

سيناريو استثمار فوائض الاحتياطات الرسمية للعراق بالذهب للمدة من (٢٠١٠-٢٠٢١)*

م.م شروق خلف لطيف
أ.م.د. عقيل عبد محمد عباس
جامعة البصرة / كلية الإدارة والاقتصاد / قسم العلوم المالية والمصرفية
shurooq.lateef@uobasrah.edu.iq
aqeel.abass@uobasrah.edu.iq

المستخلص:

تهدف هذه الدراسة إلى تقديم محفظة استثمارية بديلة لاستثمار الفوائض من الاحتياطات الرسمية للعراق، من خلال اقتراح محفظة بديلة تستثمر الفوائض بالذهب ومقارنتها مع المحفظة الفعلية، وقد أثبتت نتائج التحليل أن بإمكان العراق الاستثمار ببدايل متنوعة تسهم في تحقيق أهدافه الرئيسية المتمثلة بالأمان والسيولة والعائد، وأن امتلاكه استثمارات متنوعة تؤدي إلى نمو الاحتياطات وزيادة المتحصلات النقدية ومن ثم استدامتها.

الكلمات المفتاحية: الاحتياطات الرسمية، استثمار الفوائض، الذهب

* بحث مسئل من اطروحة دكتوراه

Scenario of Investing the Surpluses of Official Reserves of Iraqi Gold for the Period (2010-2021)

Asst. Lect. Shurooq K. Lateef Asst. Prof. Dr. Aqeel A.Abass
University of Basrah- College of Administration and Economics –
Department of Financial and Banking Sciences

Abstract:

This study aims at presenting an alternative investment portfolio to invest the surplus of the official reserves of Iraq. This is explained by proposing an alternative portfolio that invests the surplus in gold and compare it with the actual portfolio. Analysis results lead. The results of the analysis have proven that Iraq can invest in various alternatives that contribute to achieving its main goals of security, liquidity, and returns. Also having diversified investments leads to the growth of reserves, an increase in cash receipts, and then their sustainability.

Keywords: Official Reserves, Investment of Surpluses, Gold

مقدمة عن الدراسة:

جاءت هذه الدراسة في سياق الاهتمام بالمحفظة الاستثمارية للبنك المركزي العراقي، من خلال توظيف الفائض من الاحتياطات الرسمية لزيادة العائد وتقليل المخاطر، إذ إن هدف استثمار الأموال المتعارف عليه هو تعظيم الأرباح، أما الهدف الأول من استثمار الاحتياطات الرسمية فهو الأمان ومن ثم تأتي السيولة وتعظيم الأرباح في المرتبة الأخيرة.

إن تزايد احتياطات البنك المركزي العراقي من النقد الأجنبي، بعد رفع الحظر الاقتصادي عام ٢٠٠٣، وارتفاع الصادرات النفطية الذي تزامن مع ارتفاع أسعار النفط العالمية، أدى إلى تراكم عوائد مالية كبيرة من النقد الأجنبي أفضت إلى ارتفاع حجم الاحتياطات الرسمية بشكل كبير، وأظهرت الدراسات الأكاديمية ومؤشرات تقييم كفاية الاحتياطات أن العراق يحتفظ بمستويات عالية من الاحتياطات ومن ثم قد يفوت فرص استثمارية عديدة.

◆ **مشكلة الدراسة:** إن البنك المركزي العراقي يستثمر أغلب احتياطاته الرسمية في أصول مقومة بالدولار الأمريكي ذات العوائد والمخاطر المنخفضة مقارنة بعوائد الاستثمارات الأخرى مقابل مخاطر أعلى نسبياً، وهذا قد يحرمه من تحقيق عائد أعلى من استثمار الاحتياطات الرسمية في ظل القيود القانونية التي تتضمنها السياسات الاستثمارية للبنك المركزي، ومخاطر أسواق المال الدولية من خلال إيجاد استراتيجيات متنوعة تهدف إلى تحقيق عائد مرتفع يتناسب مع مقدار تلك الاحتياطات، ومن هنا تتمحور مشكلة الدراسة في، هل استثمار فوائض الاحتياطات الرسمية في محفظة من المعدن الأصفر تسهم في تعظيم العائد وبمخاطر مقبولة مما هو متحقق فعلاً، في ظل تحقيق الأهداف الرئيسية للبنك المركزي العراقي الممثلة بالأمان والسيولة والعائد؟

◆ فرضية الدراسة استناداً إلى مشكلة الدراسة تم اعتماد الفرضية التالية:

(استثمار البنك المركزي الفائض من الاحتياطات الرسمية في الذهب قد يحقق عائداً أعلى ومخاطرة أقل، في ظل تحقيق أهدافه الرئيسية الأمان والسيولة).

◆ أهمية الدراسة: تتجلى أهمية الدراسة في أنها تقدم سيناريو بديل لاستثمار الفوائض الاحتياطية لدى البنك المركزي العراقي، ويستند هذا السيناريو إلى دراسة تحليلية تفصيلية للاحتياطات الرسمية التي يمتلكها العراق، وتقدير الحجم الأمثل لكفاية الاحتياطات الخاصة بالسياسة النقدية، وحساب الفائض منها ومن ثم بناء محافظ استثمارية بالذهب تخدم تحقيق كل الأهداف الاستراتيجية المحددة من أمان بالدرجة الأولى وسيولة فضلاً عن تحقيق عائد أعلى بمخاطر مقبولة.

◆ هدف الدراسة: جاءت هذه الدراسة لتحقيق أهداف عدة منها:

١. تسليط الضوء على تطور حجم وهيكل الاحتياطات الرسمية في العراق.
٢. تحديد الحجم الأمثل لكفاية الاحتياطي الأجنبي للبنك المركزي العراقي الواجب الاحتفاظ به.
٣. تقديم محفظة بديلة لاستخدام الفائض من احتياطات البنك المركزي العراقي، من خلال اقتراح محفظة استثمارية جديدة تعتمد الذهب لتحقيق أعلى عائد وأقل مخاطرة ونسبة عالية من الأمان، وقياسها بأساليب مالية وإحصائية تتلاءم مع إثبات فرضية الدراسة.

◆ الدراسات السابقة:

١. دراسة (Zulaica, 2020)

What share for gold ? on the interaction of gold and foreign exchange reserve returns.

ما نصيب الذهب حول تفاعل عوائد احتياطي الذهب والعملات الأجنبية؟ : تهدف هذه الدراسة إلى استكشاف الوزن المناسب للذهب في محافظ احتياطي العملات الأجنبية في بنك اليابان للمدة (١٩٨١-٢٠٢٠)، وذلك من خلال أخذ عينة من الذهب والدخل الثابت وجمع آلاف التوليفات المختلفة بين الاثنين وتحليل الخصائص لكل مجموعة، ومن ثم توضيح كيفية تفاعل توزيع الدخل الثابت مع وجود المعدن الثمين، وقد تم استخدام أسلوب التحليل التجريبي ، وتوصلت الدراسة إلى أن مخاطر السوق المرتبطة بالذهب كبيرة عند تقييمها مقابل مجموعة واسعة من المعايير، مثل التخفيف من تقلبات المحفظة، ومخاطر الذيل، واحتمال الخسارة، وإجراءات التنوع، سيؤدي هذا إلى الحد من التخصيصات الإجمالية ومع ذلك. بالنسبة للمحافظ ذات الحساسية العالية لأسعار الفائدة (المدة) ولمديري الاحتياطيات الذين يقيسون عوائدهم بعملة غير احتياطية، نجد دليلاً على أن الذهب قد يعمل كمتحوط؛ مما يسهل تبرير حيازات الذهب الكبيرة من مجرد منظور كمي.

2 . دراسة (Sullivan 2021)

Monetary Gold and central Bank Capital

الذهب النقدي ورأس مال البنك المركزي : اختارت الدراسة أربعة من أكبر عشرة بنوك مركزية تمتلك كميات مادية من الذهب وهي بنوك منطقة اليورو، ألمانيا، إيطاليا، فرنسا، هولندا، للمدة (١٩٩٩-٢٠٢٠)، وركزت هذه الدراسة على الطريقة التي يمكن لمقتنيات

الذهب النقدية أن تخفف من المخاطر الناشئة عن الشذوذ في الميزانية العمومية للبنك المركزي، ولا سيما في أوقات التوتر، واستخدمت الدراسة الأسلوب التحليلي، وأهم ما توصلت إليه أن الذهب هو أحد الأصول المعاكسة للدورة الاقتصادية، ويميل سعره إلى الارتفاع عندما ينخفض الدولار الأمريكي، نظراً لأن الدولار الأمريكي هو العملة الاحتياطية البارزة، إذ إن البنوك المركزية تحتفظ بالذهب لأنه يسهم بشكل إيجابي في قوة واستقرار احتياطيات إعادة تقييم البنوك المركزية، ولا سيما في المواقف المتطرفة إذ من المرجح أن تكون الميزانيات العمومية للبنوك المركزية تحت الضغط الأكبر .

المحور الأول: استثمار الاحتياطيات الأجنبية الفائضة

أولاً. لمحة عن الاحتياطيات الأجنبية والغرض منها

تعرف الطبعة السادسة من دليل ميزان المدفوعات الصادرة عن صندوق النقد الدولي الاحتياطيات الأجنبية للدولة بأنها (الأصول الخارجية المتاحة تحت تصرف السلطات النقدية والخاضعة لسيطرتها لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات أو التدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف العملة، أو غير ذلك من الأعراض ذات الصلة)(IMF,2013:10)، كما تعرف الاحتياطيات الأجنبية من حيث عناصرها بأنها (الأصول الخارجية، والعملات الأجنبية، وسندات بالعملة الأجنبية، والذهب تحت سيطرة البنك المركزي) (الخياط وآخرون، ٢٠١٨: ١١).

أخذت البنوك المركزية بتجميع الاحتياطيات لأغراض متنوعة، واعتماداً على الدولة، فهي تسعى لتحقيق استقرار الأسعار والاستقرار المالي، والقدرة التنافسية للتصدير (Arslan & Cantu: 2019: 6)، إذ تعزى السياسة النشيطة المتمثلة باكتناز مخزون كبير من الاحتياطيات الدولية إلى مجموعة من الدوافع منها رئيسة وأخرى مرتبطة بأهداف تسعى السلطات النقدية إلى تحقيقها وهي تتلخص بالنقاط الآتية:

(www.bankofengland.co.uk)

١. يحتفظ بالاحتياطات لغرض دعم العملة المحلية، وهذا استخدام تقليدي جداً للاحتياطات وبخاصة احتياطات الذهب، وفكرة استخدام الذهب على وجهه التحديد لدعم الثقة في العملة المحلية بالنسبة لمعظم البلدان.
٢. تستخدم الاحتياطات أداة لسعر الصرف أو السياسة النقدية، وهذا الغرض يستخدم من قبل البلدان التي تنتهج سعر صرف ثابت، والتي تهدف إلى التأثير في السوق من أجل الحفاظ على سعر صرف ثابت، وحتى بعض البلدان ذات العملات المعمومة فإنها تحتفظ بالاحتياطات التي قد ترغب في التدخل لإدارة التعويم والتأثير على معدل تداول عملتها.
٣. الغرض الثالث للاحتياطات هو توفير الأموال لخدمة المطلوبات بالعملات الأجنبية والتزامات الديون وهذا ليس مناسباً للعديد من البلدان بسبب أن أسواق العملات الأجنبية غير مواتية في وقت الحاجة إليها وعليه تنطوي هذه الاستراتيجية على مخاطر جسيمة وهذا قد يقلل ثقة وكالات التصنيف بالدولة المصدرة، بدلاً من ذلك الكثير من البلدان تستخدم بعض احتياطاتها لتوفير صندوق لخدمة جزء من ديونها التي تستحق في المستقبل القريب.
٤. تحتفظ العديد من البلدان بالاحتياطات كمصدر للأموال لدفع النفقات الحكومية في الخارج.
٥. تستخدم الاحتياطات دفاعاً ضد حالات الطوارئ والكوارث من خلال صندوق لتمويل الانتعاش وإعادة البناء وهذا مناسب أكثر للبلدان الصغيرة لتوفير التأمين الذاتي.
٦. أخيراً يمكن الاحتفاظ بالاحتياطات كصندوق استثماري الغرض منه في المقام الأول تحقيق مكاسب مالية، إذ إن سبب الاحتفاظ بالاحتياطات بالنسبة لأي بلد يقوم على أنها سوف تؤدي دوراً مهماً في التخطيط لإدارة هذه الاحتياطات والطريقة التي يسعى لاستثمارها.

ثانياً. استثمار الاحتياطيات الأجنبية

تطورت فنون إدارة الاحتياطيات الأجنبية في البنوك المركزية بشكل كبير في العقود الأخيرة، تاريخياً، كان الجزء الأكبر من أصول البنوك المركزية محتفظة بها نقداً وودائع مصرفية وسندات حكومية قصيرة الأجل، على الجانب الاستثماري كان التركيز أكبر على السيولة بدلاً من العائد، لأنها لم تستثمر أصولها في سندات الشركات والأوراق المالية المدعومة بالأصول، وديون الأسواق الناشئة، والجدير بالذكر أن الاحتياطيات الأجنبية التي تديرها البنوك المركزية قد نمت إلى مستويات غير مسبوقة، وبذلك فهي تشكل أحد أكبر قطاعات المستثمرين المؤسسيين ويمكن لقراراتهم الاستثمارية أن تحرك الأسواق (Castilli & Grelach,2019:2).

يشير العديد من الدراسات إلى أن المستويات الفائضة للاحتياطيات الأجنبية دفعت العديد من البنوك المركزية إلى زيادة التركيز على تحقيق عوائد إضافية عن طريق تنوع الأصول والعملات في محافظهم وهذا يعكس العلاقة بين استخدام الاحتياطيات ضمن ثلاثية الأهداف التي يسعى البنك المركزي إلى تحقيقها (الأمان والسيولة والعائد)، في عملية بناء المحفظة الاحتياطية غالباً ما يتم شطرها إلى محافظ فرعية منها (Fenderand et al: 2019):

١. شريحة السيولة (رأس المال العامل): وهي شريحة مخصصة حصرياً للأصول التي تقي بمتطلبات مقدار معين من السيولة، مما يحد من مدى استثمار احتياطيات العملات الأجنبية في الأصول التي تعتبر (أقل سيولة) ثم تحديد متطلبات الأمان ومن ثم العائد، والتي تنعكس في أهداف وإرشادات الاستثمار في السوق ومخاطر الائتمان، وهذا يحد من مدى استثمار احتياطيات العملات الأجنبية في الأصول التي تعتبر أقل أمناً.

٢. شريحة الاستثمار: في هذه الشريحة يخصص الاحتياطي الفائض غير الضروري للسيولة أو لأغراض رأس المال العامل بحرية أكبر كجزء من شريحة الاستثمار وهنا يحدد البنك المركزي أولاً متطلبات السيولة ولكن بعد ذلك يستثمر بأمان وهذا سوف يساهم في تحسين العائد.

ويرى (Nugee, 2011: 7) أن الاحتياطات الأجنبية عندما تكون كبيرة نسبياً سواء من حيث القيمة المطلقة أم مقارنة ببقية الموارد الحكومية فإن عوائدها وبالرغم من أنها ليست السبب الرئيس للاحتفاظ بها وهي ليست بغير المهمة، لكن من حق البنوك المركزية تعظيم العائد، ففي السابق كان ينظر إلى العائد على أنه مناسب للقطاع الخاص فقط، ولكن مع مرور الوقت تبين أن السعي وراء العائد هو هدف مهم وحيوي في إدارة الاحتياطات الأجنبية نظراً للأموال المعرضة للخطر التي يجب على الجهات المسؤولة أن تستثمر الوقت والجهد في عملية إدارة الاحتياطات لضمان عدم هدر الدخل المحتمل أو ضياعه.

ومهما كانت الأسباب النهائية للاحتفاظ بالاحتياطات فهناك اتفاق على ثلاثية الأهداف الكلاسيكية (الأمان والسيولة والعائد) وهناك اتفاق أيضاً على أن العائد هو في معظم الحالات هو أهم الثلاثة. وإجمالاً فإن الهدف من وراء إدارة الاحتياطات الأجنبية يكمن بتعظيم العائد مع مراعاة الحفاظ على أمان كافٍ للأصول وسيولة كافية لتلبية طلبات الاحتياطي.

المحور الثاني: المحفظة الاحتياطية الرسمية للبنك المركزي العراقي أولاً. المحفظة الفعلية للاحتياطات الرسمية للبنك المركزي العراقي.

تعد إدارة الاحتياطات الرسمية من مسؤولية البنك المركزي العراقي، وهي من وظائفه المهمة كونه المسؤول عن صياغة السياسات وتنفيذها، والالتزام بالمبادئ التوجيهية التي تم الاتفاق عليها مع صندوق النقد الدولي، من إدارة هذه الاحتياطات بما يعكس الاستقرار الاقتصادي من خلال تحقيق الاستقرار النقدي والمالي (ثويني وآخرون، ٢٠٢١: ٥٩)، والجدول (١) يوضح أهم المكونات الرئيسة للمحفظة الاحتياطية الفعلية وإجمالي الاحتياطات خلال مدة الدراسة.

جدول (١) مكونات المحفظة التقديرية للاحتياطيات الرسمية لبنك المركزي العراقي للمدة (٢٠٢١ - ٢٠٢٢)
(بليون دولار أمريكي)

التفصيل	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	النقد في خزائن البنك	1,310	1,321	1,981	4,584	5,303	1,877	2,052	1,549	2,075	983	3,371
النقد في خزائن البنك الأجنبية	17,438	18,625	20,726	26,822	18,848	16,196	16,965	17,175	18,200	21,565	22,599	24,355
استثمارات محفظتها بما في ذلك الاحتياطي	30,610	39,653	43,545	43,819	38,799	32,668	22,895	26,903	40,543	38,417	22,027	30,422
مجموع النقد الاجنبي	49,358	59,599	66,252	75,225	62,910	50,741	41,912	45,627	60,818	60,965	47,997	56,652
النسبة من إجمالي الاحتياطي %	٤٣	٤٤	٤٣	٤٤	٤١	٤٠	٤٤	٤٥	٤١	٤٠	٤٦	٤٨
الذهب في خزائن البنك	194	218	230	166	166	147	161	180	178	211	262	252
الذهب في الخارج	72	81	1,365	1,466	3,299	2,922	3,188	3,566	3,751	4,505	5,594	5,384
مجموع الذهب	266	298	1,595	1,632	3,465	3,069	3,349	3,746	3,928	4,716	5,855	5,636
النسبة من إجمالي الاحتياطي %	١	٠	٢	٢	٥	٥	٧	٧	٦	٧	١٠	٩
القيمة	3,604	3,557	3,383	3,551	2,448	2,645	1,841	1,952	1,911	1,900	1,979	1,923
النسبة من إجمالي الاحتياطي	٧	٦	٥	٤	٤	٥	٤	٤	٣	٣	٤	٣
القيمة	53,228	63,454	71,230	80,408	68,823	56,455	47,102	51,325	66,657	67,581	55,831	64,211
النسبة %	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠
سعر صرف الدينار العراقي مقابل الدولار	1,170	1,170	1,166	1,166	1,166	1,182	1,182	1,184	1,182	1,182	1,450	1,450

المصدر: من إعداد البعثة بالاعتماد على:

-البنك المركزي العراقي، القوائم المالية (٢٠٢٢-٢٠٢٠).

-البنك المركزي العراقي، دائرة الإحصاء والإبحاث، التقرير الاقتصادي السنوي (٢٠٢١-٢٠٢٠).

واستناداً إلى البيانات المعلنة في القوائم المالية للبنك المركزي العراقي للمدة (٢٠١٠-٢٠٢١)، فقد تم حساب المكونات الرئيسية للمحفظة الاحتياطية الفعلية، وأوضحت النتائج أن الاحتياطيات الرسمية تراوحت بين (٤٧,١٠٢) مليون دولار أمريكي خلال عام ٢٠١٦، وهي أدنى قيمة سجلها رصيد الاحتياطيات خلال مدة الدراسة، أما أعلى قيمة سجلت فكانت عام ٢٠١٣ إذ بلغت (٨٠,٤٠٨) مليون دولار أمريكي، يتضح جلياً من الجدول المذكور آنفاً، التفاوت في قيمة الاحتياطيات الرسمية خلال مدة الدراسة، ويعزى السبب في ذلك إلى أن العراق من البلدان المنتجة للنفط ويمكن أن يؤثر الانخفاض الحاد في سعر النفط بشكل كبير على قيمة الاحتياطيات، فضلاً عن الظروف الاقتصادية والسياسية التي مرّ بها البلد خلال الفترة ذاتها. وفيما يلي أهم المكونات الرئيسية للمحفظة الفعلية للبنك المركزي العراقي:

١. النقد الأجنبي

سجلت محفظة الاستثمار بالنقد الأجنبي نمواً في الأعوام ٢٠١٠ إلى ٢٠١٣ على التوالي بقيمته (49,358) مليون دولار أمريكي ما نسبته ٩٣% من إجمالي محفظة الاحتياطيات الأجنبية لتصل إلى (75,225) مليون دولار أمريكي بنسبة ٩٤%، كذلك شهدت محفظة الاستثمار بالنقد الأجنبي تذبذباً خلال المدة المتبقية من ٢٠١٤ إلى ٢٠٢١ بسبب الأوضاع التي مرّ بها العراق من حرب داعش ٢٠١٤ وما خلفه وباء كوفيد ١٩، بحيث سجلت محفظة الاستثمار بالنقد الأجنبي أقل مستوى لها عام ٢٠٢٠ لتصل إلى (47,997) مليون دولار بنسبة ٨٦% من إجمالي محفظة الاحتياطيات الأجنبية، لتعاود الارتفاع مجدداً عام ٢٠٢١ بقيمة (56,652) مليون دولار أمريكي أي بنسبة ٢% مقارنة بعام ٢٠٢٠.

٢. احتياطي الذهب

يبدو أن سياسة البنك المركزي العراقي كانت تتمثل بعدم رغبته امتلاك الذهب في محفظة الاحتياطيات الرسمية في السنوات السابقة، فقد كان رصيده من الذهب حتى عام ٢٠٠٤ صفراً، وبدأ بشراء الذهب نهاية عام ٢٠٠٤ بكمية مقتناه (٥.٩) طن، واستمرت هذه الكمية لغاية نهاية عام ٢٠١٢، ثم زادت كمية الذهب إلى (٢٩.٨) طن، بحسب ما جاء بتقرير مجلس الذهب العالمي، وقد ارتفعت كمية الذهب نهاية عام ٢٠١٣ إلى (٤٢.٢) طن، كذلك زاد البنك المركزي مشترياته من الذهب نهاية عام ٢٠١٤ إلى (٨٩.٨) طن، وحافظ البنك المركزي على هذا المستوى من الذهب حتى منتصف عام ٢٠١٨، فقد زادت الكمية إلى (٩٦.٣) طن، وسجلت كمية الذهب ارتفاعاً طفيفاً عام ٢٠٢١ فقد سجلت كمية (٩٦.٤) طن من الذهب (www.gold.org).

ويتضح من خلال الجدول (١) أن محفظة الاستثمار بالذهب شهدت نمواً إيجابياً بقيمة (٢٦٦) مليون دولار أمريكي عام ٢٠١٠ بنسبة أقل من ١% من إجمالي محفظة الاحتياطيات الأجنبية إلى (٥,٦٣٦) مليون دولار أمريكي عام ٢٠٢١ أي بنسبة أكثر من ٨% مقارنة بعام ٢٠١٠، ويعزى السبب إلى ارتفاع كمية الذهب المقتناة من قبل البنك المركزي وارتفاع القيمة التعادلية للذهب خلال المدة المذكورة آنفاً.

٣. حقوق السحب الخاصة (SDR)

استحدثت وحدة حقوق السحب الخاصة (SDR) عام ١٩٦٩، التي يقوم بإصدارها صندوق النقد الدولي، وهي بمثابة احتياطي دولي مكمل، يجوز للحكومات استبدالها بالنقد وفقاً لسلة من مجموعة من العملات الدولية ويشكل الدولار النسبة الأكبر منها، إذ إنها ليست عملة ولا استحقاقاً على صندوق النقد الدولي ولا تحويلاً للثروة، ولكنها استحقاق محتمل من عملات البلدان الأعضاء التي يمكن استخدامها على شكل سيولة ومن دون قيد، وتجدر الإشارة إلى أن وحدة حقوق السحب الخاصة (SDR) هي وحدة حسابية والهدف الأساسي منها مساعدة الحكومات للتعامل مع تقلبات أسعار الصرف (www.annd.org).

ويبين الجدول (١) أن حصة العراق من وحدة حقوق السحب الخاصة بلغت (٣,٦٠٤) مليون دولار أمريكي عام ٢٠١٠ بنسبة ٧% من إجمالي محفظة الاحتياطيات وهي أعلى نسبة سجلتها المحفظة خلال مدة الدراسة، وقد شهدت تراجعاً واضحاً في السنوات اللاحقة حتى وصلت إلى أدنى مستوى لها عام ٢٠١٦ بقيمة (١,٨٤١) مليون دولار أمريكي وبنسبة انخفاض (٠.٠٤%).

كذلك سجلت المحفظة تذبذباً ما بين (١,٩٥٢) مليون دولار أمريكي عام ٢٠١٧ و (١,٩٢٣) مليون دولار أمريكي عام ٢٠٢١ وبنسب تراوحت من (٠.٠٤%) و(٠.٠٣%) ويعزى السبب إلى قيام البنك المركزي العراقي بزيادة استثماراته الأجنبية في الخارج والتوسع بالاستثمار بالسندات وأذونات الخزينة والودائع، فضلاً عن النمو الإيجابي الذي شهدته محفظة الاستثمار بالذهب.

ثانياً. المتحصلات النقدية للمحفظة الاحتياطية الرسمية للبنك المركزي العراقي

يبين الجدول (٢) المتحصلات النقدية للمحفظة الاحتياطية الرسمية الفعلية، ومدى مساهمتها في تحقيق أهداف البنك المركزي، أظهرت نتائج الجدول (٢) أن رصيد المتحصلات النقدية سجل انخفاضاً في الأعوام (٢٠١٠، ٢٠١١، ٢٠١٤، ٢٠١٥، ٢٠١٦، ٢٠٢١)، وبمبالغ (1,647.4 -431.7، -2,306.2، -1,205.7، -902.3، -283.0) مليون دولار على التوالي، ويعزى هذا الانخفاض إلى التغيير الحاصل في أسعار الذهب في سوق لندن، ويتضمن الاحتياطي الأجنبي للبنك المركزي العراقي سلة من العملات الأجنبية والودائع والسندات المالية لدى البنوك الأجنبية وقد أدى انخفاض أسعار صرف العملات الأجنبية مقابل سعر صرف الدولار إلى انخفاض الإيرادات، إذ بلغت نسبة مساهمة الدولار الأمريكي (٦١%) من مجموع الاحتياطيات الأجنبية، ويليه اليورو بنسبة (٢٦.٦%)، والباون الاسترليني (١٢%) والدولار الاسترالي (٠.٤%) من مجموع الاحتياطيات (CBI, 2015: 35).

عمل البنك المركزي على تنويع محافظته الاستثمارية في عام ٢٠١٦ التي تضمنت سلة من العملات الأجنبية والودائع والسندات المالية في البنوك الأجنبية فضلاً عن الذهب وشراء سندات بنك انكلترا (Gilts) بعملة الباوند الاسترليني، كما عقد البنك المركزي اتفاقية مع البنك الإسلامي للتنمية لغرض الاستثمار في الصكوك الإسلامية للحصول على عائد أعلى من السندات والودائع (CBI, 2017:22).

الجدول (٢) المتحصلات النقدية للمحفظة الاحتياطية الرسمية الفعلية للبنك المركزي العراقي للمدة (٢٠١٠-٢٠٢١) (مليون دولار أمريكي)

السنة	ايراد فوائد السندات		ايراد فوائد / حسابات		ايراد اعادة تقييم الذهب		ايراد تحويل العملات		إجمالي الايرادات	
	النسبة %	القيمة	النسبة %	القيمة	النسبة %	القيمة	النسبة %	القيمة	النسبة %	القيمة
2010	-11.63	191.5	-2.10	34.6	-3.51	57.8	117.24	-1,931.4	100	-1,647.4
2011	-49.25	212.6	-15.9	68.6	-7.36	31.8	172.49	-744.6	100	-431.7
2012	39.37	268.4	6.96	47.4	12.33	84.0	41.35	281.9	100	681.8
2013	23.52	187.6	5.71	45.5	-57.30	-456.8	128.06	1,021.1	100	797.3
2014	-5.36	123.6	-1.86	42.8	7.44	-171.6	99.77	-2,301.0	100	-2,306.2
2015	-12.08	145.7	-3.08	37.1	28.94	-348.9	86.22	-1,039.6	100	-1,205.7
2016	-15.10	136.2	-7.77	70.1	-31.01	279.8	153.88	-1,388.5	100	-902.3
2017	8.69	203.7	6.01	140.8	17.17	402.6	68.13	1,597.2	100	2,344.4
2018	149.72	527.3	80.20	282.5	9.42	33.2	-139.34	-490.7	100	352.2
2019	45.06	830.6	19.93	367.3	40.54	747.3	-5.53	-101.9	100	1,843.4
2020	3.86	413.3	1.42	151.5	18.79	2,011.3	75.93	8,128.3	100	10,704.5
2021	-98.14	277.8	-11.98	33.9	77.67	-219.8	132.45	-374.9	100	-283.0
المجموع	35.36	3,518	13.29	1,322	24.64	2,451	26.70	2,656	100	9,947

المصدر:

- البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث والتقارير المالية للمدة (٢٠١٠-٢٠٢١).
- النسب المالية تجميع واحتساب الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للبنك المركزي العراقي للمدة (٢٠١٠-٢٠٢١).

يلاحظ من الجدول (٢) انخفاض رصيد المتحصلات النقدية لجميع الأدوات المالية للمحفظة في عام ٢٠١٦، ويظهر تأثيرها إيجابياً في عام ٢٠١٧ إذ سجلت المحفظة نمواً إيجابياً خلال العام ليبلغ (٢,٣٤٤) مليون دولار أمريكي مقارنة بالعام السابق، كما شهد رصيد المتحصلات النقدية انخفاضاً عام ٢٠١٨ ليبلغ (٣٢٥.٢) مليون دولار أمريكي، بينما حققت نمواً إيجابياً عام ٢٠١٩ و ٢٠٢٠ بواقع (١,٨٤٣.٤، ١٠,٧٠٤.٥) مليون دولار أمريكي على التوالي، ويعود هذا الارتفاع بالدرجة الأساس إلى ارتفاع رصيد الذهب وزيادة الاستثمارات الأجنبية الخارجية، كما شهد رصيد المتحصلات النقدية انخفاضاً عام ٢٠٢١ ليبلغ (-٢٨٣) مليون دولار أمريكي.

يلاحظ من خلال الجدول (٢) أن إجمالي المتحصلات النقدية خلال مدة الدراسة سجلت مبلغاً إجماليًا (٩,٩٤٧) مليون دولار أمريكي، إذ كان إجمالي رصيد إيرادات فوائض السندات خلال مدة الدراسة (٣,٥١٨) مليون دولار أمريكي وبنسبة (35.36%)، وإجمالي إيرادات فوائض الحسابات (١,٣٢٢) مليون دولار أمريكي وبنسبة (13.29%)، وإجمالي إيرادات إعادة تقييم الذهب (٢,٤٥١) مليون دولار أمريكي وبنسبة (24.64%)، وإجمالي إيرادات تحويل العملات (٢,٦٥٦) مليون دولار أمريكي وبنسبة (26.70%) من إجمالي رصيد المتحصلات النقدية خلال مدة الدراسة.

المحور الثالث: تحديد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالاحتياطات الرسمية في العراق أولاً: عملية التخصيص الاستراتيجي للأصول (شرائح الاحتياطي الدولي في العراق) يتجسد التوزيع الاستراتيجي للأصول عادة في صورة محفظة معيارية تمثل أفضل محفظة أو المحفظة المثلى في ضوء أهداف إدارة الاحتياطات وقيود المخاطر، وحتى يمكن الاسترشاد بها في عمليات الاستثمار، وتقوم بعض هيئات إدارة الاحتياطات بتقسيم محفظة الاحتياطي إلى شرائح بحسب أهداف السيولة والاستثمار ومتطلبات السياسة العامة، ويحدد الحجم النسبي لكل شريحة كجزء من عملية تقييم مدى كفاية الاحتياطات وتحديد المستوى الأمثل للاحتياطات، ويكون لكل شريحة قاعدة معيارية مستقلة تعكس الأهداف المختلفة، وتستخدم الشرائح في بعض البلدان لتحسين ميزانية

الاحتياطيات من مخاطر السوق والنقد الأجنبي، وذلك بوضع خصائص لمحفظة أصول معينة تضاهي مجموعة من الخصوم الأجنبية المقابلة (٢٦: IMF,2001).
أهم ما يميز هذه الشريحة أنها تستثمر أدواتها في الأوراق المالية والودائع القابلة للتداول وفي إيداعات مصرفية، ويمكن نقل أموال هذه المحفظة إلى محفظة الاستثمار ذات الأجل القصير عند الحاجة، وبما أنها تتضمن أدوات مالية قصيرة الأجل فالعائد يكون منخفضاً، والقضية الرئيسية في إدارة هذه المحفظة هو حجمها وليس تركيب الأصول لديها (ثوين وآخرون، ٢٠٢١: ٦٠).

تعتبر شريحة السيولة عن الحد الأدنى المطلوب لحجم الاحتياطي الأمثل التي يجب الاحتفاظ به في أصول يمكن تسيلها بسرعة ومنخفضة المخاطرة، تستخدم هذه الشريحة لتمويل العجز المستمر في الحساب الجاري وتسديد الديون واستردادها والتدخل في سوق الصرف الأجنبي وعلى هذا النحو يميل إلى الاحتفاظ بها في نفس الأصول السائلة نسبياً المقومة بالعملات نفسها التي يتم التدخل مقابلها (Arslanalp et al, 2022:9)، وتستخدم أيضاً لتلبية احتياجات السيولة قصيرة الأجل للسياسة النقدية، ودفع الالتزامات الدولية قصيرة الأجل مع التركيز على الأمان والسيولة (Bank (Indonesia,2019:147).

ولتقديم استراتيجية بديلة لاستثمار الاحتياطيات الرسمية للبنك المركزي العراقي، ينبغي أولاً تحديد المستوى الأمثل لكفاية احتياطيات النقد الأجنبي الذي يعكس بدوره طائفة محددة من الأهداف القومية، منها السيطرة على مخاطر السيولة والسوق والائتمان بأسلوب حكيم وتوليد عائدات معقولة على المدى المتوسط إلى الطويل على الأموال المستثمرة، ومن ثم يجب أن يكون لدى مدير الاحتياطيات تقدير لما يعتبر مستوى ملائماً لها، وذلك لضمان توفيرها كجزء من عملية وضع أولويات ملائمة للاستثمار (<https://www.imf.org/external/f>).

إن مستوى الاحتياطيات تحكمه عدة اعتبارات تختلف من دولة إلى أخرى، ولا يوجد حجم أو مستوى أمثل عام أو مقياس كمي مطلق يصلح للدول كافة، فالحجم المناسب والأمن من الاحتياجات التي يجب البحث عنها وتحديدها كميّاً في ضوء واقع

كل دولة وما يحيط بها من ظروف ومشاكل (بلقاسم، ٢٠٠٩: ١٣)، وسوف يتم استخدام مؤشر صندوق النقد الدولي على اعتبار أنه استخدم من قبل العديد من الدول، وهو مؤشر حديث صادر عن صندوق النقد الدولي لعام (٢٠١١) واعتبر معياراً دولياً لقياس الحجم الأمثل للاحتياطي الأجنبي، وهو مقياس مركب يتضمن عدة عناصر وكما يأتي (داغر وآخرون، ٢٠١٩: ٣٠١):

◆ الصادرات EX: تعكس حالة انخفاض الطلب الخارجي أو حدوث صدمات للتبادل التجاري (البلدان الربعية خاصة).

◆ الديون الخارجية قصيرة الأجل (الاستحقاق ١٢ شهراً).

◆ عرض النقد بالمفهوم الواسع M2 .

◆ المطلوبات الأخرى.

وقد اقترحت الأوزان التالية لكل من العناصر أعلاه وبحسب نظام سعر الصرف المتبع (Mwase , 2012 : 14-15)

سعر الصرف الثابت: ١٠% من الصادرات + ١٠% من عرض النقد $M_2 + 30\%$ من الدين قصير الأجل + ١٥% من المطلوبات المحفوظة المالية الأخرى.

سعر الصرف المعووم: ٥% من الصادرات + ٥% من عرض النقد $M_2 + 30\%$ من الدين قصير الأجل + ١٠% من المطلوبات المحفوظة المالية الأخرى.

ويتضح جلياً من خلال الجدول (٣) أن العراق يمتلك احتياطات تفوق الحجم الأمثل لكفاية الاحتياطات لجميع سنوات الدراسة طبقاً للمعيار المذكور، وعليه يعتبر العراق من الدول عالية الاحتياطي. والجدول (٣) يوضح المستوى الأمثل للاحتياطات الأجنبية للبنك المركزي العراقي للمدة (٢٠١٠-٢٠٢١).

الجدول (٣) تقدير المستوى الامثل للاحتياطيات الرسمية للبنك المركزي العراقي للمدة (٢٠١٠-٢٠٢١)

(٢٠٢١) (مليون دولار أمريكي)

السنة	الصادرات فوب		عرض النقد بالمفهوم الواسع M2		تدفقات الاستثمارات الاجنبية في الحافظة المالية		الدين الخارجي قصير الاجل		الاجمالي من كفاية الاحتياطيات الاجنبية		الاجمالي الاحتياطيات الاجنبية		الاجمالي الاحتياطيات الى الاحتياجات منها	
	القيمة	%١٠	القيمة	10%	القيمة	% ١٥	القيمة	30 %	القيمة	%	القيمة	القيمة	%	القيمة
2010	51,764	5,176	51,612	5,161	18,384	2,758	0	0	13,095	23	56,566	43,471	77	
2011	79,681	7,968	61,691	6,169	26,190	3,928	0	0	18,066	27	66,712	48,646	73	
2012	94,209	9,421	66,199	6,620	44,502	6,675	0	0	22,716	31	73,017	50,301	69	
2013	87,768	8,777	76,768	7,677	19,692	2,954	0	0	19,407	24	82,327	62,920	76	
2014	83,981	8,398	79,750	7,975	2,199	330	0	0	16,703	25	67,895	51,192	75	
2015	43,442	4,344	71,512	7,151	2,597	390	0	0	11,885	21	56,083	44,198	79	
2016	40,759	4,076	76,536	7,654	5,238	786	0	0	12,515	27	45,679	32,164	73	
2017	57,559	5,756	78,427	7,843	5,172	776	0	0	14,374	29	49,615	35,241	71	
2018	86,360	8,636	80,703	8,070	5,115	767	0	0	17,474	27	64,641	47,167	73	
2019	81,585	8,159	87,514	8,751	1,285	193	0	0	17,103	26	64,815	47,712	74	
2020	46,829	4,683	82,694	8,269	9,350	1,403	0	0	14,355	28	51,956	37,601	72	
2021	73,084	7,308	96,473	9,647	7,796	1,169	0	0	18,125	30	60,499	42,374	70	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على:

- البنك المركزي العراقي ، دائرة الإحصاء والأبحاث، التقرير الاقتصادي السنوي للمدة (٢٠١٠-٢٠٢١)

وهو متاح: (<https://cbi.iq/static/uploads/up/file-152317788756444.pdf>)

- البنك المركزي العراقي، تقرير السياسة النقدية للمدة (٢٠١٠-٢٠٢١) وهو متاح

(<https://cbi.iq/static/uploads/up/file-162997119969772.pdf>)

عند تتبع تطور الحجم الأمثل لكفاية الاحتياطيات في الجدول (٣) يتضح أن

الاحتياطيات الرسمية تتراوح ما بين (١١,٨٨٥) مليون دولار أمريكي سنة ٢٠١٥

وبنسبة (٢١%) من إجمالي الاحتياطيات البالغة (٥٦,٤٥٥) مليون دولار أمريكي ، وهي

أقل قيمة للحجم الامثل للاحتياطيات، وأعلى قيمة كانت عام ٢٠١٢ بلغت (٢٢,٧١٦)

مليون دولار أمريكي ونسبة (٣١%) من إجمالي الاحتياطات والبالغة (٧١,٢٣٠) مليون دولار أمريكي، واستناداً لهذا المقياس يعد العراق من الدول التي تتباعد في حجم الاحتياطات الرسمية، فإن حجمها تجاوز الحجم الأمثل، والبنك المركزي العراقي يحتفظ باحتياطات رسمية تفوق من ٣٠٠% إلى ٤٠٠% من الاحتياج للاحتياطات الرسمية.

المحور الرابع: سيناريو الاستثمار بمحفظة الذهب أولاً. بناء محفظة الذهب

يشير الذهب إلى مستوى الأمان على اعتبار أنه الملاذ الآمن لكثير من المستثمرين في ظل ظروف السوق المتقلبة، أي أنه لا يفقد قيمته في حالة انهيار السوق، وهو موازٍ للتحوط الذي يتم تعريفه على أنه ورقة مالية لا تتحرك مع الأسهم والسندات في المتوسط، ومن الناحية الفنية فإن الأصل الذي يعمل كملاذ آمن لأصل واحد أو مجموعة من الأصول وهو الذي لا يتشارك مع الأصل الآخر في أوقات الشدة، أي بمعنى آخر هو مرتبط سلباً بأصل آخر إذا كان الثاني يظهر خسائر كبيرة (Baur & Lucey, 2006: 2).

ويعتبر الذهب أصلاً سائلاً وذا عائد عالٍ نسبياً وأقل تقلباً، وعلى هذا الأساس نقوم ببناء محفظة من الذهب بالدرجة الأولى من خلال استخدام الفائض من الاحتياطات بعد استبعاد الحجم الأمثل للاحتياطات والذي تم حسابه سابقاً، تتطابق خصائص هذه المحفظة مع ثلاثية الأهداف للبنك المركزي العراقي وهي الأمان والسيولة بالإضافة إلى تحقيق عوائد تفوق عوائد المحفظة التقليدية، هذا ما يوضحه الجدول (٤) إذ يبين المحفظة الاحتياطية الرسمية للبنك المركزي العراقي في ظل السيناريو الاستثمار بالذهب، بعد ذلك نقوم بحساب كمية الذهب المشتراة ونستعرض أولاً كيفية حساب كمية الذهب المقترحة وكما يلي:

١. تحديد مستوى الاحتياطات الرسمية الفائضة وهي الباقي من إجمالي الاحتياطات بعد طرح المستوى الأمثل لحجم الاحتياطات في الجدول (٣)، إذ يتم أخذ الفائض ويستثمر جميعه ذهباً.

٢. اعتماداً على سعر أونصة الذهب بداية المدة في الأول من كانون الثاني، على فرض أن البنك المركزي يشتري بداية المدة من كل سنة، واعتمدنا في حسابه على مجلس الذهب العالمي والمتاح على (www.gold.org). ويحدد سعر شراء الطن الواحد وتم استخراجها من خلال المعادلة التالية:

سعر شراء الطن الواحد يساوي عدد الأونصات في الطن الواحد مضروباً في سعر الأونصة

مع العلم أن الطن الواحد يساوي (٣٢,١٥١) أونصة وتم الاعتماد في حسابه على برنامج تحويل الوحدات (Unit Converter) (<https://play.google.com/store/apps/details>).

3. تحديد كمية الذهب المشتراة ثم استخراجها من خلال المعادلة التالية :

كمية الذهب تساوي الفائض بالاحتياطيات مقسوماً على سعر شراء الطن الواحد.

٤. اعتماداً على سعر بيع الأونصة نهاية المدة ، على فرض أن البنك المركزي يعيد تقييم الذهب نهاية المدة أي في ٣١ كانون الأول من كل سنة وهو يعبر عن سعر الاغلاق للذهب ، وتم الاعتماد على أسعار الأونصة المنشورة في موقع الذهب العالمي (www.gold.org). ثم تحديد سعر الطن وتم استخراجها من خلال المعادلة التالية:

سعر بيع الطن يساوي سعر بيع الأونصة مضروباً في عدد الأونصات في الطن الواحد. وبالتالي تحديد قيمة الذهب المباعة، إذ تم استخراجها من خلال المعادلة التالية:
قيمة الذهب المباع تساوي كمية الذهب المشتراة مضروباً في سعر بيع الطن.

٥. حساب (إعادة تقييم الذهب) من خلال المعادلة التالية:

إعادة تقييم الذهب يساوي قيمة الذهب المباعة مطروحاً منه الفائض المستخدم في شراء الذهب .

٦. تم إضافة الفرق بين العائد الفعلي والمقترح على إجمالي الفائض من كل سنة على فرض إنها عوائد رأسمالية يعاد استثمارها مرة أخرى ضمن إجمالي الذهب في المحفظة الفعلية.

٧. توزيع الحجم الأمثل من الاحتياطات ما بين سندات وعمليات ووحدات حقوق السحب الخاصة والذهب بحسب النسب التي يعتمدها البنك المركزي العراقي في توزيع الاحتياطات الرسمية كما في جدول (١) وذلك لتحقيق سياسته في تحقيق السيولة المطلوبة.

ثانياً. هيكلية المحفظة الاحتياطية الرسمية في ظل سيناريو الاستثمار بالذهب

يوضح الجدول (٤) هيكلية المحفظة الاحتياطية المقترحة، على فرض أن البنك المركزي العراقي زاد حيازته من الذهب فإن كلاً من السندات ووحدة حقوق السحب الخاصة والعمليات سوف تنخفض وبحسب النسبة المبينة في الجدول ، كما عكس الجدول (٥) قيم التغيير ونسبه بين المحفظتين الفعلية والمقترحة.

وكما هو واضح من نتائج الجدول (٤)، فإن أعلى قيمة شهدتها محفظة الاستثمار بالذهب كانت عام ٢٠١١ إذ بلغت (٥٥,٨٥١) مليون دولار، وبنسبة ارتفاع ٧٥.٥% مقابل الأدوات المالية الأخرى، وهذا الارتفاع انعكس إيجابياً على إجمالي الاحتياطيات الرسمية للبنك المركزي العراقي للعام ذاته، ليلغ (١٠,٣٧٨) مليون دولار أمريكي عما كانت عليه في عام ٢٠١٠ وبنسبة ارتفاع ١٦%.

وشهدت محفظة الاستثمار بالذهب المقترحة أعلى خسارة لها عام ٢٠١٤ إذ سجلت (٣٤,٩٨٠) مليون دولار أمريكي وبنسبة ٦٨.٨% من إجمالي المحفظة مقابل الأدوات المالية الأخرى بحيث انخفضت الاحتياطيات الرسمية خلال هذا العام بمقدار (١٧,٩٨١-) مليون دولار أمريكي، بسبب انخفاض أسعار الذهب عالمياً فقد سجل سعر الذهب على أساس السعر في سوق لندن (١,١٩٩.٢٥) دولاراً أمريكياً للأونصة مقارنة ب(١,٢٠١.٥) للعام الماضي (البنك المركزي ، ٢٠١٤: ٩)، هذا ما أدى إلى انخفاض الاحتياطيات الرسمية من (٦٣,٨٢٣) مليون دولار أمريكي إلى (٥٠,٨٤٢) مليون دولار أمريكي، كما يجب الإشارة إلى أن إجمالي الاحتياطيات في عام ٢٠١٠ هي نفسها لم يطرأ عليها تغيير، على اعتبار إن أثر التغيير يكون على السنة التالية أي عام ٢٠١١.

الجدول (٤) محفظة الاحتياطيات الرسمية البديلة للبنك المركزي العراقي للمدة (٢٠١٠ - ٢٠٢١)

(مليون دولار)

السنة	الذهب حسب المقترح		سندات مقترح		حقوق السحب مقترح		عملات مقترح		اجمالي الاحتياطيات مقترح	
	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة
2010	75.5	40,199	14.1	7,531	1.7	887	8.7	4,612	100	53,228
2011	75.6	55,851	15.3	11,289	1.4	1,013	7.7	5,679	100	73,832
2012	71.0	54,305	18.2	13,887	1.4	1,079	9.5	7,241	100	76,512
2013	76.9	63,296	12.8	10,576	1.0	857	9.2	7,580	100	82,309
2014	68.8	34,980	18.5	9,407	1.2	594	11.5	5,861	100	50,842
2015	80.0	44,899	12.3	6,877	1.0	557	6.8	3,805	100	56,138
2016	73.1	31,541	14.1	6,083	1.1	489	11.7	5,053	100	43,167
2017	75.9	41,866	13.7	7,535	1.0	547	9.5	5,244	100	55,191
2018	76.0	51,954	15.5	10,628	0.7	501	7.8	5,315	100	68,397
2019	76.5	51,743	14.4	9,722	0.7	481	8.4	5,706	100	67,653
2020	79.3	49,327	9.1	5,663	0.8	509	10.7	6,677	100	62,176
2021	75.8	51,736	12.6	8,587	0.8	543	10.8	7,404	100	68,270
المجموع		571,696		107,786		8,056		70,178		757,716

المصدر: من اعداد وحساب الباحثة

كذلك أظهرت بيانات الجدول (٤) أداءً إيجابياً خلال الأعوام ٢٠١٠، ٢٠١١، ٢٠١٢، ٢٠١٣، ٢٠١٧، ٢٠١٨، ٢٠١٩، ٢٠٢٠، ٢٠٢١ بنسب ١٦٪، ٧٪، ٢٪، ٨٪، ٣٪، ٠.١١٪، ١١٪، ٦٪ على التوالي للمحفظة المقترحة في الاستثمار بالذهب بحسب هذا السيناريو، كما سجلت نمواً سلبياً خلال الأعوام ٢٠١٤، ٢٠١٥، ٢٠١٦ وبنسب -٢٦٪، -١٪، -٨٪ على التوالي.

الجدول (٥) إجمالي الاحتياطات الرسمية الفعلية وسيناريو الذهب للمدة (٢٠١٠-٢٠٢١)
(مليون دولار)

السنة	المحفظة المقترحة	المحفظة الفعلية	مقدار الفرق	نسبة النمو %
2010	53,228	53,228	0	0
2011	73,832	63,454	10,378	16.4
2012	76,512	71,230	5,281	7.4
2013	82,309	80,408	1,901	2.4
2014	50,842	68,823	-17,981	-26.1
2015	56,138	56,455	-317	-0.6
2016	43,167	47,102	-3,935	-8.4
2017	55,191	51,325	3,867	7.5
2018	68,397	66,657	1,740	2.6
2019	67,653	67,581	72	0.11
2020	62,176	55,831	6,345	11.4
2021	68,270	64,211	4,060	6.3
المجموع	757,716	746,305	11,412	2

المصدر: تجميع واحتساب الباحثة بالاعتماد على الجدول (٢) والجدول (١)

وسجل الأداء الكلي للمحفظة خلال سنوات الدراسة نمواً إيجابياً إذ ارتفع إجمالي الاحتياطات الرسمية خلال هذه المدة (٢٠١٠-٢٠٢١) ما قيمته (٧٥٧,٧١٦) مليون دولار أمريكي مقابل (٧٤٦,٣٠٥) مليون دولار أمريكي للمحفظة الفعلية للبنك المركزي العراقي، أي بنسبة ارتفاع ٢% لصالح محفظة الاستثمار بالذهب المقترحة. كما هو موضح بالجدول (٤). مع ملاحظة أن الإيرادات المتحصلة من إعادة تقييم محفظة الاستثمار بالذهب يتم إضافتها (تخفيضها) على الإجمالي لكل عام خلال سنوات الدراسة

على فرض أن هذه المتحصلات تستخدم في مجال الاستثمار بالذهب من قبل البنك المركزي العراقي، كما تم فرض عدم وجود تكاليف الاحتفاظ بالذهب أي أن التكاليف تساوي صفراً، على أساس أن البنك المركزي يحتفظ بالذهب في بنوك لندن وهي تمنح فوائد الاحتفاظ بالذهب، ومن ثم فإن تكاليف الاحتفاظ بالذهب تساوي صفراً.

وبصورة عامة وكما يلاحظ من الجدول (٥) المحفظة المقترحة (الذهب) ومقارنتها مع نظيرتها المحفظة الفعلية، فإن المحفظة المقترحة هي الأعلى بإجمالي للاحتياطيات الرسمية خلال مدة الدراسة، إذ بلغت (757,716) مليون دولار أمريكي مقارنة (746,305) مليون دولار أمريكي، أي بفارق (11,412) مليون دولار أمريكي، وبنسبة نمو ٢%، وكل ما تقدم يدعو إلى إثبات فرضية الدراسة، من خلال تفحص حجم النمو بإجمالي الاحتياطيات خلال مدة الدراسة.

ثالثاً. المتحصلات النقدية لمحفظة الاستثمار بالذهب

استعرضنا في الجدول (٤) هيكلية المحفظة المقترحة الذي يعكسه سيناريو الاستثمار بالذهب، الجدول (٦) يوضح المتحصلات النقدية للمحفظة نفسها خلال مدة الدراسة (٢٠١٠-٢٠٢١)، إذ تشير بيانات الجدول إلى إيرادات إعادة تقييم الذهب والإيرادات الأخرى للأدوات المالية التي يحتفظ بها البنك المركزي العراقي في محفظته التقليدية، استناداً إلى هذا السيناريو من الممكن أن يتمتع البنك المركزي بعوائد إيجابية ناتجة من تقلبات أسعار الذهب في الأسواق المالية العالمية، فضلاً عن إمكانية البنك المركزي بتحقيق الأمان والسيولة التي تعتبر من أولوياته.

الجدول (٦) المتحصلات النقدية لمحفظه الاستثمار بالذهب للبنك المركزي العراقي للمدة
(٢٠١٠-٢٠٢١) (مليون دولار أمريكي)

السنة	ايرادات فوائد سندات (مقترح)		ايرادات فوائد حسابات (مقترح)		ارباح تحويل العملات (مقترح)		ايراد اعادة تقييم الذهب حسب (المقترح)		اجمالي عائدات البديل (المقترح)	
	النسبة %	قيمة	النسبة %	قيمة	النسبة %	قيمة	النسبة %	قيمة	النسبة %	قيمة
2010	0.57	47.12	8.52	0.10	-475.16	-5.72	8730.73	105	8311.21	100
2011	1.04	60.52	19.5	0.34	-211.99	-3.64	5956.54	102.3	5824.59	100
2012	2.80	85.59	15.1	0.50	89.9	2.946	2860.87	93.75	3051.49	100
2013	-0.26	45.27	11	-0.06	246.45	-1.42	-17715	101.7	-17412.5	100
2014	-1.33	29.99	10.4	-0.46	-558.45	24.81	-1732.4	76.98	-2250.49	100
2015	-0.58	30.66	7.81	-0.15	-218.85	4.141	-5104.5	96.59	-5284.84	100
2016	1.56	36.2	18.6	0.80	-368.92	-15.9	2635.49	113.5	2321.4	100
2017	1.13	57.06	39.5	0.78	447.33	8.869	4499.99	89.22	5043.82	100
2018	26.46	138.2	74	14.17	-128.64	-24.6	438.79	83.99	522.41	100
2019	2.48	210.2	93	1.10	-25.78	-0.3	8199.68	96.73	8477.07	100
2020	0.55	106.3	39	0.20	2089.88	10.9	16943.8	88.35	19178.9	100
2021	-3.85	78.41	9.57	-0.47	-105.82	5.197	-2018.2	99.12	-2035.99	100
المجموع	3.59	925.5	346	1.34	779.95	3.029	23695.7	92.03	25747.1	

المصدر: موقع الذهب العالمي وهو متاح على:

<https://www.gold.org/goldhub/data/gold-prices>

- تجميع واحتساب الباحثة بالاعتماد على الجدول (٢) والملحق (٣).

أظهرت نتائج الجدول (٦) أن محفظة الاستثمار بالذهب شهدت نمواً إيجابياً في الأعوام ٢٠١٠، ٢٠١١، ٢٠١٢، ٢٠١٦، ٢٠١٧، ٢٠١٨، ٢٠١٩، ٢٠٢٠، وبنسب (١٠٥%)، (١٠٢.٣%)، (٩٣.٧٥%)، (١١٣.٥%)، (٨٩.٢٢%)، (٨٣.٩٩%)، (٩٦.٧٣%)، (٨٨.٣٥%) على التوالي من إجمالي الإيرادات لكل عام، وعلى مستوى المحفظة الاستثمارية المقترحة سجلت محفظة الاستثمار بالذهب أعلى مستوى لها عام ٢٠١٦، وبنسبة ١١٣.٥% ما قيمته (٢,٦٣٢.٤٩) مليون دولار أمريكي متفوقاً بذلك على الإيرادات الكلية لكل أداة مالية للعام ذاته، كما تراجع أداء محفظة الاستثمار بالذهب

خلال الأعوام ٢٠١٣، ٢٠١٤، ٢٠١٥، ٢٠٢١، وبنسب ١٠.١٧%، ٧٦.٩٨%، ٩٦.٥٩%، ٩٩.١٢%، على التوالي بسبب تراجع أسعار الذهب عالمياً، أما على أساس مستوى المحفظة الاستثمارية المقترحة فقد سجلت أعلى خسارة لها في عام ٢٠١٣ وبنسبة ١٠.١٧%، ما قيمته (١٧,٧١٥-) مليون دولار أمريكي وهي أكبر خسارة لها بالنسبة للأدوات المالية الأخرى للعام ذاته، هذا وقد سجلت المحفظة الاستثمارية المقترحة على مستوى الإجمالي خلال سنوات الدراسة إيرادات إجمالية قيمتها (٢٥,٧٤٧) مليون دولار أمريكي مقابل ما حققته المحفظة التقليدية للبنك المركزي خلال سنوات الدراسة (٩,٩٤٧) مليون دولار أمريكي. وكما هو مبين في الجدول (٦).

نستنتج مما سبق إن المتحصلات النقدية التي تجنيها المحفظة المقترحة بحسب هذا السيناريو الذي يعكس استراتيجية استثمار الفائض عن مستوى الحجم الأمثل لكفاية الاحتياطيات في محفظة مخصصة في الاستثمار بالذهب، هو أعلى بمقدار (١٥,٧٩٩.٩٥) مليون دولار أمريكي، أي بنسبة تغيير ١٥٨.٨٤%، وهذا الفرق يحقق قفزة في حجم الاحتياطيات الرسمية مع الحفاظ على رأس مال الاحتياطيات المستثمرة خلال المدة نفسها.

ويتبين من الجداول السابقة مجموعة من النتائج التي توصلت إليها الباحثة

أهمها:

إن العراق من الدول عالية الاحتياطيات بل أنه يبالغ في حجم الاحتياطي، على الرغم من ذلك فإن أصوله عادة ما تدار وفقاً لأولويات الأمان والسيولة ومن ثم السعي وراء مستوى معين من العائد، إن الآثار المترتبة على هذه التفضيلات صارمة، إذ تم استبعاد العديد من الأصول من عالم الاستثمار، فعندما يكون مستوى الاحتياطيات منخفضاً نسبياً فإن العائد ليس فقط الهدف الأقل أهمية للبنك المركزي، ولكنه أيضاً يصعب تحقيقه، هذه الاعتبارات تتغير مع مستوى الاحتياطيات فعندما تكون أقل من المستوى المناسب لا يستطيع البنك المركزي أن يتحمل تقلبات حادة وعليه يجب أن يخفف من المخاطرة المرتبطة بإدارة الاحتياطيات، لكن من المحتمل أن يكون العامل الأكثر أهمية من وراء التغيير السلوكي للاستثمار هو تراكم الاحتياطيات بما يصل إلى تحقيق كل من الأمان والسيولة. وقد أظهرت نتائج التحليل أن العراق يمتلك احتياطيات جيدة وأن أغلب احتياطياته في سندات الخزنة الأمريكية، وهو يركز في محفظته على الأمان والسيولة على اعتبار أن السندات ذات دخل منخفض مقارنة بالأصول المالية الأخرى. وقد اتضح من خلال تحليل هيكلية سيناريو محفظة الاستثمار بالمعدن الأصفر (الذهب)، ومقارنتها مع نظيرتها المحفظة الفعلية، أظهرت نتائج التحليل أن المحفظة المقترحة هي الأعلى من حيث إجمالي الاحتياطيات والمتحصلات النقدية خلال مدة الدراسة.

المحور الخامس: الاستنتاجات والتوصيات

أولاً. الاستنتاجات

١. يستخدم البنك المركزي العراقي في إدارة احتياطياته استراتيجية الاستثمار السلبي، إذ يهيمن عليها تخصيص مبالغ كبيرة من النقد الأجنبي في أصول مالية يغلب عليها طابع الأمان والسيولة وذات العوائد المنخفضة، وذلك لتأمين القفزات في تقلبات أسعار النفط والنفور من المخاطرة وهذا ينعكس سلباً على العائد. ومن ثم فإن مثل هذه الاستراتيجية يمكن أن تؤدي إلى تآكل القوة الشرائية للاحتياطيات في الأوقات التي تتيح فيها الأصول الاحتياطية التقليدية عوائد حقيقية سلبية.
٢. أثبتت نتائج التحليل أن الذهب يعد مناسباً لتلبية الأهداف الاستراتيجية للبنوك المركزية المتمثلة بالأمان والسيولة والعائد، وهو الأصل الاحتياطي الوحيد الذي يخلو من المخاطر السياسية والمخاطر الائتمانية، ولا يعتمد بالقدرة السيادية على التسديد، كما يعمل الذهب في أوقات الأزمات كملاذ آمن، وللذهب أسواق عميقة تعمل على توفير السيولة، إذ يتميز بإحجام تداول قوية وهذا يجعل منه أصلاً مالياً كثير التداول ومقبولاً عالمياً، فضلاً عن الضمان الذي يحققه خلال الأزمات، كذلك يسهم في تحقيق عوائد إيجابية تشترك في بناء الاحتياطيات الرسمية للبنوك المركزية، وقد أسفرت نتائج التحليل لهيكلية المحفظة الاستثمارية بالذهب والمتحصلات النقدية لها تفوقها على نظيرتها المحفظة الفعلية خلال مدة الدراسة.
٣. أثبتت نتائج التحليل أن العراق بإمكانه الاستثمار ببدايل متنوعة تساهم في تحقيق أهدافه الرئيسية، وأن امتلاك العراق استثمارات متنوعة يؤدي إلى نمو الاحتياطيات وزيادة المتحصلات النقدية منها ومن ثم استدامتها، وهذا يؤكد إثبات فرضية الدراسة.

ثانياً. التوصيات

١. الاحتياطات الرسمية هي أصول أجنبية تحتفظ بها البنوك المركزية، بهدف اقتصادي واستثماري، وتركز في إدارتها على ثلاثية من الأهداف هي السيولة والأمان والعائد التي تستطيع تحقيقها من خلال التخصيص الاستراتيجي للأصول الأجنبية، إذ يمكن للبنك المركزي العراقي بناء شريحتين الأولى شريحة السيولة، التي تعكس استثمار الاحتياطات في أصول آمنة، بغية تحقيق أهداف احترازية تلي متطلبات السيولة قصيرة الأجل والأمان بشكل عام، والثانية بناء شريحة الاستثمار، إذ تستثمر الأرصدة الفائضة من الاحتياطات في أصول يكون تركيزها أكبر على العائد بعد تجرع البنك المركزي المزيد من المخاطرة.
٢. على البنك المركزي العراقي الأخذ بالإصلاحات التي تركز على التنويع الاقتصادي والمالي، والتي تتضمن تعزيز الإيرادات غير النفطية والذهاب أبعد من تخفيف آثار الاحتفاظ بالاحتياطات الرسمية في أدوات مالية تدر عائداً منخفضاً، من خلال دعم العوائد المالية الناجمة عن استثمارات متنوعة لتقليل الاعتماد على النفط، الذي يعد أمراً بالغ الأهمية لمستقبل العراق، وهذا يفضي إلى زيادة تراكم رأس المال غير المرتبط بالنفط، وتعزيز المتحصلات النقدية ومعالجة الاختلالات الناتجة عن عدم المشاركة في الأسواق الدولية، وسوف تجعل إصلاحات التنويع المالي أكثر جدوى وفائدة، ومن ثم القيام بهذا التحول في إطار إصلاحي سيرفع العوائد بشكل عام والمردودات غير النفطية.
3. تماشياً مع المردودات الإيجابية المتحصلة من محفظة الاستثمار بالذهب، من المتوقع أن تساعد هذه الاستثمارات في تخفيض الاعتماد على النفط كمصدر أساسي للاحتياطات الرسمية، ففي ضوء إطار مسار الاستثمار بالذهب من المتوقع أن ترتفع الاحتياطات الرسمية والمتحصل منها، مما يدعو إلى النظر في هذا السيناريو.

المصادر

١. المصادر العربية

١. بلقاسم، زاير ،٢٠٠٩، كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري ، مجلة اقتصادات شمال افريقيا، العدد السابع، الصفحات ٤٥_٧٤ ، جامعة وهران، الجزائر .
٢. ثويني وآخرون، ٢٠٢١ ،البنك المركزي العراقي، الادوار..والمهمات.. وخيارات المستقبل، الطبعة الاولى، ص ٥٦ ، مركز الرافدين للحوار للطباعة والنشر، بغداد، العراق.
٣. الخياط وآخرون، عدنان حسين يونس، صفاء عبد الجبار الموسوي، سلام كاظم شاني الفتلاوي، ٢٠١٨، اقتصاديات الاحتياطات الدولية، الطبعة الاولى، دار الايام للنشر والتوزيع، عمان، الاردن.
٤. (IMF,2013) صندوق النقد الدولي، ٢٠١٣، الاحتياطات الدولية والسيولة بالعملة الاجنبية: المبادئ التوجيهية لاعداد نموذج قياسي للبيانات، الطبعة العربية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، الولايات المتحدة الامريكية.
٥. (IMF, 2001) ، صندوق النقد الدولي، 2001 ، المبادئ التوجيهية لادارة احتياطات النقد الاجنبي ، صندوق النقد الدولي ، واشنطن، الولايات المتحدة الامريكية.

٢. التقارير والنشرات الرسمية

٦. CBI، ٢٠١٥، التقرير الاقتصادي السنوي ، دائرة الاحصاء والابحاث- البنك المركزي العراقي ، بغداد، العراق .
٧. CBI، ٢٠١٧، التقرير الاقتصادي السنوي ، دائرة الاحصاء والابحاث- البنك المركزي العراقي ، بغداد، العراق .
٨. البنك المركزي العراقي، القوائم المالية(٢٠١٠-٢٠٢٢).

٩. البنك المركزي العراقي، دائرة الاحصاء والابحاث، التقرير الاقتصادي السنوي (٢٠١٠-٢٠٢١).
١٠. البنك المركزي العراقي، دائرة الاستثمارات والتحويلات الخارجية، الاسعار المعتمدة لبيع وشراء العملات الاجنبية والذهب (٢٠١٠-٢٠٢١).
١١. البنك المركزي العراقي، تقرير السياسة النقدية للمدة (٢٠١٠-٢٠٢١) وهو متاح (<https://cbi.iq/static/uploads/up/file-162997119969772.pdf>)

٣. المصادر الاجنبية

13. Arslan & Cantu, Yavuz and Calos, 2019, (**The Size of Foreign reserves**), BIS papers Bank for International Settlements , JEL Classification Ne.: F3,F31,F36,F41.
14. Arslanalp et al, Serkan Arslanalp, Barry Eichengreen, and Chima Simpson-Bell, 2022(**The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies**), IMF Working Paper, International Monetary Fund WP/22/58, JEL Classification Numbers: F3, F31, F33. , USA. www.imf.org .
15. Baur & Lucey , Brian. M , Dirk. G ,2006, (**Is Gold a Hedge or a Safe Haven? An Analysis of Stocks, Bonds and Gold**), IIS Discussion Paper No. 198. JEL: G10, G11, G14, G15.

16. Bank Indonesia ,2019 ,(Reserve management and FX intervention), Bank for International Settlements 2019. This publication is available on the BIS website (www.bis.org).
17. Castelli & Gerlach, Massilniliano and Stefan, 2019,(Centerl Banks are too risk averse as investors)_ , SUERF POLICY NOTE,Lssue NO 78, www.suerf.org/policynotes , EUROPEAN MONEY AND FINCE FORUM .
18. Mwase ,Nkunde,2012."*How MuchShould I Hold? Reserve AdequacyIn Emerging Markets andSmall Islands*" international monetary fund, WP/12/205.
19. Nugee, John ,2011"Center for Central Banking Studies, foreign exchang reserves management " Bank of England,London, England.
20. Fender et al , Ingo, Mike McMorrow, Vahe Sahakyan , Omar Zulaica ,2020,(Reserve management and sustainability: the case for green bonds?) , BIS Working Papers No 849, JEL classification: E58, F31, G11, G17. Monetary and Economic Department of the Bank for International Settlements.

21. IMF, International Monetary Fund,2001, (**Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management**), International Monetary Fund,) Washington, USA.

3. Websites

21. www.bankofengland.couk.
22. www.gold.org .
- 23.) www.cbi.iq.
24. www.annd.org.
25. <https://www.imf.org/external/f>