

## إدارة احتياطات الصرف الأجنبي ودورها في تحقيق النمو الإقتصادي في المملكة العربية السعودية

Foreign exchange reserves Management and its role in  
achieving Economic growth in the kingdom of Saudi  
Arabia

د/ خالد هاشم عبد الحميد

أستاذ الأقتصاد المساعد

قسم الأقتصاد والتجارة الخارجية

كلية التجارة وإدارة الأعمال - جامعة حلوان

## إدارة احتياطات الصرف الأجنبي ودورها في تحقيق النمو الإقتصادي في المملكة العربية السعودية

### ملخص:

تسعى المملكة العربية السعودية إلى رفع معدلات النمو الإقتصادي المحقق بها لتصبح ضمن الإقتصاديات الخمسة عشر الأولى عالمياً وفق رؤية ٢٠٣٠، وذلك من خلال تحقيق التنويع الإقتصادي وعدم الأعتداد على النفط كمصدر وحيد للدخل خاصة في ظل تقلبات أسعار النفط.

ويهدف هذا البحث إلى تناول إدارة احتياطات الصرف ودورها في تمويل التنمية وتحقيق النمو الإقتصادي في المملكة العربية السعودية، خاصة وأن المملكة تحتل المرتبة الرابعة عالمياً من حيث الاحتياطات المتراكمة لديها.

وقد توصلت الدراسة إلى الأثر الإيجابي لاحتياطات الصرف الأجنبي ودورها في تحقيق النمو الاقتصادي في المملكة، وذلك من خلال وفرة رأس المال اللازم لتمويل التنمية، وبالتالي زيادة معدلات النمو الاقتصادي المحقق.

### **الكلمات المفتاحية:**

احتياطات الصرف الأجنبي، إدارة الاحتياطات، الاحتياطات المتراكمة، المستوى الأمثل، النمو الاقتصادي، المملكة العربية السعودية.

## **Foreign exchange reserves Management and its role in achieving Economic growth in the kingdom of Saudi Arabia**

### **Abstract:**

kingdom of Saudi Arabia is aiming to increase economic growth rates to become within the first fifteen economies globally according to 2030 vision, through economic diversification and not rely on oil as the only source of income, especially with the oil prices fluctuations.

This research aims to discuss foreign exchange reserves management and its role in finance development and achieving economic growth in Kingdom of Saudi Arabia, especially Saudi Arabia considered the fourth largest global in terms of the accumulating reserves.

The study concluded to the positive impact of foreign exchange reserves and its role in achieving economic growth in Saudi Arabia, through abundance of capital to finance development, and this increasing rates of economic growth.

### Key words:

Management, accumulating Foreign exchange reserve, reserves reserves, optimal level, Economic growth, kingdom of Saudi Arabia.

### ١ / مقدمة:

عقب انهيار نظام بريتون وودز القائم على أسعار الصرف الثابتة والتحول إلى نظام أسعار الصرف المرنة ساد اعتقاد بعدم حاجة الدول إلى الاحتفاظ بكميات كبيرة من الاحتياطات استناداً إلى أن الاختلالات في المدفوعات الدولية سوف يتم تصحيحها من خلال تعديل سعر الصرف الذي يتصف بالمرونة. إلا أنه مع اندلاع أزمة المديونية الخارجية عام ١٩٨٢ ظهرت علاقة قوية بين هذه الأزمة وحجم الاحتياطات، ولذلك سعت العديد من الدول خاصة الدول النامية إلى زيادة حجم الاحتياطي المتوافر لديها، وقد تزايد هذا الاتجاه في نهاية عقد التسعينات من القرن العشرين نتيجة الأزمة الآسيوية<sup>١</sup>. وقد شهدت احتياطات الصرف الأجنبي نمواً كبيراً بعد الأزمة المالية الآسيوية، حيث ارتفعت احتياطات الصرف الأجنبي على المستوى الدولي من حوالي ٢ تريليون دولار عام ٢٠٠٠ لتصل إلى ١١,٧١٤ تريليون دولار عام ٢٠١٨. كما تشير الإحصاءات إلى أن احتياطات الصرف الأجنبي شهدت نمواً كبيراً في الدول النامية مقارنة بالدول المتقدمة التي تتميز باستقرار نسبي في احتياطات الصرف، في حين ارتفع نصيب الدول الصاعدة والنامية من الاحتياطات من ٣٥,٧% عام ٢٠٠٠ لتصل إلى ٥٩% عام ٢٠١٨<sup>٢</sup>.

ويرجع السبب في ذلك إلى قيام العديد من الدول النامية بإعادة التفكير في تصميم السياسات الاقتصادية، بحيث تأخذ في الحسبان إدارة الاحتياطات وأهمية امتلاك مستوى أمثل من تلك الاحتياطات، ليصبح الأحتفاظ بحجم كافي من احتياطات الصرف الأجنبي أحد عناصر الثقة والأمان ضد الصدمات الخارجية والداخلية، هذا بالإضافة إلى دورها في توفير مناخ من الأطمئنان للمستثمرين والحيلولة دون تدهور سعر الصرف للعملة المحلية<sup>٤</sup>.

وتعتبر عملية إدارة احتياطات الصرف الأجنبي من الأمور بالغة التعقيد، حيث ينعكس النجاح في إدارة هذه الاحتياطات في صورة زيادة الثقة في السياسات الاقتصادية المطبقة خاصة السياسة النقدية، لأنها تتضمن الموازنة بين ثلاثة عناصر هي السيولة والأمان والربحية، هذا إلى جانب تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بهذه الاحتياطات<sup>٥</sup>.

وبالنسبة للمملكة العربية السعودية فتعتبر المملكة أحد الدول الريعية التي تعتمد على النفط كمصدر للدخل والإيرادات حيث تمثل الإيرادات النفطية حوالي ٤٥% من الناتج المحلي الإجمالي وحوالي ٩٠% من إيرادات الصادرات. وقد شهدت أسعار النفط ارتفاع كبير خلال العقد الأول من القرن العشرين، وقد نتج عن هذا الأرتفاع حدوث تراكم في احتياطات الصرف في المملكة لتحل المرتبة الثالثة عالميا عام ٢٠١٤ من حيث حجم الاحتياطات المتراكمة، إلا أنه مع انخفاض أسعار النفط في عام ٢٠١٦ سعت المملكة إلى تحقيق التنوع الاقتصادي في الإيرادات وعدم الأعتداد على النفط كمصدر وحيد للدخل<sup>٦</sup>.

أما من حيث مستوى النمو الاقتصادي فقد جاءت المملكة العربية السعودية في المرتبة التاسعة عشر عالميا من حيث مستوى النمو الاقتصادي، إلا أن المملكة تسعى وفق رؤية ٢٠٣٠ إلى رفع معدلات النمو الاقتصادي المحقق وانتقال الاقتصاد

من المرتبة ١٩ لتصبح ضمن الدول الخمسة عشر الأولى عالمياً<sup>vii</sup>، وهو ما يطرح تساؤل حول كيفية إداره هذه الاحتياطات المتراكمة وأستخدامها في تمويل التنمية. في ضوء ما سبق تتخلص مشكلة الدراسة في محاولة الإجابة على التساؤل الأتى " إلى أي مدى تسهم إدارة احتياطات الصرف الأجنبي في زيادة مستوى النمو الاقصادى المحقق بالمملكة؟".

أما بالنسبة لفرضيه الدراسة فتتمثل فى الأتى " من المتوقع أن تسهم الإدارة الفعالة لاحتياطات الصرف الاجنبي في زيادة مستوى النمو الاقصادى المحقق بالمملكة العربية السعودية".

وتهدف هذه الدراسة إلى اختبار مدى صحة أو خطأ الفرضية السابقة، وذلك من خلال التعرف على أهمية إدارة احتياطات الصرف ودورها فى تحقيق النمو الاقصادى فى المملكة العربية السعودية.

وبالنسبة لمنهجية الدراسة فتعتمد الدراسة على المنهج الأستنباطى وذلك من خلال أختيار مجموعة من مؤشرات احتياطات الصرف الأجنبي المتعارف عليها في الأدبيات الاقصادية وتطبيقها على الأقتصاد السعودى لمعرفة دور احتياطات الصرف الأجنبي في تحقيق النمو الاقصادى، وفى سبيل تحقيق ذلك تنقسم الدراسة إلى جزءين (نظرى - تطبيقى):

- الجزء النظرى: يتناول الأطار التنظيرى لاحتياطات الصرف الأجنبي من حيث مفهوم وأهمية احتياطات الصرف الأجنبي، ومعايير كفاية احتياطات الصرف الأجنبي، ثم إداره احتياطات الصرف الأجنبي ودوافع استحواذه، ثم تحليل العلاقة بين إدارة احتياطات الصرف الأجنبي والنمو الاقصادى فى ضوء الدراسات التطبيقية، وأخيرا تحليل إدارة احتياطات الصرف الأجنبي فى المملكة العربية السعودية.

- الجزء التطبيقي: يتناول دور احتياطات الصرف الأجنبي في تحقيق التنمية في المملكة العربية السعودية خلال الفترة ١٩٨٠-٢٠١٧، وذلك من خلال النموذج القياسي المناسب.

## ٢/ احتياطات الصرف الأجنبي في الأدب الاقتصادي أطار تنظيري:

### ١/٢ مفهوم احتياطات الصرف الأجنبي:

يعرف صندوق النقد الدولي احتياطات الصرف الأجنبي-foreign exchange reserves (forex reserves) على أنها الرصيد المتاح من الأصول الأجنبية، والتي تكون متاحة لدى السلطات النقدية والتي تستخدمها الدولة في تغطيه الاختلالات في المدفوعات الدولية أو للتأثير على سعر الصرف أو لأغراض أخرى<sup>viii</sup>. وتتسم احتياطات الصرف الأجنبي بالقبول الدولي، كما أنها موجودة بالفعل وجاهزة للاستخدام من قبل السلطات النقدية، وعاده ما يتم اللجوء إلى هذه الاحتياطات لتمويل عجز مؤقت وطارئ في ميزان المدفوعات بدلا من اللجوء إلى سياسات غير مرغوب فيها مثل تخفيض قيمة العملة أو فرض قيود على الواردات أو الأقتراض الخارجي، وتشمل الاحتياطات من الصرف الأجنبي وفقا لتصنيف صندوق النقد الدولي الأتى<sup>ix</sup>:

- ١- الاحتياطي من العملات الأجنبية التي تكون تحت حيازة البنك المركزي والمتاحة للتصرف فيها.
- ٢- الاحتياطي في صندوق النقد الدولي ويقصد بها شريحة الاحتياطي التي يجوز للبلد العضو سحبها من الصندوق خلال فترة وجيزة.

- ٣- حقوق السحب الخاصة وهي أصول احتياطية دولية استحدثها صندوق النقد الدولي كأصل مكمّل للأصول الاحتياطية للدول الأعضاء، وتحدد حصة كل دولة على أساس حصتها في صندوق النقد الدولي.
- ٤- الذهب المملوك لأغراض الرسمية.
- ٥- أصول احتياطية أخرى وتشمل الأصول السائلة والمتاحة تحت تصرف السلطات النقدية.

#### ٢/٢ أهمية احتياطات الصرف الأجنبي:

- يرى صانعي السياسات الاقتصادية في الدول أن الاحتياطات تعتبر بمثابة نقود في البنك، وأن زيادتها بشكل مستمر يعطى انطباع بأن الاقتصاد يسير على نحو أفضل<sup>x</sup>، كما أن الاحتفاظ بتلك الاحتياطات يعتبر مفيداً في تحقيق الأثني<sup>xi</sup>:
- أتاحة الفرصة للبنك المركزي للتدخل في سوق الصرف عند الضرورة خاصة في ظل أتباع الدولة لنظام الرقابة على الصرف.
  - في ظل الأنظمة المالية المربوطة بالدولار - Dollarized Financial Systems تحتاج البنوك المركزية إلى الاحتياطات لتقديم القروض للبنوك ذات الألتزامات العالية من الصرف الأجنبي.
  - استخدام الحكومات للأحتياطات في الوفاء بالمعاملات اليومية، مثل توفير الواردات أو سداد التزمّات الديون الخارجية.

#### ٣/٢ معايير كفاية احتياطات الصرف الأجنبي:

توجد العديد من المؤشرات التي تستخدم للحكم على مدى كفاية الاحتياطات من الصرف الأجنبي، ومنها<sup>xii</sup>:

### ١/٣/٢ نسبة تغطية الاحتياطيات إلى الواردات:

أقترح ترفين عام ١٩٤٧ مؤشر نسبة الاحتياطيات إلى الواردات كمؤشر على كفاية الاحتياطيات، ويرى ترين أن نسبة الاحتياطيات المثلى يجب أن تغطي قيمة ثلاثة أشهر أو (٢٥%) من إجمالي الواردات من السلع والخدمات خاصة من السلع الأساسية<sup>xiii</sup>.

### ٢/٣/٢ نسبة الاحتياطيات إلى عجز ميزان المدفوعات:

ويهدف هذا المؤشر إلى التحوط ومواجهة احتمالات العجز الطارئ في ميزان المدفوعات، حيث تعتبر الاحتياطيات بمثابة رصيد لمواجهة العجز Buffer Stock. وطبقاً لهذا المؤشر فإن الاحتياطيات يجب أن تتغير بنفس معدلات التغير المتوقع في العجز بميزان المدفوعات، فإذا كان منحى العجز يتجه نحو التزايد فإن الاحتياطيات يجب أن تنمو بنفس معدلات النمو في العجز.

### ٣/٣/٢ نسبة الاحتياطي للدين الخارجي قصير الأجل:

ويعتمد هذا المؤشر على نسبة الديون قصيرة الأجل المتبقية حتى موعد الأستحقاق، ويفترض هذا المؤشر أن المستوى الأمثل من الاحتياطيات في أي دولة يجب أن يغطي الديون الخارجية قصيرة الأجل بنسبة تتراوح بين ٨٠% إلى ١٠٠%، وقد أرتبط استخدام هذا المؤشر بالأزمات الآسيوية.



### ٤/٣/٢ نسبة الاحتياطات إلى إجمالي الديون الخارجية:

ويفترض هذا المؤشر أن نسبة الاحتياطات المثلى في أي دولة يجب أن تعادل ٤٠% من إجمالي الديون الخارجية، ويستخدم هذا المؤشر لمعرفة مدى قدرة الدولة على سداد أعباء الديون الخارجية.

### ٥/٣/٢ نسبة الاحتياطات للأستثمار الأجنبي غير المباشر:

ويهدف هذا المؤشر إلى مواجهة التدفقات الخارجة غير المتوقعة من خلال هروب رؤوس الأموال، ويفترض هذا المؤشر أن نسبة الاحتياطات المثلى يجب أن تغطي ٣٠% من الأستثمارات الأجنبية غير المباشرة.

### ٦/٣/٢ نسبة الاحتياطات إلى عرض النقود الواسع M2:

ويستخدم هذا المؤشر لتلافي الانتقادات الموجهة للمؤشرات السابقة من خلال التركيز على البعد الداخلي، حيث تستخدم نسبة الاحتياطات الدولية إلى السيولة المحلية (المفهوم الواسع للنقود M2) كمؤشر لحماية الأقتصاد من الأزمات المالية التي قد يتعرض لها، وطبقا لهذا المؤشر يجب أن تغطي الاحتياطات ٤٠% من عرض النقود الواسع.

### ٧/٣/٢ مقياس صندوق النقد الدولي:

قام صندوق النقد الدولي في عام ٢٠١١ بتقديم مقياس تجميعي لاحتياطات الصرف الأجنبي للدول النامية، ويتضمن المقياس مجموعة واسعة من المخاطر، ويتم قياس المؤشر على المراحل الأتية<sup>xiv</sup>:

- ١- مكونات التسرب المحتمل في ميزان المدفوعات وتشمل:
  - الدخل من الصادرات نتيجة الفقد المحتمل من تراجع الطلب الخارجي أو أزمات التجارة؛
  - عرض النقود M2 ويعكس الهروب المحتمل لرأس المال من خلال تسهيل الأصول المالية؛
  - الدين قصير الأجل ويعكس مخاطر تحويل الديون؛
  - أية استحقاقات أخرى تعكس التدفقات الخارجة للمحفظة المالية.
- ٢- الخطر النسبي لكل عنصر يرجح بالاعتماد على الأحداث في الواقع، وقد أقتراح الصندوق الأوزان الآتية:
  - في ظل سعر الصرف الثابت يجب أن تغطي الاحتياطيات ١٠% من الصادرات، ١٠% من عرض النقود M2، ٣٠% من الدين قصير الأجل، ١٥% من مطالبات المحفظة المالية الأخرى.
  - في ظل سعر الصرف المعوم فإن الاحتياطيات يجب أن تغطي ٥% من الصادرات، ٥% من عرض النقود M2، ٣٠% من الدين قصير الأجل، و ١٠% من مطالبات المحفظة المالية الأخرى.

#### ٢/٣/٨ طريقة تحليل المنفعة التكلفة (محاولة هيلر):

اقترح Robert Heller عام ١٩٦٦ مقياساً حاول من خلاله تحديد نسبة المتحقق فعلاً من الاحتياطيات إلى المستوى الأمثل من الاحتياطيات، وذلك من خلال المقارنة بين التكاليف الناتجة عن عدم الاحتفاظ بالاحتياطيات والتي تتمثل في إجراءات التكيف أو المواءمة التي يتحملها الاقتصاد في حالة عدم الاحتفاظ بالاحتياطيات، وتكلفة الفرصة البديلة للأحتفاظ بالاحتياطيات والتي تتمثل في الدخل الضائع نتيجة عدم

أستثمار هذه الاحتياطات، ويتحدد المستوى الأمثل من الاحتياطات وفق المعادلة الاتية<sup>xv</sup>.

$$R_{opt=h} = \frac{\log(r.m)}{\log 0.5}$$

- $R_{opt}$  المستوى الأمثل للاحتياطات الدولية؛
- $h$  التغير الذي يحدث في مستوى الاحتياطات الدولية؛
- $M$  الميل الحدي للاستيراد؛
- $r$  تكلفة الفرصة البديلة؛
- $0.5$  احتمال حدوث عجز في ميزان المدفوعات.

ويتحقق المستوى الأمثل من الاحتياطات عندما تكون  $R_{opt} = 1$ ، بينما اذا كانت  $R_{opt}$  أكبر من الواحد فيكون هناك فائض في الاحتياطات  $excess reserve$ ، أما اذا كانت  $R_{opt}$  أقل من الواحد فتعنى وجود عجز  $deficit$  في الاحتياطات.

### ٣/ إدارة احتياطات الصرف الأجنبي ودوافع استحواده:

#### ١/٣ مفهوم وأهداف إدارة احتياطات الصرف الأجنبي:

يشير مصطلح إدارة احتياطات الصرف الأجنبي إلى مجموعة من الإجراءات والسياسات التي تستهدف إتاحة قدر كاف من الأصول الأجنبية الرسمية تحت تصرف السلطات المختصة بصفة دائمة، لتحقيق أهداف قومية محددة ضمن خطة الدولة الاستراتيجية والسياسية<sup>xvi</sup>، وتتمثل الأهداف الأساسية لإدارة احتياطات الصرف الأجنبي في<sup>xvii</sup>:

- التأكد من مدى كفاية الاحتياطات لتحقيق الأهداف المحددة؛
- تعظيم العائد المحقق من هذه الاحتياطات، وذلك من خلال الأستثمار في أدوات مالية منخفضة المخاطر وتتسم بدرجة عالية من السيولة والأمان؛

- دعم الثقة في سياسات إدارة النقد وسعر الصرف، وذلك من خلال القدرة على التدخل لدعم العملة الوطنية؛
- الحد من التعرض للأوضاع الخارجية المعاكسة عن طريق الحفاظ على السيولة بالعملة الأجنبية لامتناع الصدمات في أوقات الأزمات؛
- بث درجة من الثقة لدى الأسواق في قدرة الدولة المعنية على الوفاء بالتزاماتها الخارجية؛
- مساعدة الحكومات على تلبية احتياجاتها من النقد الأجنبي؛
- الحفاظ على احتياطي لمواجهة الكوارث أو الطوارئ القومية.

وترجع أهمية إدارة الاحتياطيات من الصرف الأجنبي إلى أنه على الرغم من أن ارتفاع نسبة الاحتياطيات تؤدي إلى زيادة وضعية الاستقرار، فإنها في نفس الوقت لا تخلو من تكلفة بالنسبة للدولة المعنية، ولذلك لا بد من إجراء حسابات دقيقة بين التكلفة والعائد، حتى يمكن تقدير المستوى الأمثل للاحتياطيات الذي يحقق أكبر قدر من المنافع الممكنة مع أقل قدر من تكاليف الاستحواذ<sup>xviii</sup>.

### ٢/٣ الدوافع الرئيسية لاستحواذ احتياطيات الصرف الأجنبي:

طبقاً للإحصاءات الدولية فإن نسبة أستحواذ الدول الصاعدة والنامية لاحتياطيات الصرف الأجنبي تفوق نسبة أستحواذ الدول المتقدمة، وهو ما يوضحه الجدول رقم (١).

**جدول رقم (١)**  
**تطور احتياطات الصرف الأجنبي بالدول المتقدمة والدول الصاعدة والنامية**  
**خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٨ مليون دولار**

الاحتياطات أجمالي	نصيب الدول المتقدمة	نصيب الدول الصاعدة والنامية	% الدول الصاعدة والنامية	السنة
2,026633.02	1,301938.19	724,694.835	35.7	2000
2,531324.44	1,561299.98	970,024.46	38.3	2002
4,393969.00	2.156095.98	2,237873.02	50.9	2005
9,644021.73	3.398305.88	6,245715.85	64.7	2010
11.287417.75	4,237936.56	7,049481.19	62.4	2015
11.778066.07	4,804227.2	6,973838.86	59.2	2017
11.714800.82	4.813094.75	6.901706.25	٥٩	2018

المصدر: تم اعداده بمعرفة الباحث اعتمادا على بيانات صندوق النقد الدولي.  
<http://data.imf.org/regular.aspx?key=61545869>

يتضح من بيانات الجدول رقم (١) حدوث تزايد في نصيب الدول الصاعدة والنامية من احتياطات الصرف الأجنبي، حيث تزايد نصيب هذه الدول من ٣٥,٧% عام ٢٠٠٠ لتصل إلى حوالي ٥٩% عام ٢٠١٨، وذلك مقارنة بالدول المتقدمة التي بلغ نصيبها من احتياطات الصرف الأجنبي حوالي ٤١% عام ٢٠١٨. كما جاءت سبعة دول من الدول الصاعدة والنامية ضمن أكبر عشرة دول من حيث استحواذ احتياطات الصرف الأجنبي، وهذه الدول هي (الصين، السعودية، تايوان، هونج كونج، الهند، البرازيل، روسيا)، ويوضح الجدول رقم (٢) قائمة أكبر ١٠ دول من حيث استحواذ احتياطات الصرف الأجنبي.

### جدول رقم (٢)

أكبر ١٠ دول من حيث احتياطات الصرف الأجنبي في ديسمبر ٢٠١٧

مليون دولار

المرتبة	الدولة	احتياطي الصرف الأجنبي
1	الصين	3,158,876.95
2	اليابان	1,232,243.92
3	سويسرا	767.679.61
4	السعودية	487,199.65
5	تايوان	451,500.00
6	هونغ كونج	431,355.10
٧	الهند	389.350.10
٨	كوريا	384.453.15
٩	البرازيل	371.150.62
١٠	روسيا	356.084.02

Source :<http://data.imf.org/regular.aspx?key=61545869>

وفي ضوء مناهج دراسة الطلب على الاحتياطات تتعدد الدوافع وراء أستحواذ احتياطات الصرف الأجنبي، ومن هذه الدوافع<sup>xix</sup>:

- دوافع تجارية (دافع المعاملات) وذلك من خلال أستخدام احتياطات الصرف الأجنبي لإتمام معاملات التجارة الدولية.
- دوافع تحوطية من خلال تحقيق الأستقرار المالي ضد أي صدمات مالية محتملة.
- الإدارة الفعالة لسعر الصرف من خلال الحفاظ على أستقرار سعر الصرف عند مستوى معين، بما يسهم في تشجيع الصادرات وزيادة مستوى النمو الاقتصادي المحقق.

- زيادة الجدارة الائتمانية للدولة، وهو ما يسهم في زيادة قدرة الدولة على الاقتراض من الأسواق الدولية وتشجيع تدفق الاستثمارات الأجنبية للدولة.
- تحقيق الاستقرار الأقتصادي في إطار برامج الإصلاح الاقتصادي المطبقة تنفيذاً لتعليمات صندوق النقد الدولي والبنك الدولي.

#### ٤/ تحليل العلاقة بين إدارة احتياطات الصرف الأجنبي والنمو الاقتصادي:

يعتبر النمو الاقتصادي من الأهداف الرئيسية التي تسعى الدول النامية لتحقيقه، وتوجد العديد من الدراسات التي تناولت العلاقة بين إدارة احتياطات الصرف الأجنبي والنمو الاقتصادي، ومن هذه الدراسات:

#### • دراسة<sup>xx</sup> Borivoje Kruskovic & Tina Maricic 2015:

وتهدف هذه الدراسة إلى تناول أثر تراكم الاحتياطات من الصرف الأجنبي على النمو الأقتصادي في الدول الصاعدة (البرازيل - روسيا - الصين) حيث أوضحت الدراسة تزايد اتجاه هذه الدول نحو تكوين وتراكم الاحتياطات لديها بداية من عام ١٩٩٠ مع بداية عصر العولمة المالية.

وقد قامت الدراسة بتقدير أثر تكوين الاحتياطات على النمو في هذه الاقصاديات خلال الفترة ١٩٩٣-٢٠١٢، وقد توصلت الدراسة إلى الأثر الإيجابي لنمو الاحتياطات الأجنبية على النمو الاقتصادي المحقق في هذه الدول، وكانت من أهم نتائج الدراسة الأتي:

- يؤدي نمو الاحتياطات الأجنبية لهذه الدول بنسبة ١% إلى زيادة النمو الاقتصادي المحقق بها بنسبة ٠,٠٦%، كما أن تراكم الاحتياطات يسهم في خفض قيمة العملة وبالتالي زيادة الصادرات.

- يؤدي تراكم احتياطات الصرف الأجنبي إلى زيادة نسبة الاستثمار للنتائج المحلي الإجمالي، ونسبة الصادرات للنتائج المحلي الإجمالي، ونسبة التجارة للنتائج المحلي الإجمالي.
- يؤدي تراكم الاحتياطات إلى زيادة الثقة في الاقتصاد، وأستقرار الموقف المالي للدولة وخفض مخاطر هجمات المضاربة والقدرة على سداد ديون الدولة، وبالتالي خفض تكلفة ديون الدولة.
- يسهم تراكم الاحتياطات الأجنبية في تحفيز النمو الاقتصادي طويل الأجل في الدول الصاعدة والنامية، وذلك من خلال تخفيض سعر الصرف وزيادة العوائد المحققة من الصادرات وزيادة حجم الاستثمار، وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي القائم على زيادة الصادرات.
- تخفيض سعر الصرف أحد الخصائص المميزة للدول النامية لتحقيق فائض تجاري يسهم في سداد الديون الخارجية، ولذلك تلجأ معظم الدول النامية لسياسة التخفيض كأحد محاور استراتيجية تنمية الصادرات، وزيادة النمو الاقتصادي المحقق، إلا أن تطبيق هذه السياسة لفترات من المحتمل عاجلاً أو أجلاً أن يؤدي إلى حدوث أزمات في سعر الصرف.
- الدول التي تمكنت من تحقيق تراكم في احتياطات الصرف الأجنبي تمكنت من تحقيق معدلات مرتفعة من النمو الاقتصادي مثال على ذلك دولة بتسوانا تمكنت خلال الفترة ١٩٦٠-٢٠٠٠ من زيادة احتياطي الصرف الأجنبي كنسبة من النتائج المحلي الإجمالي، وهو ما أدى إلى حدوث زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل تقدر بحوالي ١٠ اضعاف.
- تراكم الاحتياطات الأجنبية يسهم في زيادة معدلات التضخم إلا أن ذلك لن يكون له تأثير ضار على الدول النامية والصاعدة، حيث يؤدي تراكم الاحتياطات بهذه



الدول يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي والتوظيف، على العكس من ذلك فان تقدير قيمة العملة بأعلى من قيمتها يؤدي إلى حدوث موجات تضخمية وأزمات صرف أجنبي، وكانت النتيجة النهائية للدراسة أن تراكم الاحتياطيات مطلب أساسي للنمو الاقتصادي.

#### • دراسة Prakash Kumar Shrestha 2016<sup>xxi</sup>:

وتناولت هذه الدراسة الآثار الاقتصادية لاحتياطيات الصرف الأجنبي على الاقتصاد الكلي، وذلك من خلال توضيح أثر تكوين الاحتياطيات على النمو الاقتصادي والتضخم وسعر الصرف الحقيقي مع التطبيق على دول جنوب آسيا (بنجلاديش - الهند - نيبال - باكستان - سيرلانكا)، وذلك من خلال استخدام بيانات سلسلة مقطعية خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٤. حيث سعت الدول الآسيوية منذ عام ٢٠٠٠ إلى زيادة حجم الاحتياطيات المتراكمة لديها خاصة بعد أزمة دول جنوب شرق آسيا، وقد بلغت حجم الاحتياطيات المتراكمة بالدول الآسيوية في عام ٢٠١٣ حوالي ٦٤,٢% من إجمالي الاحتياطيات لدى الدول الصاعدة والنامية مقارنة بنسبة ٢٣,٤% عام ١٩٩٠.

وقد توصلت الدراسة إلى أن زيادة الاحتياطيات الأجنبية تؤدي إلى زيادة مستوى النمو الاقتصادي المحقق، حيث يسهم تراكم الاحتياطيات من خلال تحويلات العمالة الأجنبية في تحفيز النمو الاقتصادي، وذلك من خلال وفره رأس المال للأزم لإستيراد المعدات الرأسمالية اللازمة للإنتاج وأتباع سياسة تشجيع الصادرات، وبالتالي تحفيز النمو الاقتصادي بهذه الدول. كما أن تراكم الاحتياطيات بهذه الدول يسهم في تحقيق استقرار أسعار الصرف وتجنب ارتفاع أسعار الصرف، أما بالنسبة لأثر تكوين الاحتياطيات على معدلات التضخم بهذه الدول فقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير معنوي لتراكم الاحتياطيات على مستوى التضخم المحقق في هذه الدول.

•دراسة<sup>xxii</sup> 2018: Joscha Beckmann, et al

وتناولت هذه الدراسة العلاقة بين تراكم احتياطات الصرف الأجنبي والنمو في الناتج لأربعة دول من شرق آسيا هي (ماليزيا- كوريا الجنوبية- تايلاند- سنغافورة)، وذلك بالاعتماد على بيانات ربع سنوية خلال الفترة ١٩٨٠-٢٠١٤.

حيث ترتب على حدوث الأزمة الآسيوية عام ١٩٩٧-١٩٩٨ حدوث انخفاض كبير في عملات الدول الآسيوية حيث أنخفضت عملات هذه الدول بنسبة تصل إلى ٢٠%، إلى جانب حدوث انخفاض في الناتج المحلي لهذه الدول بنسبة لا تقل عن ٥%، إلا أن هذا الانخفاض كان لفترة قصيرة وما لبثت هذه الدول في التعافي مرة أخرى، ويتضح ذلك من تضاعف حجم احتياطات هذه الدول بمقدار أربعة اضعاف خلال الفترة ١٩٩٩-٢٠٠٨.

وقد توصلت الدراسة إلى الأثر الإيجابي لتراكم الاحتياطات على النمو الاقتصادي المحقق في هذه الدول بإستثناء كوريا، حيث تمكنت هذه الدول من التعافي من الأزمة المالية الآسيوية خلال فترة قصيرة، ويرجع ذلك إلى الدور الذي لعبته الاحتياطات في توفير رأس المال اللازم لتمويل التنمية مرة أخرى ودورها في تنمية القطاع المالي بهذه الدول.

الإ أنه على الرغم من ذلك فقد أوضحت الدراسة عدم قدرة هذه الاحتياطات في توفير التأمين ضد الأزمة، حيث تزامن مع انخفاض الاحتياطي حدوث ركود اقتصادي في هذه الدول، وهو ما يعنى وجود علاقة طردية بين الانخفاض في الاحتياطي والانخفاض في الناتج لهذه الدول.

## ٥/ إدارة احتياطات الصرف الأجنبي في المملكة العربية السعودية:

### ١/٥ دور مؤسسة النقد العربي السعودي في إدارة احتياطات الصرف الأجنبي:

تعتبر مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) هي الجهة المسؤولة عن إدارة الاحتياطات من الصرف الأجنبي في المملكة العربية السعودية، وطبقا لاتفاقية إنشاء المؤسسة في عام ١٩٥٢ فإن من ضمن أهدافها إدارة احتياطات الدولة من الصرف الأجنبي للحفاظ على الأستقرار المالي والنقدي وبالتالي الحفاظ على أستقرار أسعار الصرف خاصة وأن المملكة تتبع نظام سعر الصرف الثابت<sup>xxiii</sup>.

وقد أتضح دور مؤسسة النقد في إدارة احتياطات الصرف الأجنبي في عام ٢٠٠٩ عقب الكساد العالمي وأنخفاض أسعار النفط حيث ساهمت الأحتياطات المتوافرة لدى مؤسسة النقد في تخفيف الضغوط على التوازن المالي، وذلك من خلال توفير الموارد المالية للأزمة لحماية الأقتصاد من التعرض لأى تحديات غير متوقعة<sup>xxiv</sup>.

وتتمثل المكونات الرئيسية لاحتياطات الصرف الأجنبي في المملكة العربية السعودية في الاحتياطي من الصرف الأجنبي بالعملات الأجنبية إلى جانب حصة الدولة في صندوق النقد الدولي وحقوق السحب الخاصة والاحتياطي من الذهب النقدي، ويوضح الجدول رقم (٣) مكونات الاحتياطي في المملكة العربية السعودية حتى أغسطس ٢٠١٨<sup>xxv</sup>.

### جدول رقم (٣)

#### مكونات الاحتياطي من الصرف الأجنبي في المملكة العربية السعودية

في أغسطس ٢٠١٨ مليون دولار

المكون	القيمة
احتياطي بالعملات الأجنبية	499,774.29
حصة الدولة في صندوق النقد الدولي	1,594.43
حقوق السحب الخاصة	7,912.72
احتياطي الذهب	432.93
احتياطي اخرى	10.39
اجمالي الاحتياطيات	509,714.38

Source: <http://data.imf.org>.

#### ٢/٥ العلاقة بين تطور الاحتياطيات وأسعار النفط في المملكة العربية السعودية:

شهدت بداية العقد الأول من القرن الحادي والعشرين نموا كبيرا في حجم الاحتياطيات المملوكة للمملكة العربية السعودية، ويرجع النمو في الاحتياطيات خلال هذه الفترة إلى ارتفاع أسعار النفط، حيث ارتفع سعر برميل النفط من ٢٧,٦ دولار عام ٢٠٠٠ ليصل إلى حوالي ١١٠ دولار عام ٢٠١٢، ثم بلغت حوالي ٩٧ دولار عام ٢٠١٤.

وقد ترتب على ارتفاع أسعار النفط حدوث تراكم في احتياطيات الصرف الأجنبي لتحل المملكة العربية السعودية المرتبة الثالثة عالميا من حيث حجم الاحتياطيات المتوافرة لديها في عام ٢٠١٤، حيث بلغت حجم الاحتياطيات في ذلك العام حوالي ٧٤٥ مليار دولار امريكي.

الإ أنه مع بداية عام ٢٠١٥ وبداية انخفاض أسعار النفط على المستوى العالمي لتصل إلى حوالي ٤٩ دولار أمريكي للبرميل حدث تراجع في حجم الاحتياطات بالمملكة، خاصة وأن الإيرادات النفطية تمثل حوالي ٤٥% من الناتج المحلي الاجمالي وحوالي ٩٠% من إيرادات الصادرات<sup>xxvi</sup>.

وقد أدى هذا الانخفاض في الإيرادات إلى مواجهه المملكة العربية السعودية العديد من المشكلات الاقتصادية، ولذلك لجأت المملكة إلى السحب من الاحتياطي المتوافر لديها تجنباً لحدوث انخفاض في أسعار الصرف وما يترتب عليه من آثار سلبية، وقد أدى ذلك إلى حدوث انخفاض في حجم الاحتياطات لتصل إلى حوالي ٤٧٨ مليار دولار في عام ٢٠١٧، كما يتضح من الجدول رقم (٤).

#### جدول رقم (٤)

العلاقة بين تطور احتياطات الصرف في المملكة العربية السعودية

وأسعار النفط عالمياً خلال الفترة ٢٠١٨/٢٠٠٠

سعر برميل النفط	الاحتياطات*	
27.6	19.585	2000
50.59	157.387	2005
77.38	459.313	2010
107.46	556.571	2011
109.45	673.740	2012
105.78	737.797	2013
96.29	744.441	2014
49.49	626.990	2015
40.68	547.261	2016
52.51	496.423	2017
69.42	509.714	2018

\*- مليون دولار امريكي.

Source - <https://data.worldbank.org/indicator>.  
-<https://www.statista.com>.

يتضح من بيانات الجدول رقم (٤) أنه مع بداية عام ٢٠١٥ شهدت الاحتياطات بالمملكة انخفاض نتيجة تراجع أسعار النفط وهو ما أدى إلى الضغط على الاحتياطي لتمويل الدين العام.

الإ أنه مع بداية عام ٢٠١٧/٢٠١٨ وتطبيق برنامج التنوع الاقتصادي وعدم الاعتماد على النفط كمصدر وحيد للدخل، وذلك من خلال السعي نحو تحقيق تنوع في الموارد وخفض الدعم وفرض رسوم على المقيمين وفرض ضريبة قيمة مضافة بنسبة ٥%، ساهمت كل هذه الإجراءات في إيجاد مصادر بديلة للدخل خلاف النفط، وبالتالي حدث نمو في الاحتياطات لتصل إلى حوالي ٥٠٩ مليار دولار في أغسطس ٢٠١٨، كما أحتلت المملكة المرتبة الرابعة عالميا في عام ٢٠١٧ من حيث الاحتياطات المتوافرة لديها.

### ٣/٥ احتياطات الصرف الأجنبي والمستوى الأمثل:

أنعكست الزيادة في احتياطات الصرف الأجنبي في المملكة العربية السعودية في زيادة عدد أشهر تغطية الاحتياطات للواردات كأحد المؤشرات التقليدية لمعايير كفاية احتياطات الصرف الأجنبي، حيث زادت عدد أشهر تغطية الواردات من حوالي ٤ شهور عام ٢٠٠٠ لتصل إلى حوالي ٢٠ شهر عام ٢٠٠٥ وهو يفوق المستوى الأمثل، ثم بلغت حوالي ٣٤ شهر عام ٢٠١٧ وهو يفوق المستوى الأمثل ايضا، كما يتضح من الجدول رقم (٥).

### جدول رقم (٥)

عدد أشهر تغطية الاحتياطات للواردات فى المملكة العربية السعودية  
خلال الفترة من ٢٠١٨/٢٠٠٠

عدد اشهر تغطية الواردات	
4	2000
20	2005
29	2010
32	2011
35	2012
36	2013
33	2014
29	2015
31	2016
34	2017

Source: <https://data.worldbank.org/indicator>.

#### ٤/٥ كيف تعظم المملكة العربية السعودية استفادتها من الاحتياطات:

أوضحنا فيما سبق أن المملكة العربية السعودية تحتل المرتبة الرابعة عالميا ضمن أكبر ١٠ اقتصاديات على المستوى العالمى من حيث حجم الاحتياطات المتوافرة لديها فى عام ٢٠١٧، كما أن حجم الاحتياطات المتوافرة لدى المملكة يفوق المستوى الأمثل والأمن المحدد بحوالى ثلاثة أشهر أو ٢٥% من أجمالى الواردات من السلع الأساسية.

وحيث أن واردات المملكة من السلع الأساسية طبقا للتصنيف الدولى للأمم المتحدة تمثل حوالى ١٥% من أجمالى وارداتها المقدره بحوالى ٥٠٠ مليار دولار فى ٢٠١٧<sup>xxvii</sup>، وهنا يطرح تساؤل حول كيفية تعظيم الاستفادة من هذه الاحتياطات؟.

وللأجابة على هذا التساؤل يمكن القول بأن ذلك يتحقق من خلال تقسيم الاحتياطات إلى جزئين:

١. الجزء الأول وهي احتياطات ضرورية، وتتمثل في القدر الكافي والأمن لتغطية العجز في ميزان المدفوعات وتحقيق الاستقرار في سعر الصرف، ويمكن تقدير هذا الجزء بما يعادل حوالي ٧٦ مليار دولار أمريكي.
٢. الجزء الثاني من الاحتياطات عبارة عن احتياطات فائضة (تكميلية) ويعادل حوالي ٤٢٤ مليار دولار أمريكي، ويمكن استثماره في العديد من المجالات منها<sup>xxviii</sup>:

- الاستثمار في أدوات مالية منخفضة المخاطر وتتسم بدرجة عالية من السيولة والأمان، وذلك لتعظيم العائد المحقق من هذه الاحتياطات.
- استخدام هذه الاحتياطات كأداة لتشجيع المستثمرين على الاستثمار في الدولة، فزيادة حجم الاحتياطات تعنى عدم وجود قيود على تحويلات الأرباح للخارج، وبالتالي زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر؛
- استخدام هذه الاحتياطات في استيراد السلع الرأسمالية اللازمة لتمويل التنمية، هذا إلى جانب الاستثمار في مشروعات إنتاجية، بما يسهم في زيادة حجم الاستثمارات المحلية وتحقيق التنوع الاقتصادي وفق رؤية ٢٠٣٠ للمملكة، وبالتالي تحسين مستوى النمو الاقتصادي المحقق.



## ٦/ أثر تراكم احتياطات الصرف الأجنبي على النمو الأقتصادي المحقق في المملكة العربية السعودية.

أوضحنا فيما سبق دور الاحتياطات في المساهمة في تحقيق النمو الأقتصادي في العديد من الدول، ووفقا للدراسات التطبيقية السابقة يمكن تقدير أثر تراكم احتياطات الصرف الأجنبي على النمو الأقتصادي المحقق في المملكة العربية السعودية من خلال المعادلة الآتية:

$$GDP = \beta_0 + \beta_1(RES) + \beta_2(POP) + e$$

حيث أن:

- GDP تشير إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- RES تشير إلى احتياطات الصرف الأجنبي.
- POP تشير إلى الفائض أو العجز في ميزان المدفوعات.
- e حد الخطأ.
- $\beta_2, \beta_1, \beta_0$  معاملات يتم تقديرها من خلال النموذج.

وبالنسبة لمؤشر GDP فيشير إلى الناتج المحلي الإجمالي بالمملكة العربية السعودية كمؤشر للنمو الأقتصادي المحقق، أما بالنسبة لمؤشر RES فيشير إلى احتياطات الصرف الأجنبي المتراكمة بالدولة، ومن المتوقع أن يكون لاحتياطات الصرف الأجنبي أثر موجب على معدلات النمو الأقتصادي المحقق بالدولة.

أما بالنسبة لمؤشر POP فيشير إلى الفائض أو العجز في ميزان المدفوعات ومن المتوقع أن يكون له أثر موجب على معدلات النمو الأقتصادي المحقق حيث ينعكس الفائض في ميزان المدفوعات في تراكم الاحتياطات، وبالتالي زيادة معدلات النمو الأقتصادي المحقق، وقد تم التعبير عن المتغيرات السابقة في شكل لوغاريتمي.

وفيما يتعلق بمصادر البيانات فقد تم الحصول على بيانات الناتج المحلي الإجمالي وبيانات ميزان المدفوعات من إحصاءات البنك الدولي خلال الفترة ١٩٨٠-٢٠١٧، أما بالنسبة لمؤشر احتياطات الصرف الأجنبي فقد تم الحصول على البيانات من إحصاءات صندوق النقد الدولي خلال نفس الفترة. وبأستخدام الحزمة الإحصائية Eviews تم إجراء تقدير للنموذج السابق، وقد جاءت نتائج التقدير كما يلي:

$$D(LGDP) = 0.0462894 + 0.126874 * D(LRES) + 0.070234 * D(LPOP) \quad (4.21) \quad (2.17) \quad (2.55)$$

$$R-Sq(adj) = 62\% \quad R-Sq = 66\% \quad F \quad P$$

$$Durbin-Watson statistic = 1.96 \quad 15.21057 \quad 0.000246$$

وبتحليل النتائج السابقة يتضح ما يلي:

- أتفاق نتائج القياس مع النظرية الاقتصادية حيث جاءت قيمة وأشاره المعلمة  $\beta_1$  موجبة، وهو ما يتفق مع النظرية الاقتصادية بوجود علاقة طردية بين مؤشر الزيادة في احتياطات الصرف الأجنبي والنمو في الناتج المحلي الأجمالي بالمملكة، كما جاءت قيمة T المحسوبة أكبر من قيمة T الجدولية.
- أتفاق نتائج القياس مع النظرية الاقتصادية حيث جاءت قيمة وأشاره المعلمة  $\beta_2$  موجبة، وهو ما يتفق مع النظرية الاقتصادية بوجود علاقة طردية بين الفائض في ميزان المدفوعات والنمو في الناتج المحلي الأجمالي، كما جاءت قيمة T المحسوبة أعلى من قيمة T الجدولية.
- بلغت القوة التفسيرية للمتغيرات المستقلة حوالي 62% وهذا يعنى أن 62% من التغير في المتغير التابع يرجع إلى التغير في المتغيرات المستقلة.

- للتعرف على جودة النموذج القياسى المستخدم ومدى توافر المشكلات القياسية المصاحبة لطريقة المربعات الصغرى تم استخدام مؤشر Durbin Watson للتعرف على مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتى Autocorrelation من عدمه، وقد جاءت قيمة المؤشر 1.96 وهى توضح انخفاض درجة الارتباط الذاتى.

#### ٧/ ملخص وتوصيات البحث:

تناول هذا البحث إدارة احتياطات الصرف الأجنبى ودورها فى تحقيق النمو الاقتصادى فى المملكة العربية السعودية، خاصة وأن المملكة تنتهج سياسة التنوع الاقتصادى، هذا إلى جانب هدف المملكة رفع معدلات النمو الاقتصادى المحقق بها لتصبح من ضمن الأقتصاديات الخمسة عشر عالميا وفق رؤية ٢٠٣٠.

وقد توصلت الدراسة إلى الأثر الإيجابى لاحتياطات الصرف الأجنبى فى تحقيق النمو الاقتصادى فى المملكة، وذلك من خلال وفرة رأس المال اللازم لإستيراد المعدات الرأسمالية اللازمة للإنتاج، وبالتالي زيادة النمو الأقتصادى المحقق.

فى ضوء ما سبق توصى الدراسة بأن الإدارة الفعالة لإحتياطات الصرف الاجنبى تتطلب تقسيم الإحتياطى إلى جزءين:

- الجزء الأول احتياطات ضرورية لمواجهة العجز فى ميزان المدفوعات وتحقيق الأستقرار فى سعر الصرف، ويقدر هذا الجزء بحوالى ٦ شهور من تغطية الواردات.

- الجزء الثانى احتياطات فائضة ويمكن استخدام جزء منها فى أستيراد المعدات الرأسمالية اللازمة لتمويل التنمية، وبالتالي زيادة النمو الأقتصادى المحقق.

### نتائج تقدير النموذج

Dependent Variable: D(LGDP)

Method: Least Squares

Date: 07/05/18 Time: 14:39

Sample (adjusted): 2 35

Included observations: 18 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.046289	0.021283	2.174921	0.0460
D(LRES)	0.126875	0.049718	2.551879	0.0221
D(LPOP)	0.070234	0.016665	4.214347	0.0008
R-squared	0.669757	Mean dependent var		0.084323
Adjusted R-squared	0.625725	S.D. dependent var		0.128253
S.E. of regression	0.078462	Akaike info criterion		-2.101383
Sum squared resid	0.092345	Schwarz criterion		-1.952988
Log likelihood	21.91245	Hannan-Quinn criter.		-2.080921
F-statistic	15.21057	Durbin-Watson stat		1.969659
Prob(F-statistic)	0.000246			

هوامش البحث:

- i – Gary Smith & John Nugee(2015), “ The changing role of central bank foreign exchange reserves”, *The Official Monetary and Financial Institutions Forum* , p.9
- ii – أحمد عبدالرحيم (١٩٩٧)، "أثر التغير في معدلات نمو الانفاق العام الجارى على نسبة الاحتياطات الدولية إلى عجز الميزان التجارى في الاقتصاد المصرى"، *مجلة البحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، المجلد التاسع عشر، العدد الأول، ص ٤٩١.
- iii – <http://data.imf.org>.
- iv – جمال محمود عطية عبید (٢٠١٢)، "المستوى الأمثل للاحتياطات الدولية في الاقتصاد المصري قبل وبعد ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١"، *المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية*، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، العدد الثانى، ص . ١٩٤ .
- v – رمزى زكى محمد(١٩٩٤)، "المغالاة في تكوين الاحتياطات الدولية هل يمكن استخدامها للخروج من المأزق الراهن للاقتصاد المصري؟"، *المؤتمر العلمي السنوي الثامن عشر للاقتصاديين المصريين ( تمويل التنمية في ظل اقتصاديات السوق، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي و الاحصاء و التشريع، ص. ٥ .*
- vi – <http://data.imf.org>.
- vii – <http://www.vision2030.gov.sa/ar>.

- viii - صندوق النقد الدولي (٢٠٠٩)، "دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي"، *صندوق النقد الدولي*، واشنطن، ص. ص. ١١١-١١٣.
- ix - صندوق النقد الدولي (٢٠٠٩)، "دليل ميزان المدفوعات ... مرجع سبق نكره"، ص. ١٢.
- x - Saba Abid , Neelam Jhawar (2017), "An Analysis of Foreign Exchange Reserves in India since 2001-2016", *IOSR Journal of Economics and Finance*, Volume 8, Issue 2, Available at [www.iosrjournals.org](http://www.iosrjournals.org), p.71.
- xi - Russell Green & Tom Torgerson (2007), " Are High Foreign Exchange Reserves in Emerging Markets A Blessing or A Burden?", *Department of The Treasury : Office of International Affairs*, Occasional paper, No. 6, p.p. 2-3.
- xii - *أنظر في ذلك :*
- جمال محمود عطية عبيد (٢٠١٢)، "المستوى الأمثل للاحتياطات الدولية في الاقتصاد ، ... مرجع سبق نكره ، ص.ص. ٢٠٧-٢١٣.
- زايري بلقاسم (٢٠٠٩)، "كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري"، *مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا*، العدد السابع، ص. ص. ٤٨-٥٢.
- xiii - Kathryn Dominguez (2009), "International Reserves and Underdeveloped Capital Markets", *Research Seminar in International Economics*, The University of Michigan , Discussion Paper, No. 600, p. 4.

- xiv - حسين جواد كاظم، عقيل محمد الحمدي (٢٠١٧)، "واقع الاحتياطات الأجنبية ومعايير تحديد المستوى الأمثل لها في العراق للفترة ٢٠٠٤-٢٠١٤"، *مجلة الفري للعلوم الاقتصادية والإدارية*، المجلد الرابع عشر، العدد الأول، ص. ٨٥-٨٦.
- xv - رمزي زكي محمد (١٩٩٤)، "المغالاة في تكوين الاحتياطات الدولية..... مرجع سبق نكده، ص. ص. ١٠-١٦.
- xvi - Jose Vinals (2013), "Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management", *international monetary fund*, p.p.3-4.
- xvii - *Ibid*, p.4.
- xviii - رمزي زكي محمد (١٩٩٤)، "المغالاة في تكوين الاحتياطات الدولية..... مرجع سبق نكده، ص. ٥.
- xix - Niaz Murshed Chowdhury, et al(2014), "An Econometric Analysis of the Determinants of Foreign Exchange Reserves in Bangladesh", *Journal of World Economic Research*, Vol 3, Issue 6, p. 72-82 .
- xx - Borivoje Kruskovic & Tina Maricic(2015), " Empirical Analysis of the Impact of Foreign Exchange Reserves to Economic Growth in Emerging Economics, *Applied Economics and Finance*, Vol. 2, No. 1,p.p. 1-8, Available at <http://aef.redfame.com>.

- xxi– Prakash Kumar Shrestha(2016), “Macroeconomic Impact of International Reserves: Empirical Evidence from South Asia”, **Nepal Rastra Bank**, NRB Working Paper No. 32, p. p.1–29.
- xxii – Joscha Beckmann, et al(2018), “The macroeconomic role of currency reserve accumulation in emerging markets—The Asian experience”, **World Economy**, vol41, p. p .77–97, Available at [wileyonlinelibrary.com/journal/twec](http://wileyonlinelibrary.com/journal/twec).
- xxiii – <http://www.sama.gov.sa/ar-sa>.
- xxiv – مؤسسة النقد العربي السعودي (٢٠١٧)، "تقرير الاستقرار المالي"، العدد الثالث ص. ٨.
- xxv – <http://data.imf.org/regular.aspx?key=61280812>.
- xxvi– <http://www.sama.gov.sa/ar-sa> .
- xxvii– <https://data.albankaldawli.org/indicator..>
- xxviii – Niaz Murshed Chowdhury, et al(2014), “An Econometric Analysis of the Determinants ... **Op Cit**, p. p.72–82 .