تفاصيل عن كل أصل محتفظ به في مكون العملات الأجنبية للاحتياطيات الرسمية، ولكنها توفر معلومات عن التكوين الواسع لهذه الاحتياطيات، على وجه التحديد حصة هذه الاحتياطيات المحتفظ بها في الأوراق المالية مقابل الحصة في العملة والودائع. المعلومات حول فئة العملات لهذه الأصول، بدورها، متاحة على أساس مجمع (البيانات متوفرة لمجموعتين: البلدان "المتقدمة" و"الناشئة والنامية") من قاعدة بيانات تكوين العملات لاحتياطيات النقد الأجنبي الرسمية[23]. نستخدم بيانات تكوين احتياطي العملات الأجنبية الشهرية الخاصة بقالب نشر البيانات الخاصة جنباً إلى جنب مع عائدات الأوراق المالية (عوائد السندات الحكومية لمدة 10 سنوات) والودائع (ودائع ما بين البنوك لمدة 3 أشهر)[24] والتكوين

[22] هناك قضية أخرى تبرز في توصيف خسائر الاحتياطيات، وهي أن البلدان ذات الاحتياطيات الكبيرة التي خسرت في أثناء الأزمة هي في الأساس دول ارتفعت احتياطياتها أولًا ثم انخفضت بعد ذلك، بحيث كسبت وخسرت احتياطياتها خلال الأزمة. يشير هذا إلى أن التوقيت المستخدم لقياس التغيرات في الاحتياطيات، لا سيما خلال الأزمة المالية العالمية، مهم.

[23] هذه البيانات متاحة على http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm.
هناك دراستان تقدمان معلومات محدودة، ولكنها أكثر تفصيلاً، عن تكوين العملة. ترومان وونغ

[24] هذه البيانات الشهرية مأخوذة من HAVER (http://www.haver.com/our_data.html).
الأوراق المالية طويلة الأجلتشمل: عوائد السندات الحكومية القياسية اليابانية لمدة 10 سنوات EOP، وعائد السندات الحكومية البريطانية لمدة 10 سنوات، EOP، وعائدات سندات الخزانة الأمريكية لمدة 10

الفصلي للعملات الأجنبية الرسمية كتقديرات تقريبية لاحتياطيات فئة العملة[25]، ولحساب دخل الفائدة السلبي. نستخدم سطر الاحتياطيات والبنود ذات الصلة في ميزان المدفوعات (Res_BOP) لاستبعاد تغييرات التقييم السلبي.

يعرض الشكل 4 بيانات الضمان والودائع الأساسية التي نستخدمها في حسابات إيرادات الفوائد. انخفضت عائدات السندات الحكومية طويلة الأجل (العشرية) تدريجياً خلال هذه الفترة الزمنية، في حين أن عوائد البنوك قصيرة الأجل (الثلاثة أشهر) كانت أكثر تشتتاً وتقلباً قبل الأزمة المالية العالمية.

8-3- التغييرات الاحتياطية خلال الأزمة المالية العالمية

عندما يواجه بلد ما تدفقات رأسمالية مفاجئة إلى الخارج، يميل إلى أن يكون هناك ضغط هائل لخفض قيمة العملة. السلطات النقدية لديها مجموعة محدودة من خيارات السياسة لمواجهة هذا الضغط؛ عندها يمكن أن تلجأ هذه الدول إلى (1) السماح بانخفاض سعر الصرف، (2) استخدام الاحتياطيات الأجنبية للدفاع عن سعر الصرف، (3) رفع سعر الفائدة على أمل أن يؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى تثبيط تدفقات رأس المال الخارجة، (4) فرض ضوابط على رأس المال، أو (5) استخدام مزيج من كل ما سبق.

سنوات عند الاستحقاق الثابت EOP، وعائدات السندات الحكومية المعيارية في منطقة اليورو لمدة 10 سنوات EOP. تشمل الودائع قصيرة الأجل المستخدمة: معدل EOP في منطقة اليورو 11-17 لمدة 3 أشهر EURIBOR، معدل EOP المعروض بين البنوك في لندن لمدة 3 أشهر، وسعر EOP المعروض بين البنوك في الولايات المتحدة لمدة 3 أشهر، وسعر الفائدة في اليابان بدون ضمانات لمدة 3 أشهر EOP.

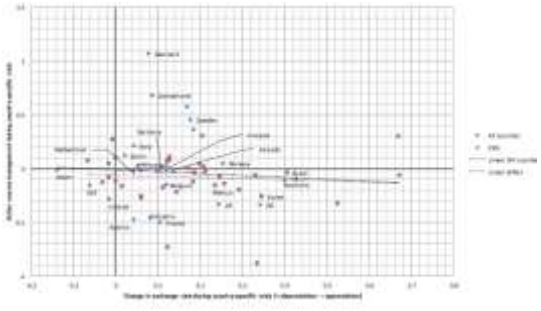
[25] تتوفر معلومات COFER كل ثلاثة أشهر فقط (بحيث تكون الأسهم الشهرية في حساباتنا هي نفسها خلال ربع السنة) وعلى مستوى إجمالي. نحن نستخدم معلومات COFER بطريقة لا يتم فيها تخصيص حصص من عملتها للبلدان المصدرة. على سبيل المثال، يتم تضمين أصول اليورو فقط في محافظ البلدان غير الواقعة في منطقة اليورو.

إذا كان الضغط على العملة المحلية معتدلاً، فغالباً ما تسمح السلطات لسعر الصرف بالانخفاض. ومع ذلك، في الحالات التي يكون فيها الضغط قوياً، تظهر مخاوف عادة من أن الاستهلاك سيكون متسرعاً للغاية وقد يشجع المزيد من تدفقات رأس المال إلى الخارج، مما قد يؤدي سريعاً إلى أزمة نظامية في المؤسسات المالية للبلد. في ظل هذه الظروف، تلجأ السلطات عادةً إلى استخدام الاحتياطيات الأجنبية لامتصاص ضغط تدفق رأس المال وللتخفيف من سرعة انخفاض قيمة العملة. سيكون هذا هو الحال أيضاً بالنسبة للبلدان التي تقدر بشكل خاص استقرار سعر الصرف. النهج الثالث، وهو رفع سعر الفائدة المحلي لجعل الأصول المحلية أكثر جاذبية، له مساوئه في كبح الطلب المحلي والتأثير سلباً في الاستثمار المحلي، لا سيما إذا كان ضغط تدفق رأس المال قوياً.[26] من أجل قياس قوة ضغط سوق سعر الصرف في أثناء الأزمة المالية العالمية، نقوم بحساب العلاقة بين التغيرات في الاحتياطيات المدارة بفعالية والتغيرات في سعر الصرف خلال فترات الأزمة الخاصة بكل بلد، وهما مكونان من مكونات الشراكة الاقتصادية الأوروبية.

يوضح الشكل 11 مجموعات من التغيرات في أسعار الصرف والإضافات النشطة أو الطرح من احتياطيات العملات الأجنبية، كما تم قياسها بواسطة سلسلة الاحتياطيات "المُدارة بفعالية"، للبلدان المتوافقة مع المعيار القياسي لنشر البيانات في أثناء الأزمة المالية العالمية. تم قياس تغيرات سعر الصرف والاحتياطي لكل بلد خلال فترة الأزمة الخاصة بكل بلد (كما هو موضح في الأجزاء المظللة من الأشكال 5–9؛ بناءً على حساب إجمالي الناتج المحلي الحقيقي من الذروة إلى القاع بعد عام 2007). وبما أنه

[26] قام عدد من الدراسات الحديثة بتحليل السياسات المتاحة للبلدان التي تعاني من تدفقات رأس المال الخارجة بناءً على تفضيلاتها الصريحة تجاه استقرار سعر الصرف والاستقلال النقدي في إطار أزمة. انظر، على سبيل المثال، Obstfeld، Shambaugh and Taylor (2010) and Aizenman، Chinn and Ito (2010).

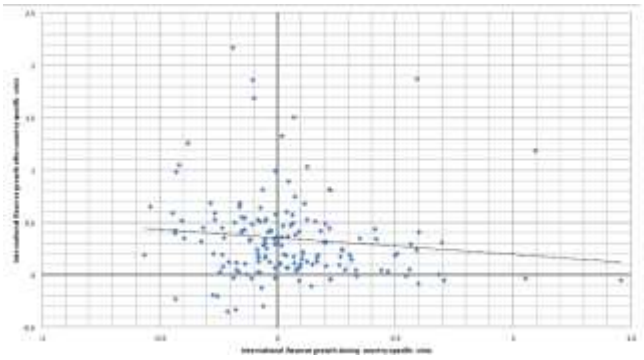
يتم قياس تغيرات سعر الصرف والاحتياطي خلال فترة أزمة كل بلد، فإن البلدان التي تشترك في العملة نفسها (على سبيل المثال بلدان منطقة اليورو) لن تنتشر بالضرورة عمودياً على الرسم البياني كما لو تم قياس التغييرات خلال الوقت نفسه فترة لجميع البلدان. يوضح الشكل أن الين الياباني كان أكثر ارتفاعاً بين عملات بلدان العينة، في حين كان لدى الدنمارك أكبر تراكم للاحتياطيات، وشهدت بيلاروسيا أكبر انخفاض في الاحتياطي.(يتم تضمين تسميات الدول في الرقم لجميع البلدان المشاركة في ترتيبات المقايضة في أثناء الأزمة) ومن المثير للاهتمام أنه لا توجد علاقة منهجية بين المشاركة في ترتيبات المقايضة واستنفاد الاحتياطي، وعلى الرغم من أن الرقم يشير إلى أن معظم البلدان التي تلقت بنود المبادلة شهدت انخفاضاً في قيمة العملة. يشير الشكل 11 إلى أن غالبية البلدان في عينتنا تعرضت لخسارة في الاحتياطيات وانخفاض قيمة عملتها خلال الأزمة المالية. يشير خط الانحدار إلى أن العلاقة بين احتياطي العملات الأجنبية وتغيرات أسعار الصرف كانت سلبية إلى حد ما خلال هذه الفترة الزمنية، وعندما نستبعد البلدان المتقدمة يكون المنحدر السلبي أقل حدة. في حين أن السلطات في الأزمات المالية الماضية كانت عادة إما تسمح لعملتها بفقدان قيمتها أو نفاد احتياطياتها، تشير هذه البيانات إلى أنه خلال الأزمة المالية العالمية، اضطرت السلطات إلى القيام بالأمرين. ومن المثير للاهتمام أنه إذا استخدمنا بيانات الاحتياطيات الدولية لقياس تغيرات الاحتياطي خلال الأزمة الخاصة بكل بلد لوجدنا أن عدداً قليلاً من البلدان سمحت بتخفيض قيمة عملاتها،ما أدى إلى استنفاد الاحتياطيات خلال الأزمة؛ والسبب في ذلك هو أن "الاحتياطيات الدولية" تشتمل على مكونات لا تعكس إجراءات سياسة الاحتياطي في أثناء الأزمة مما يحجب دور المبيعات الاحتياطية.



الشكل (11): تغييرات الاحتياطي وتغيرات سعرالصرف[28]

تشير الرسوم البيانية المتسلسلة الزمنية لبيانات الاحتياطيات لكل دولة إلى أن البلد نفسه قد يغير أسلوبه في تراكم الاحتياطيات كرد فعل للظروف الاقتصادية العالمية.حيث شهدت العديد من بلدان الأسواق الناشئة تراكماً سريعاً للاحتياطيات في فترة ما قبل الأزمة، مما يشير إلى أنها زادت بنشاط مخزونها الاحتياطي من العملات الأجنبية في الفترة 2007–2008 (عندما كانت العديد من البلدان المتقدمة في أزمة بالفعل) مع نضوب الاحتياطيات فقط بدءاً من أواخر 2008 و 2009. تشير بياناتنا أيضاً إلى أن العديد من هذه البلدان نفسها قد عادت إلى اتجاهات التراكم السابقة للأزمة بحلول عام 2010. يتضح هذا "الارتداد الاحتياطي" في العينة الكاملة للبلدان كما هو موضح في الشكل 12، وهو مشابه لـ "ارتداد الناتج المحلي الإجمالي" الموثق في "ديدييه" و"هيفيا" و"شموكلر" (2010). بالتركيز على نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال هذه الفترة، وجدوا تأثيرًا في النشاط الاقتصادي؛ إذ تميل البلدان التي عانت من انهيارات أكبر في الأزمة المالية العالمية إلى أن تكون تلك التي تمتعت بتعافي نمو أكبر.

[28] ملاحظة: تم تضمين تسميات البلدان لتلك البلدان التي شاركت في ترتيبات المقايضة في أثناء الأزمة.



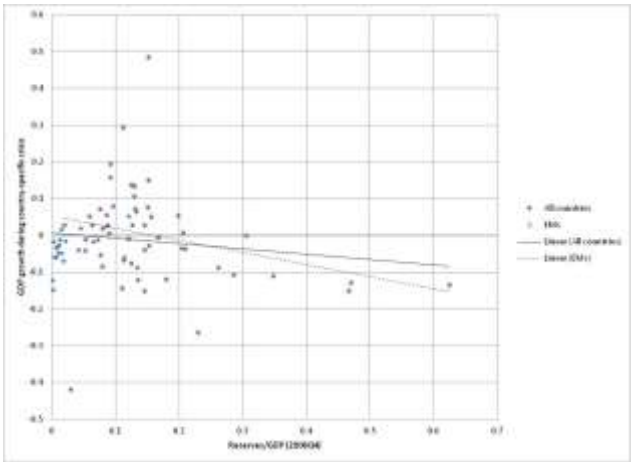
الشكل (12): ارتداد الاحتياطي الدولي

8-4- الاحتياطيات والأداء الاقتصادي

بعد أن قمنا بتحليل اتجاهات تراكم الاحتياطيات قبل الأزمة، والقرارات التي اتخذتها الدول بشأن انخفاض سعر الصرف وإدارة الاحتياطيات النشطة، وجدنا أن احتياطيات العملات الأجنبية كانت تُعتبر أداة سياسة لمواجهة التقلبات الدورية، على الأقل في بعض البلدان، خلال الأزمة المالية العالمية. كما يشير الفحص الدقيق للبيانات إلى أن توقيت الأزمة في مختلف البلدان مهم من حيث فهم أنماط إدارة الاحتياطيات النشطة؛ إذ إن الأزمة المالية العالمية تكون بدأت رسمياً في أواخر خريف عام 2007 بالنسبة للبلدان المتقدمة (يؤرخ NBER الركود الأمريكي من ديسمبر 2007 حتى يونيو 2009)، بالنسبة للعديد من بلدان الأسواق الناشئة.

وتشير البيانات إلى أن بلدان الأسواق الناشئة كانت بشكل عام مستمرة في تكديس الاحتياطيات حتى النقطة التي بدأت عندها مستويات إنتاجها في الانخفاض. والسؤال الذي يطرح نفسه هل أدت إستراتيجيات إدارة الاحتياطيات هذه إلى انخفاضات أقل حدة في الإنتاج خلال فترة الأزمة؟ وجدت دراسة حديثة أجراها كل من "لوديس" و"سلمان" و"جيفاكول" (2010) أدلة بين دول الأسواق الناشئة على أن حيازات الاحتياطيات قبل الأزمة كانت مرتبطة بتأثير إيجابي (على الرغم من تناقصه عند مستويات عالية جداً من الاحتياطيات) على انهيار الإنتاج. وبالمثل، وجد "فرانكل" و"سارافيلوس" (2010) أن

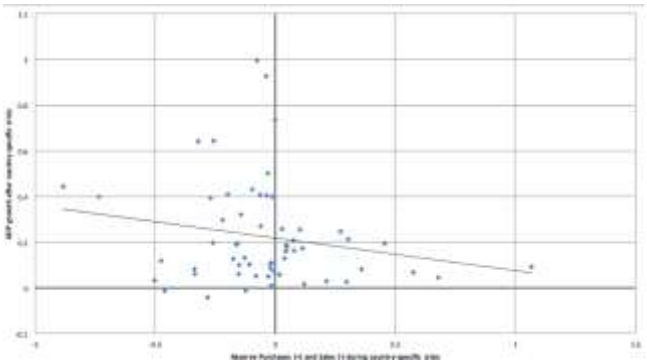
مستوى الاحتياطيات في عام 2007 هو مؤشر رئيسي (سلبي) مهم لحدوث الأزمة المالية العالمية عبر البلدان.[29] قد لا يتم قياس القيمة المعاكسة للدورة الاقتصادية للاحتياطيات بالقيمة المطلقة، ولكن بالأحرى بالنسبة لمعيار الدافع التحوطي الذي يعكس "كفاية الاحتياطي". قد تحمي الاحتياطيات ذات القيمة الدولارية للبلدان بشكل مختلف، اعتمادًا على خصائص الدولة المحددة. في الشكل 13، نبين العلاقة بين مقياس كفاية الاحتياطيات (الاحتياطيات الدولية المقاسة مقابل الناتج المحلي الإجمالي في الربع الرابع من عام 2006) ونمو الناتج خلال الأزمة. في هذه الحالة حيث نجد علاقة سلبية، ما يشير إلى أن البلدان التي كانت تتمتع بكفاية احتياطي أعلى قبل الأزمة شهدت انخفاضاً أكبر في الإنتاج خلال الأزمة.



الشكل (13): كفاية الاحتياطي الدولي وتراجع الناتج الخاص بالبلد

[29] يركز فرانكل وسارافيلوس (2010) على إيجاد مؤشرات رائدة بدلاً من أسباب الأزمة، لكن المؤلفين استنتجوا أن نتائجهم "تضفي مصداقية على فائدة سياسات تراكم الاحتياطيات كتأمين خلال فترات الأزمة" (الصفحة 27). يقوم روز وشبيجل (2010) أيضاً بفحص المؤشرات عبر البلدان للأزمة ولكنهما لم يجدا روابط قوية بين الأسباب المحتملة المختلفة للأزمة، بما في ذلك مستوى الاحتياطيات قبل الأزمة (ومختلف مقاييس كفاية الاحتياطيات)، ومدى حدوثها عبر بلدان.

ولدراسة العلاقة بين إدارة احتياطي العملات الأجنبية والأداء الاقتصادي بعد الأزمة بهدف الإجابة على السؤال الآتي: هل شهدت البلدان التي استخدمت احتياطياتها خلال الأزمة المالية العالمية تعافياً وتحسناً أسرع في الناتج المحلي الإجمالي بعد الأزمة؟ نجد في الشكل رقم14 أن مبيعات احتياطي العملات الأجنبية خلال فترة الأزمات الخاصة بكل بلد مرتبطة بشكل إيجابي بانتعاش إجمالي الناتج المحلي بعد الأزمة (حتى الربع الرابع من عام 2010).



الشكل (14): تراكم الاحتياطي الأجنبي وتعافي الناتج المحلي الإجمالي بعد الأزمة

تتوافق العلاقة بين تراكم الاحتياطي ونمو الناتج بعد الأزمة مع نمط الارتداد الاحتياطي الذي وجدناه سابقاً (كما هو موضح في الشكل 12). ويشير إلى أن تلك البلدان التي استخدمت احتياطياتها خلال الأزمة، وقامت بتجديد مخزونها الاحتياطي بعد الأزمة، كانت أيضاً البلدان التي شهدت ارتفاعاً في الناتج المحلي الإجمالي للارتداد بحلول الربع الرابع من عام 2010. هذا لا يشير إلى أن بناء المخزونات الاحتياطية يؤدي إلى أداء اقتصادي أعلى، لكنه يشير إلى ارتباط إيجابي (غير مشروط)، على الأقل بالنسبة لهذه العينة من البلدان في هذه الفترة الزمنية.

ومن أجل تحقيق رسمي أكثر في العلاقة بين المخزونات الاحتياطية قبل الأزمة وفي أثناء، ونمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بعد الأزمة، نقوم بفحص الانحدار العرضي الذي يسمح لنا بتضمين ضوابط كلية إضافية. يظهرالجدول 4 نتائج الانحدار هذه حيث

المتغير التابع هو نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بعد الأزمة الخاصة بكل بلد خلال الربع الرابع من عام 2010. وتشمل المتغيرات التفسيرية نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي قبل الأزمة، ونمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال الأزمة، ونسبة الاحتياطيات إلى الناتج المحلي الإجمالي قبل الأزمة (في الربع الرابع من عام 2006)، نمو الاحتياطي خلال الأزمة (يُقاس باستخدام الاحتياطيات الدولية والإدارة النشطة)، وتغيرات أسعار الصرف في أثناء الأزمة، والتغيرات في شروط التبادل التجاري[30] في أثناء الأزمة.

النتائج والتوصيات

أولاً: إن استخدام بيانات نموذج الاحتياطي المعياري لنشر البيانات الخاصة يوفر تفصيلاً لأنواع الأصول (الأوراق المالية والودائع) المدرجة في مكون احتياطي العملات الأجنبية من الاحتياطيات الرسمية.

هذه البيانات، إلى جانب الافتراضات المتعلقة بتكوين العملة وسعر الفائدة المطبق على هذه الأصول، تجعل من الممكن تقدير دخل الفائدة السلبي وتغيرات التقييم التي يتم تضمينها في تدابير الاحتياطيات الرسمية.

ثانياً: إن اشتقاق الجزء من الاحتياطي والمكون من احتياطيات العملات الأجنبية عن طريق طرح إيرادات الفوائد وتغيرات التقييم من بيانات الاحتياطي الرسمية.

يعطي تقديرات أفضل بكثير للمشتريات والمبيعات الفعلية للأصول الاحتياطية، والتي تشبه من الناحية المفاهيمية التدخل في العملات الأجنبية.

[30] بيانات شروط التجارة (TOT) مأخوذة من Haver ويتم قياسها على أنها النسبة المئوية للتغيير خلال الأزمة الخاصة بكل بلد، بحيث يشير العدد الأكبر إلى تحسن في شروط التجارة في ذلك البلد. شهدت كازاخستان وروسيا أكبر انخفاض في تدريب المدربين في عينتنا، في حين تحسن تدريب المدربين بشكل أكبر في أستراليا وإندونيسيا.

ثالثاً: إن اقتصادات الأسواق الناشئة قد استنفدت بالفعل احتياطيات العملات الأجنبية خلال الأزمة المالية العالمية. استخدمت العديد من البلدان التي كانت تعمل على تكديس الاحتياطيات قبل الأزمة احتياطياتها وسمحت لعملاتها بالانخفاض خلال الأزمة.

رابعاً: بعد الأزمة، عادت العديد من بلدان الأسواق الناشئة إلى اتجاهات تراكم احتياطياتها قبل الأزمة.

خامساً: إن تعافي نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بعد الأزمة كان أقوى بالنسبة للبلدان التي كانت لديها تراكمات كبيرة من احتياطيات العملات الأجنبية قبل الأزمة، وقد اختلف تأثير انخفاض قيمة العملة ونضوب الاحتياطي خلال الأزمة على نمو الناتج المحلي الإجمالي بعد الأزمة اعتماداً على البلدان المشمولة في العينة.

سادساً: يعد تراكم الاحتياطي الرسمي بين اقتصادات الأسواق الناشئة موضوعاً مثيراً للجدل. فغالباً ما يتهم الشركاء التجاريون الذين لديهم احتياطيات متراكمة بأن لديهم دوافع تجارية، والمخزونات الاحتياطية الكبيرة محلياً يتم انتقادها أحياناً على أنها إسراف في تخصيص الموارد. غالباً ما تدحض اقتصادات الأسواق الناشئة هذه الانتقادات بالاستشهاد بقيمة التأمين الذاتي للاحتياطيات. وهم مقتنعون بأن الاحتياطيات تقلل من احتمال الوقوع في أزمة، وأن قيمة التأمين الذاتي تفوق التكاليف.

Reference

Adams, D. and Henderson, D. (1983), "Definition and Measurement of Exchange Market

Intervention," Staff Studies 126, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Aizenman J. and Lee, J. (2007), "International reserves: Precautionary versus Mercantilist views, Theory and Evidence", Open Economies Review, 18: 191-214.

Aizenman J. and Sun, Y. (2010), "The Financial Crisis and Sizable International Reserves Depletion: From 'Fear of Floating' to the 'Fear of Losing International Reserves'?" NBER Working Paper No. 15308, revised August 2010.

Aizenman, J., Chinn M. and Ito H. (2010), "The Emerging Global Financial Architecture:

Tracing and Evaluating New Patterns of the Trilemma Configuration," Journal of International Money and Finance, June, pp. 615-641.

Aizenman, J., Jinjarak, Y., and Park, D. (2011), "International Reserves and Swap Lines:

Subsitutes or Complements? " International Review of Economics and Finance 20, 5-18.

Alexander, W., Cady, J. and Gonzalez-Garcia, J. (eds.), (2008), The IMF's Data Dissemination Initiative after 10 years. IMF, Washington DC.

Blanchard, Olivier, Hamid Faruqee and Mitali Das (2010). "The Initial Impact of the Crisis on Emerging Market Countries", Brookings Papers on Economic Activity, Spring, 263-323.

De Gregorio, Jose (2011) "International Reserve Hoarding in Emerging Economies," Economic Policy Papers, Banco Central de Chile, No. 40, January.

Didier, Tatiana, Constantino Hevia and Sergio Schmukler (2011), "How Resilient Were

Emerging Economies to the Global Crisis? World Bank Policy Research Working Paper 5637.

Dominguez, Kathryn, Rasmus Fatum and Pavel Vacek (forthcoming) "Do Sales of Foreign Exchange Reserves Lead to Currency Appreciation?" Journal of Money, Credit and Banking.

Dominguez, Kathryn (2010), "International Reserves and Underdeveloped Capital Markets", in NBER International Seminar on

Macroeconomics 2009, edited by Lucrezia Reichlin and Kenneth West, University of Chicago Press for the NBER, 193-221.

Dominguez, Kathryn (2006a) "The ECB, the Euro and Global Financial Markets", Journal of Economic Perspectives, 20, 4, Fall, 67-88.

Dominguez, Kathryn (2006b) "When do Central Bank Interventions Influence Intra-daily and Longer-term Exchange Rate Movements?" Journal of International Money and Finance, 25,1051-1071.

Dominguez, Kathryn (1999) "The Role of the Yen" in International Capital Flows, edited by Martin Feldstein, University of Chicago Press for the NBER: Chicago, 1999, 133-171.

Dominguez, Kathryn and Jeffrey Frankel (1993), Does Foreign Exchange Intervention Work? Institute for International Economics: Washington D.C., 1993.

Dooley, M., Folkerts-Landau D., and Garber, P. (2003), "An Essay on the Revived Bretton Woods System", NBER Working Paper 9971.

Fleming, Michael and Nicholas Klagge (2010), "The Federal Reserve's Foreign Exchange Swap Lines," Current Issues in Economics and Finance, Federal Reserve Bank of New York, vol 16, 4, April.

Frankel, J. and G. Saravelos (2010), "Are Leading Indicators of Financial Crises Useful for Assessing Country Vulnerability? Evidence from the 2008-9 Global Crisis," NBER Working Paper 16047.

Goldberg, Linda S., Craig Kennedy, and Jason Miu (2011), "Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs," FRBNY Economic Policy Review, May: 3-20.

Hashimoto, Yuko and Takatoshi Ito (2007) "Global Imbalances and Asian Foreign Reserves," unpublished manuscript, June.

Ito, Takatoshi, (2003) "Is Foreign Exchange Intervention Effective?: the Japanese experiences in the 1990s," in Paul Mizen (ed.), Monetary History, Exchange Rates and Financial Markets, Essays in Honour of Charles Goodhart, Volume 2, Cheltenham U.K.; Edward Elgar Pub. 126-153. [NBER WP8914, 2002]

Ito, Takatoshi (2004). "The Yen and the Japanese Economy, 2004." C. F. Bergsten and J.

Williamson, (eds.) in Dollar Adjustment: How Far? Against What?, ch.8, Washington, D.C.:Institute for International Economics: 171-196.

Ito, Takatoshi, (2005), "Interventions and Japanese Economic Recovery," in International

Economics and Economic Policy, Volume 2, Number 2-3, November: 219-239.

Ito, Takatoshi, (2007a). "Myths and reality of foreign exchange interventions: An application to Japan", International Journal of Finance & Economics, Volume 12, Issue 2, April: 133-154.

Ito, Takatoshi (2007b), "Asian Currency Crisis and the IMF, Ten Years Later: Overview" Asian Economic Policy Review, vol. 2, no. 1, June: 16-49.

Ito, Takatoshi, (2011). "The Internationalization of the RMB: Opportunities and Pitfalls" Council of Foreign Relations, working paper, November.

http://www.cfr.org/china/internationalizationrmb-opportunities-pitfalls/p26287.

Ito, Takatoshi and Tomoyoshi Yabu (2007), "What Prompts Japan to Intervene in the ForexR Market? A New Approach to a Reaction Function" Journal of International Money and Finance, vol. 26, no.2, March: 193-212. [NBER WP10456, 2004]

Jeanne, O. (2007), "International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?," Brookings Papers on Economic Activity, 1-55.

Jeanne, O. and Ranciere, R. (2007), "The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: A New Formula and Some Applications," Working Paper.

Lim, E., (2006) "The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER and Other Data," International Monetary Fund, working paper,WP/06/153, June.

Llaudes, Ricardo, Ferhan Salman and Mali Chivakul, (2010) "The Impact of the Great Recession on Emerging Markets," IMF Working Paper 10/237.

Obstfeld, M., Shambaugh, J., and A. Taylor (2010) "Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves," American Economic Journal: Macroeconomics 2 (April), 57-94.

Obstfeld, M., Shambaugh, J., and A. Taylor (2009), "Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008," American Economic Review: Papers and Proceedings 2009, 99:2, 480-486.

Reinhart C. and Reinhart V. (2008), "Capital Inflows and Reserve Accumulation: The Recent Evidence," NBER Working Paper 13842.

Rose, A. and M. Spiegel (forthcoming), "The Causes and Consequences of the 2008 Crisis: Early Warning," Japan and the World Econom.

Shin, Hyun Song, (2010), "Macroprudential Policies Beyond Basel III,"Policy Memo, Princeton University.

http://www.princeton.edu/~hsshin/www/MacroprudentialMemo.pdf

Truman, E. and A. Wong (2006), "The Case for an International Reserve Diversification

Standard," Peterson Institute for International Economics, working paper, WP 06-2, May.

تاريخ ورود البحث: 2021/01/18

تاريخ الموافقة على نشر البحث: 2021/03/02