



تجربة كندا

في إدارة احتياطات النقد الأجنبي

Canada experience
In managing foreign exchange reserves

إعداد

الدكتور / علي عبد العظيم منشاوي

دكتوراه في الحقوق

تخصص: (اقتصاد ومالية عامة)

البريد الإلكتروني : aly.almenshawy@gmail.com

٩ - تجربة كندا في إدارة احتياطات النقد الأجنبي

ملخص الدراسة

على مدى السنوات الأخيرة نمت احتياطات النقد الأجنبي في كندا بشكل مضطرد، ورافق هذا النمو تحسينات في إطار إدارة احتياطات النقد الأجنبي، على الرغم من أن قائمة الأصول ذات الدخل الثابت المؤهلة، ومتطلبات جودة الائتمان متحفظة مقارنة بمعظم محافظ الاحتياطات الأجنبية، فمن المهم وجود إطار محدد جيد لصنع القرار، ورغم التواضع النسبي لاحتياطات كندا من النقد الأجنبي إلا أنها تتسم بالاستقرار؛ حيث تبلغ حوالي ٥% من الناتج المحلي الإجمالي، ومع ذلك فإن أحد الأسباب الرئيسية التي تجعل احتياطات كندا الدولية كافية هو سعر الصرف الموعوم؛ حيث اعتمدت كندا سعر صرف مرن أو موعوم منذ عام ١٩٥٠، ولم يتم التدخل لتحقيق استقرار الدولار الكندي حتى الآن باستثناء ثماني سنوات في الستينات.

يتم التعامل مع الاحتياطات الدولية في كندا على أنها أحد الأصول المملوكة للحكومة، ولذلك يُعهد إلى وزارة المالية، والبنك المركزي الكندي بإدارتها، حيث يعمل البنك المركزي الكندي كوكيل مالي للحكومة الاتحادية، ويعمل مع وزارة المالية الكندية لتقديم المشورة لوزير المالية بشأن تمويل واستثمار احتياطات كندا من النقد الأجنبي، حيث تحتفظ كندا باحتياطات من النقد الأجنبي السائل في حساب خاص باسم وزارة المالية لدى البنك المركزي يسمى حساب صندوق الصرف.

الكلمات المفتاحية

احتياطات النقد الأجنبي في كندا، إدارة احتياطات النقد الأجنبي، سعر الصرف، سعر الصرف المرن، سعر الصرف الموعوم، الدولار الكندي، البنك المركزي الكندي، حساب صندوق الصرف.

Study summary

Over recent years, Canada's foreign exchange reserves have grown steadily, and this growth has been accompanied by improvements in the framework for managing foreign exchange reserves. Although the list of eligible fixed income assets and credit quality requirements are conservative compared to most foreign reserve portfolios, it is important to have a specific framework in place. Good for decision making Despite the relative modesty of Canada's foreign exchange reserves, they are stable. It amounts to about 5% of GDP. However, one of the main reasons why Canada's international reserves are sufficient is the floating exchange rate; Canada has adopted a flexible or floating exchange rate since 1950, and no intervention has been made to stabilize the Canadian dollar until now, except for eight years in the 1960s.

Canada's international reserves are treated as a government-owned asset, and are therefore entrusted to the Ministry of Finance and the Central Bank of Canada to manage them. The Central Bank of Canada acts as a fiscal agent for the

٩ - تجربة كندا في إدارة احتياطات النقد الأجنبي

federal government, and works with the Canadian Ministry of Finance to advise the Minister of Finance on financing and investing Canada's reserves. Foreign exchange, as Canada maintains liquid foreign exchange reserves in a special account in the name of the Ministry of Finance at the Central Bank called the Exchange Fund Account.

Keywords

Foreign exchange reserves in Canada, management of foreign exchange reserves, exchange rate, flexible exchange rate, aided exchange rate, Canadian dollar, Central Bank of .Canada, exchange fund account

مقدمة

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

وتعرف احتياطيات النقد الأجنبي على أنها "الأصول الدولية الرسمية المتاحة في أي وقت للسلطة النقدية، والخاضعة لسيطرتها الفعلية، وتملك التصرف فيها بصورة مباشرة؛ لأغراض التمويل المباشر للعجز الطارئ في ميزان مدفوعاتها (والمدفوعات الطارئة بصفة عامة)، والتدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف عملتها، أو استخدامها كأساس للحصول على القروض الأجنبية، أو كل هذه الأغراض مجتمعة"^(١). وتشمل هذه الاحتياطيات: العملات الأجنبية، ومركز

(^١) IMF, (2013), International reserves and foreign currency Liquidity: Guidelines for a data template, Statistics Department. P3. Available at: www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/pdf/guide2013.pdf

٩ - تجربة كندا في إدارة احتياطات النقد الأجنبي

الاحتياطي أو رصيد الدولة لدى صندوق النقد الدولي، وقيمة حقوق السحب الخاصة، والذهب النقدي للأغراض الرسمية^(١).

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

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

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

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

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

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

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

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

(١) د. يسرى محمد عبد الرحمن يوسف، الاحتياطات الدولية لدى البنوك المركزية التكلفة والحجم الأمثل مع التطبيق على مصر ٢٠٠٧.١٩٩١، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة عين شمس ٢٠٠٨، ص ١٢.

(٢) المرجع السابق، ص ١٢.

٩ - تجربة كندا في إدارة احتياطات النقد الأجنبي

السلطات النقدية، إذ تُتفَى عنها صفة السيطرة المباشرة لعدم قدرة الدولة على اللجوء إليها عند الحاجة^(١).

وعلى مدى السنوات الأخيرة نمت احتياطات النقد الأجنبي في كندا بشكل مضطرد، ورافق هذا النمو تحسينات في إطار إدارة احتياطات النقد الأجنبي، على الرغم من أن قائمة الأصول ذات الدخل الثابت المؤهلة، ومتطلبات جودة الائتمان متحفظة مقارنة بمعظم محافظ الاحتياطات الأجنبية، فمن المهم وجود إطار محدد جيد لصنع القرار^(٢)، ورغم التواضع النسبي لاحتياطات كندا من النقد الأجنبي إلا أنها تتسم بالاستقرار؛ حيث تبلغ حوالي ٥% من الناتج المحلي الإجمالي، ومع ذلك فإن أحد الأسباب الرئيسية التي تجعل احتياطات كندا الدولية كافية هو سعر الصرف المعموم؛ حيث اعتمدت كندا سعر صرف مرن أو معوم منذ عام ١٩٥٠، ولم يتم التدخل لتحقيق استقرار الدولار الكندي حتى الآن باستثناء ثماني سنوات في الستينيات^(٣).

(١) المرجع السابق، ص ١٢

(٢) Mervin Merkowsky and Eric Wolfe, Funds Management and Banking "Recent Enhancements to the Management of Canada's Foreign Exchange Reserves" Bank Of Canada Review / Autumn, 2015, p1
<https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2015/11/boc-review-autumn15-merkowsky.pdf>

(٣) Timothy Lane, Deputy Governor of the Bank of Canada , "Taking Precautions: The Canadian Approach to Foreign Reserves Management" Peterson Institute for International Economics , Washington, DC ,February ,2019,p1.
<https://www.bankofcanada.ca/2019/02/taking-precautions-canadian-approach-foreign-reserves-management/>

اشكالية الدراسة :

تهدف الدراسة إلى الاجابة على السؤال الرئيسي التالي:

كيفية إدارة احتياطات النقد الأجنبي؟

فروض الدراسة:

يفترض الباحث أن إدارة احتياطات النقد الأجنبي في كندا تتميز بالحفاظ على مستوى عال من السيولة، والحفاظ على قيمة رأس المال، وتحقيق العائد الأمثل، حيث تدير حكومة كندا احتياطاتها من النقد الأجنبي وفقا لمبادئ حساب صندوق الصرف التي تتمثل في: الفعالية، والكفاءة، الشفافية والمساءلة، إدارة المخاطر، الحصافة المالية، الاستقرار المالي.

أهمية الدراسة:

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

هدف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى دراسة تجربة كندا في ادارة احتياطات النقد الأجنبي وأهم الاسس ومعايير المحفظة الاستراتيجية في ادارة احتياطات النقد الأجنبي.

منهج الدراسة:

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

خطة البحث:

سيتم تناول موضوع هذه الدراسة من خلال فصلين وذلك على النحو التالي:

الفصل الأول : أسس إدارة احتياطات النقد الأجنبي في كندا.

المبحث الأول: حساب صندوق الصرف، وكيفية تمويله في كندا.

المبحث الثاني: أهداف ومبادئ حساب صندوق الصرف في كندا.

المبحث الثالث: الحوكمة، وهيكل إدارة الاحتياطات النقدية في كندا.

الفصل الثاني : معايير المحفظة الاستراتيجية في كندا.

المبحث الأول: معيار تحمل مخاطر السيولة في كندا.

المبحث الثاني: معيار تحمل مخاطر الحفاظ على رأس المال في كندا.

الفصل الأول

أسس إدارة احتياطات النقد الأجنبي في كندا

تمهيد وتقسيم:

يتم التعامل مع الاحتياطات الدولية في كندا على أنها أحد الأصول المملوكة للحكومة، ولذلك يُعهد إلى وزارة المالية، والبنك المركزي الكندي بإدارتها، حيث يعمل البنك المركزي الكندي كوكيل مالي للحكومة الاتحادية، ويعمل مع وزارة المالية الكندية لتقديم المشورة لوزير المالية بشأن تمويل واستثمار احتياطات كندا من النقد الأجنبي، حيث تحتفظ كندا باحتياطات من النقد الأجنبي السائل في حساب خاص باسم وزارة المالية لدى البنك المركزي يسمى حساب صندوق الصرف^(١).

وسوف نتناول هذا المبحث في ثلاثة مباحث علي النحو التالي:

المبحث الأول: حساب صندوق الصرف، وكيفية تمويله في كندا.

المبحث الثاني: أهداف ومبادئ حساب صندوق الصرف في كندا.

المبحث الثالث: الحوكمة، وهيكل إدارة الاحتياطات النقدية في كندا.

(^١) Francisco Rivadeneyra, Jianjian Jin, Narayan Bulusu and Lukasz Pomorski, "Modelling the Asset-Allocation and Liability Strategy for Canada's Foreign Exchange Reserves" Funds Management and Banking Department, Bank of Canada Review, Spring 2013 , 2

<https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2013/05/boc-review-spring13-rivadeneyra.pdf>

المبحث الأول

حساب صندوق الصرف وكيفية تمويله في كندا

يمثل حساب صندوق الصرف المستودع الرئيسي للاحتياطات الدولية الرسمية لكندا، وكما جاء في قانون العملة فإن الغرض من حساب صندوق الصرف المساعدة في مراقبة وحماية القيمة الخارجية للدولار الكندي، وتوفير مصدر للسيولة للحكومة، حيث تدار الأصول الموجودة في حساب صندوق الصرف لتوفير السيولة للحكومة، وتعزيز الظروف المنظمة للدولار الكندي في أسواق الصرف الأجنبي إذا لزم الأمر، كما تشكل الأصول السائلة بالعملة الأجنبية الموجودة في حساب صندوق الصرف عنصراً رئيسياً في السيولة التحوطية المتاحة لحكومة كندا، لتلبية الاحتياجات المالية في الحالات التي قد تتعطل، أو تتأخر فيها إمكانية الوصول العادي إلى أسواق التمويل^(١).

كما يُسهل حساب صندوق الصرف معاملات حكومة كندا مع صندوق النقد الدولي بموجب مواد اتفاق صندوق النقد الدولي، وتشمل هذه المعاملات توفير عملات قابلة للاستخدام بحرية لصندوق النقد الدولي، من

(١) Report on the Management of Canada's Official International Reserves, 1 April, 2020– 31 March, 2021

<https://www.canada.ca/en/department-finance/services/publications/official-international-reserves/2021.html>

مجلة روح القوانين - العدد المائة وعشرة - إصدار إبريل ٢٠٢٥ - الجزء الثاني
خلال شراء وبيع حقوق السحب الخاصة، فضلا عن مختلف المعاملات
المتعلقة بوضع كندا من الاحتياطي في صندوق النقد الدولي^(١).

ويمثل صندوق الصرف الأجنبي في كندا أكبر عنصر من الاحتياطيات
الرسمية لكندا ، وهو عبارة عن محفظة تتكون من الأوراق المالية السائلة، والودائع،
وحقوق السحب الخاصة، بالإضافة إلى مركز كندا الاحتياطي في صندوق النقد
الدولي، والذي يمثل استثمار كندا في أنشطة صندوق النقد الدولي، والذي يتقلب وفقا
لسحب الديون من صندوق النقد الدولي وسداده، وتقوم وزارة المالية والبنك المركزي
الكندي بصفته وكيلا للحكومة بالاشتراك في وضع وتنفيذ سياسة الاستثمار، وبرنامج
التمويل لإدارة صندوق الصرف، إدارة التدفقات النقدية لصندوق الصرف^(٢).

وصندوق الصرف عبارة عن محفظة للأصول المالية داخل الحسابات
العامة في كندا، لأغراض إدارة المخاطر، ولتوفير الشفافية بشأن صافي
العائد الاقتصادي، أو التكلفة التي تتحملها الحكومة في الحفاظ على صندوق
الصرف^(٣).

(١)I bid

(٢) Report on the Management of Canada's Official International
Reserves April, 2019 – March, 2020: Table of contents
<https://www.canada.ca/en/department-finance/services/publications/official-international-reserves/2020.html>

(٣) Report on the Management of Canada's Official International
Reserves, April, 2018 –March, 2019

٩ - تجربة كندا في إدارة احتياطات النقد الأجنبي

ويتم قياس وتتبع عدة مؤشرات للأداء على أساس منتظم، وتقدم تقاريرها إلى الإدارة العليا في وزارة المالية الكندية، وبنك كندا المركزي، ومن حيث هذه المؤشرات يتم الإبلاغ عن إجمالي العائد، وعائد القسمة بالقيمة السوقية، بالإضافة لذلك يتم الإبلاغ عن صافي إيرادات صندوق الصرف بالتكلفة المقابلة، والتكلفة المقابلة للسلف المقدمة لصندوق الصرف بالقيمة الدفترية^(١).

ونظرا للتحركات في أسعار الفائدة، وأسعار الصرف الأجنبي على مستوى العالم، حققت الأصول المحتفظ بها في صندوق الصرف الكندي إيرادات صافية أعلى في عام ٢٠١٩ / ٢٠٢٠، مقارنة بعام ٢٠١٨ / ٢٠١٩. ومن الناحية العملية تستثمر الاحتياطات السائلة لهيئة صندوق الصرف - والتي لا تشمل حقوق السحب الخاصة، ومركز الاحتياطي في صندوق النقد الدولي - في الديون السيادية للدول، ووكالاتها؛ حيث تعزز هذه الأوراق المالية السيولة، وتحافظ على القيمة الرأسمالية لصندوق الصرف^(٢).

<https://www.canada.ca/en/department-finance/services/publications/official-international-reserves/2019/report.html>

(¹) Report on the Management of Canada's Official International Reserves April, 2017– March, 2018

<https://www.canada.ca/en/department-finance/services/publications/official-international-reserves/2018/report.html>

(2) Report on the Management of Canada's Official International Reserves, April, 2019 – March, 2020 , Op. cit.,p5

ويعد الجزء الأكبر من الاحتياطات السائلة في صندوق الصرف بالدولار الأمريكي، حيث أن الاحتياطات المحتملة من العملات الأجنبية معظمها بالدولار الأمريكي. و للمساعدة في تحقيق هدف الحفاظ على القيمة الرأسمالية من الاحتياطات السائلة في صندوق الصرف، يجب أن تعتبر كندا الكيان المصدر له ذات تصنيف ائتماني من A أو أعلى ليكون مؤهلاً للاستثمار في صندوق الصرف^(١).

وتمول أصول حساب صندوق الصرف عن طريق الاقتراض من مصادر متنوعة؛ حيث يتم استيفاء متطلبات التمويل جزئياً من خلال برنامج مستمر لمبادلة الالتزامات المحلية عبر العملات. ويمكن أيضاً تمويل حساب الصندوق من خلال اصدار العملات الأجنبية مباشرة باستخدام ثلاثة برامج:

- برنامج ورقي قصير الأجل بالدولار الأمريكي.

- برنامج المذكرات متوسطة الأجل.

- برنامج السندات العالمية.

ويوفر برنامج المذكرات متوسطة الأجل للحكومة مرونة تمويل إضافية لإصدارها بعدد من العملات، بما في ذلك الدولار الأمريكي واليورو والجنيه الإسترليني، وقد أصدرت كندا سندات عالمية بنجاح بقيمة ثلاث مليارات

(1) I bid,p5

٩ - تجربة كندا في إدارة احتياطات النقد الأجنبي

دولار أمريكي في عام ٢٠٢٠ لمدة خمس سنوات، بتكلفة ست نقاط أساس علي سندات الخزنة الأمريكية^(١).

ويوضح الجدول التالي والشكل البياني الذي يليه حجم ومكونات الاحتياطات الدولية الرسمية لكندا.

جدول يوضح

حجم ومكونات الاحتياطات الدولية الرسمية لكندا

خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠٢٢

بالمليون دولار أمريكي

السنوات	دولار أمريكي	عملات أخرى	ذهب	حقوق السحب الخاصة	شريحة الاحتياطي	حجم الاحتياطي
٢٠١٠	٢٦٦٧٧	١٨٢١١	١٥٣	٩٠٥٤	٣٠٥٦	٥٧١٥١
٢٠١١	٣٢٨٢٦	١٩٩٨٥	١٦٧	٨٩٦٦	٣٨٧٥	٦٥٨١٩
٢٠١٢	٣٥٦٢٢	١٩٦٢١	١٨١	٨٧٥٤	٤٣٦٨	٦٨٥٤٦
٢٠١٣	٣٨٠٩٠	١٧٦٣٤	١٢١	٨٥٢٨	٤٥١٣	٦٨٨٨٦
٢٠١٤	٤٣٠٦٣	١٩٣٤٧	١٢٦	٨٧١٠	٤٦٢٨	٧٥٨٧٤

Report on the Management of Canada's Official International
Reserves April 1, 2019 - March 31, 2020, Op. cit., p5

مجلة روح القوانين - العدد المائة وعشرة - إصدار إبريل ٢٠٢٥ - الجزء الثاني

٧٦٣٩٥	٢٧٥١	٧٩٠٢	١١٢	١٨٢٥٤	٤٧٣٧٦	٢٠١٥
٨٣٥٢١	٢٣٢١	٧٨٩٧	٠	٢٢١٨٧	٥١١١٦	٢٠١٦
٨٤٦٢٦	٢٢٠١	٧٧٩١	٠	٢٤٩٩٠	٤٩٦٤٤	٢٠١٧
٨١٧٦٥	٢٣٩٩	٧٩١٣	٠	٣٢٨٦٤	٤٧٥٨٩	٢٠١٨
٨٦٣٠٠	٢٩١٩	٨٤٥٤	٠	٢٤٧٢٢	٥٠٢٠٥	٢٠١٩
٩٠٤٢٨	٤٠٤٧	٨٥٣٤	٠	٢٣٦٤٩	٥١٠٤٧	٢٠٢٠
٨٩٠٥٣	٤٤٤٥	٨٦٧٠	٠	٢٥١٠٣	٥٠٨٣٥	٢٠٢١
١٠٦٢٨٢	٤٢٧٤	٢٢٩٩١	٠	٢٢٣٢٧	٥٦٦٩٠	٢٠٢٢ (يونيه)

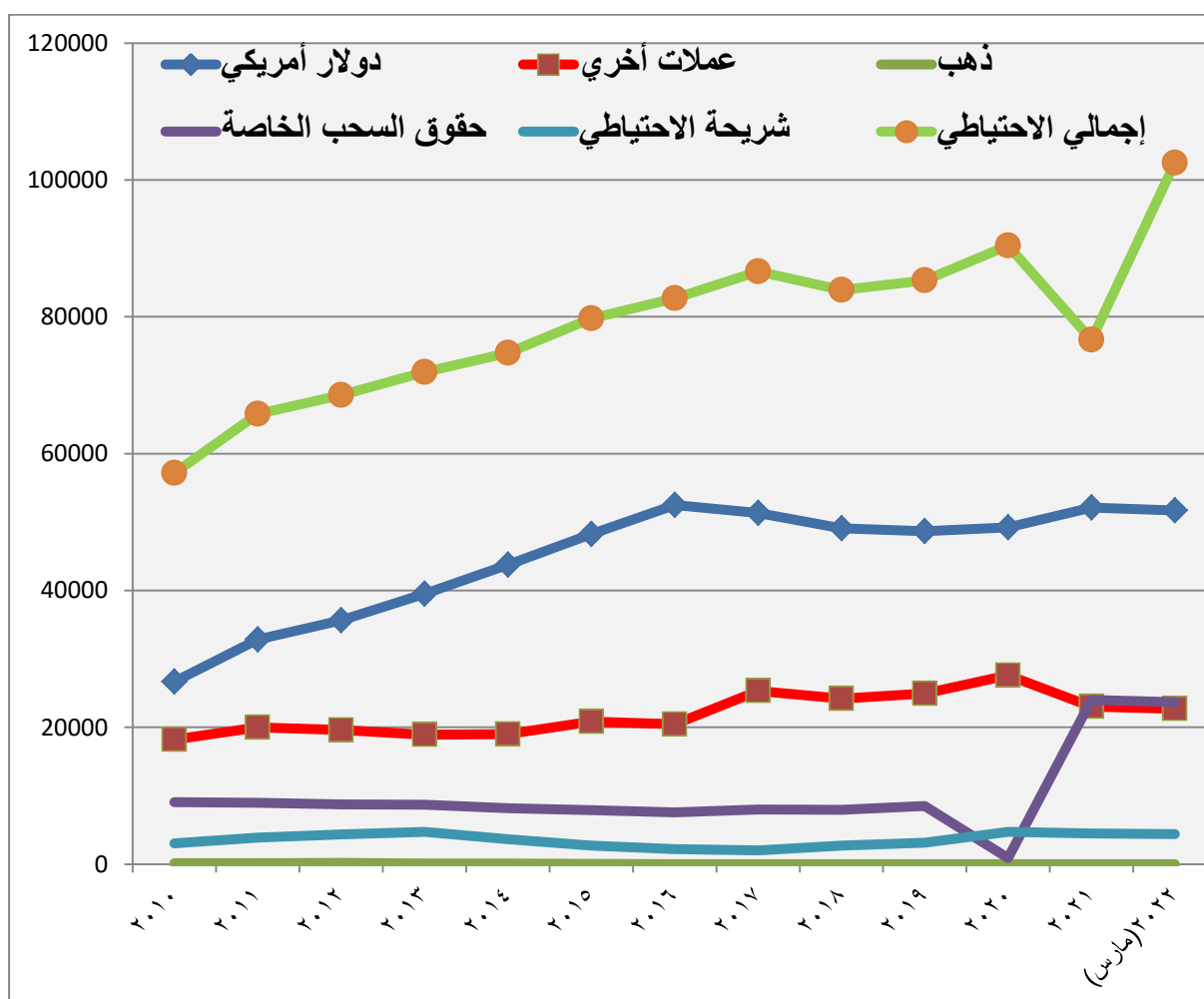
Source: Central Bank of Canada.

٩ - تجربة كندا في إدارة احتياطات النقد الأجنبي

شكل يوضح

حجم ومكونات الاحتياطات الدولية الرسمية لكندا

خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠٢٢



المصدر: تم اعداد الشكل السابق بمعرفة الباحث باستخدام برنامج الجداول الالكترونية.

يلاحظ من الجدول السابق والشكل البياني السابق أن الدولار الأمريكي استحوذ على الترتيب

الأول للاحتياطات الدولية الرسمية لكندا خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠٢٢ ، ففي عام ٢٠١٠ بلغ

مجلة روح القوانين - العدد المائة وعشرة - إصدار إبريل ٢٠٢٥ - الجزء الثاني

٢٦٦٧٧ مليون دولار أمريكي، بما يمثل ٤٦,٧٨% من إجمالي احتياطات النقد الأجنبي لكندا ليصل في عام ٢٠١٦ إلى ٥١١١٦ مليون دولار أمريكي، بما يمثل ٦١,٢% من إجمالي احتياطات النقد الأجنبي لكندا، ثم بدأ في الانخفاض ليصل في عام ٢٠١٨ إلى ٤٧٥٨٩ مليون دولار أمريكي، بما يمثل ٥٨,٢% من إجمالي احتياطات النقد الأجنبي، ثم ارتفع ليصل في عام ٢٠٢٢ إلى ٥٦٦٩٠ مليون دولار أمريكي، وهو أعلى مستوى له خلال فترة الدراسة، بما يمثل ٥٣,٣% من إجمالي احتياطات النقد الأجنبي لكندا.

كما استحوذت العملات الأخرى على الترتيب الثاني للاحتياطات الدولية الرسمية لكندا خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠٢٢، ففي عام ٢٠١٠ بلغت ١٨٢١١ مليون دولار أمريكي بما يمثل ٣١,٨٦% من إجمالي احتياطات النقد الأجنبي لكندا، ثم ارتفعت إلى ١٩٩٨٥ مليون دولار أمريكي عام ٢٠١١ بما يمثل ٣٠,٣٦% من إجمالي احتياطات النقد الأجنبي لكندا، ثم انخفضت لتصل في عام ٢٠١٣ إلى ١٧٦٣٤ مليون دولار أمريكي وهو أدنى انخفاض لها خلال فترة الدراسة، بما يمثل ٢٥,٦٠% من إجمالي احتياطات النقد الأجنبي لكندا، ثم بدأت في الارتفاع لتصل إلى ٣٢٨٦٤ مليون دولار أمريكي عام ٢٠١٨ وهو أعلى ارتفاع لها خلال فترة الدراسة بما يمثل ٤٠,١٩% من إجمالي احتياطات النقد الأجنبي، ثم تنذب بين الانخفاض والارتفاع ليصل إلى ٢٢٣٢٧ مليون دولار أمريكي في عام ٢٠٢٢، بما يمثل ٢١% من إجمالي احتياطات النقد الأجنبي لكندا.

بينما استحوذت حقوق السحب الخاصة على الترتيب الثالث للاحتياطات الدولية الرسمية لكندا خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠٢٢، ففي عام ٢٠١٠ بلغت ٩٠٥٤ مليون دولار أمريكي بما يمثل ١٥,٨٤% من إجمالي احتياطات النقد الأجنبي لكندا، ثم انخفضت لتصل في عام ٢٠١٧ إلى ٧٧٩١ مليون دولار أمريكي وهو أدنى انخفاض لها خلال فترة الدراسة، بما يمثل ٩,٢٠% من إجمالي احتياطات النقد

٩ - تجربة كندا في إدارة احتياطات النقد الأجنبي

الأجنبي لكندا، ثم بدأت في الارتفاع لتصل إلى ٢٢٩٩١ مليون دولار أمريكي عام ٢٠٢٢، وهو أعلى ارتفاع لها خلال فترة الدراسة، بما يمثل ٢١,٦ % من إجمالي احتياطات النقد الأجنبي لكندا.

في حين استحوذت شريحة الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي على الترتيب الرابع للاحتياطات الدولية الرسمية لكندا خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠٢٢، ففي عام ٢٠١٠ بلغت ٣٠٥٦ مليون دولار أمريكي بما يمثل ٥,٣٤ % من إجمالي احتياطات النقد الأجنبي لكندا، ثم ارتفعت لتصل في عام ٢٠١٤ إلى ٤٦٢٨ مليون دولار أمريكي وهو أعلى ارتفاع لها خلال فترة الدراسة، بما يمثل ٦,١ % من إجمالي احتياطات النقد الأجنبي لكندا.

وفي عام ٢٠١٧ انخفضت شريحة الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي لتصل إلى ٢٢٠١ مليون دولار أمريكي، وهو أدنى انخفاض لها خلال فترة الدراسة، بما يمثل ٢,٦ % من إجمالي احتياطات النقد الأجنبي لكندا، ثم بدأت في الارتفاع لتصل إلى ٤٤٤٥ مليون دولار أمريكي عام ٢٠٢١، بما يمثل ٥ % من إجمالي احتياطات النقد الأجنبي، ثم انخفضت شريحة الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي لتصل إلى ٤٢٧٤ مليون دولار أمريكي عام ٢٠٢٢، بما يمثل ٤ % من إجمالي احتياطات النقد الأجنبي لكندا، ثم يتأتى الذهب في الترتيب الخامس والأخير للاحتياطات الدولية الرسمية لكندا خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠٢٢، حيث سجل الذهب قيم متواضعة بلغت أعلى قيمة له ١٨١ مليون دولار أمريكي عام ٢٠١٢.

المبحث الثاني

أهداف ومبادئ حساب صندوق الصرف في كندا

أولاً: أهداف حساب صندوق الصرف:

تتمثل أهداف إدارة احتياطات النقد الأجنبي في كندا في:

- ١- الحفاظ على مستوى عالٍ من السيولة (تحتفظ باحتياطات في الأصول التي تستحق أو يمكن بيعها في غضون مهلة قصيرة جداً مع الحد الأدنى من تأثير السوق وبالتالي التعرض لفقدان القيمة).
 - ٢- الحفاظ على قيمة رأس المال عن طريق تقليل مخاطر فقدان القيمة السوقية، من خلال الاحتفاظ بمحفظة متنوعة من الأصول عالية الجودة من حيث التصنيف الائتماني، ونوع المصدر، وإدارة الأصول والخصوم السائلة على أساس مطابق من حيث العملة والمدة، واستخدام الممارسات المناسبة للحد من المخاطر.
 - ٣- تحقيق العائد الأمثل: والمتمثل في تحقيق أعلى مستوى ممكن من العائد مع، مراعاة أهداف السيولة، والحفاظ على رأس المال^(١). وسعياً لتحقيق الأهداف سالفة الذكر تدير حكومة كندا احتياطاتها من النقد الأجنبي وفقاً لمبادئ حساب صندوق الصرف.
- ثانياً: مبادئ حساب صندوق الصرف^(١):

(^١) by Yuliya Romanyuk " Asset-Liability Management: An Overview", Discussion Paper, Bank of Canada, August 2010.
<https://www.bankofcanada.ca/2010/08/discussion-paper-2010-10/>

٩ - تجربة كندا في إدارة احتياطات النقد الأجنبي

• الفعالية والكفاءة:

حيث ينبغي أن يراعي وضع السياسات وتنفيذها قدر الإمكان طبقاً للوضع السائد في الدول الأخرى ذات السيادة المماثلة حيث تجري تقييمات منظمة لضمان فعالية وكفاءة إطار الحوكمة وبرامج الاقتراض والاستثمار.

• الشفافية والمساءلة.

حيث تتاح المعلومات عن خطط الاستثمار والتمويل وأنشطتها ونتائجها للجمهور في الوقت المناسب، وتقاس تكاليف الاقتراض، وأداء الاستثمار، والتعرض المادي للمخاطر المالية التي يجب قياسها ورصدها، ومراقبتها والابلاغ عنها بانتظام حسب الاقتضاء .

• إدارة المخاطر. فيجب أن يكون رصد المخاطر، والإشراف عليها مستقلاً عن عمليات إدارة الأصول والخصوم المالية.

• الحصافة المالية.

يشكل حساب صندوق الصرف جزءاً من الميزانية العمومية لحكومة كندا، وإدراكاً لأهمية الحصافة المالية والاستدامة في المالية العامة، يمول حساب صندوق الصرف بطريقة فعالة من حيث التكلفة، من خلال إطار تمويل يخفف الآثار

(¹) Funds Management Governance Framework: Table of Contents Departments of Finance 15 May 2016.
Canada.ca/en/department-finance/programs/frameworks/funds-management-governance-framework/framework.html

مجلة روح القوانين - العدد المائة وعشرة - إصدار إبريل ٢٠٢٥ - الجزء الثاني

السلبية المحتملة للتحركات في أسعار الفائدة، وأسعار الصرف الأجنبي علي الوضع للحكومة، عن طريق مطابقة التمويل مع عملة الأصول الاحتياطية ومدتها، ولا يتم التعويض عن المخاطر الائتمانية المرتبطة بالأصول والخصوم في هذا الإطار، ويجب معالجتها بوسائل أخرى.

• الاستقرار المالي.

يدعم حساب صندوق الصرف استعداد كندا للطوارئ المالية، ونتيجة لذلك تأخذ إدارة حساب صندوق الصرف في الاعتبار التزامات كندا الدولية، ومبادراتها التنظيمية العالمية لدعم الاستقرار المالي.

المبحث الثالث

الحكومة وهيكل إدارة الاحتياطات

النقدية في كندا

ينص الجزء الثاني من قانون العملة الكندي علي السماح لوزير المالية بوضع سياسة استثمار وإدارة أصول حساب صندوق الصرف، ويجوز لوزير المالية أن يفوض مسؤولي وزارة المالية مسؤولية تنفيذ السياسة المعتمدة، ويسمح القانون للبنك المركزي الكندي بالعمل كوكيل مالي للحكومة في إدارة حساب صندوق الصرف التابع للحكومة الكندية، وفي إطار السلطات المفوضة من وزير المالية. وتعد لجنة إدارة الأموال المسؤولة عن إدارة حساب صندوق الصرف والمؤلفة من كبار المسؤولين في كلا من وزارة المالية الكندية، والبنك المركزي الكندي^(١).

ويتم دعم إدارة الأموال من قبل لجنة الاحتياطات الأجنبية ولجنة المخاطر، وتشرف لجنة الاحتياطات الأجنبية على تمويل واستثمار الاحتياطات الأجنبية، وتقدم المشورة الاستراتيجية والسياسية إلى لجنة مراقبة الأصول الأجنبية فيما يتعلق بإدارة الاحتياطات الأجنبية، أما لجنة المخاطر فهي عبارة عن هيئة استشارية لمجلس إدارة صندوق الصرف الكندي، تستعرض تقارير التعرض للمخاطر، حيث تسلط الضوء على قضايا المخاطر الاستراتيجية، وينبغي أن يكون مجلس إدارة

(¹)Report on the Management of Canada's Official International Reserves April 1, 2013 – March 31, 2014,pp16-17
<https://www.canada.ca/en/department-finance/services/publications/official-international-reserves/2014.html>

مجلة روح القوانين - العدد المائة وعشرة - إصدار إبريل ٢٠٢٥ - الجزء الثاني

صندوق الصرف الكندي على علم بالمعايير المتخذة للتخفيف من هذه المخاطر، كما يقدم مجلس إدارة الصندوق المشورة بشأن اعتبارات المخاطر الواسعة المتصلة بأنشطة إدارة الأموال^(١).

فالحوكمة تعبر عن مشاركة كبار المسؤولين في البنك المركزي والمالية الكندية في عملية تقييم الاستثمار، وقد أدى ذلك إلى تحديد تقلبات الاستثمار والمخاطر التي لم يتم الكشف عنها في السابق، إلا في هيكل ناتج محافظ الأصول والخصوم، وقد حددت عملية تقييم الاستثمار سبلا لتحديد استثمار أفضل من السابق، بما في ذلك تحديد التوزيع الاستراتيجي للأصول حسب نوع المصدر ومدته وعملته، وكذلك تحديد أفق الاستثمار. وقد تم تحديد الوظيفة الموضوعية لحافظة الاحتياطيات من خلال تقييم الأهمية النسبية لكل هدف من أهداف حساب صندوق الصرف، وساعدت الحوكمة على تسليط الضوء على مفهومي تحمل، وتفضيل المخاطر^(٢).

ويعد تحميل المخاطر تعبير نوعي وكمي عن الحد الأقصى للمخاطر المالية التي ستقبلها الحكومة مع الاستمرار في القدرة علي تحقيق أهداف حساب صندوق الصرف. أما مفهوم تفضيل المخاطر فيعرف بأنه مقدار المخاطر المختارة لتحقيق

(¹) Report on the Management of Canada's Official International Reserves April 1, "Op. Cit, p17.

(²) <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2015/11/boc-review-autumn15-merkowsky.pdf>

٩ - تجربة كندا في إدارة احتياطات النقد الأجنبي

التوازن بين أهداف حساب صندوق الصرف، ولا ينبغي أن تتجاوز تفضيلات المخاطر في أي وقت من الأوقات تحمل المخاطر^(١).

(١)Mervin Merkowsky and Eric Wolfe, Funds Management and Banking "Op. Cit. , p5.
<https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2015/11/boc-review-autumn15-merkowsky.pdf>

الفصل الثاني

معايير المحفظة الاستراتيجية في كندا

تمهيد وتقسيم:

وضعت وزارة المالية مجموعة من المعايير بالتنسيق مع البنك المركزي الكندي لضمان قدرة الأصول السائلة الموجودة في حساب صندوق الصرف على تلبية الأهداف الرئيسية لإدارة الاحتياطيات الأجنبية المتمثلة في الحفاظ على السيولة ، والحفاظ على رأس المال على النحو التالي:

وسوف نتناول هذا الفصل في بحثين علي النحو التالي:

المبحث الأول: معيار تحمل مخاطر السيولة في كندا.

المبحث الثاني: معيار تحمل مخاطر الحفاظ على رأس المال في كندا.

المبحث الأول

معيّار تحمل مخاطر السيولة

في كندا

يهدف هذا المعيار إلى تحديد مدى تحمل مخاطر السيولة، لضمان توفير مستوى مناسب من استثمارات حساب صندوق الصرف التي يمكن بيعها بسهولة خلال ظروف السوق المتقلبة للحكومة في جميع الأوقات، وذلك في حالات عدم توفير قنوات التمويل العادية مؤقتاً^(١).

ويتفرع عن هذا المعيار مجموعة من المؤشرات علي النحو التالي:

أولاً: مؤشر مستوى الاحتياطات الأجنبية السائلة :

حيث يتم الاحتفاظ باحتياطات أجنبية سائلة لحماية قدرة كندا على الوفاء بالالتزامات الدفع في الحالات التي قد تتعطل فيها إمكانية الوصول العادي إلى أسواق التمويل أو تتأخر، ودعم ثقة المستثمرين في الأوراق المالية الصادرة عن حكومة كندا؛ حيث يجب الإبقاء علي مستوى القيمة السوقية الإجمالية لجميع الاستثمارات المقومة بالعملات الأجنبية عند ٣%، أو أكثر من الناتج المحلي الإجمالي ، والالتزام بتكوين الأصول السائلة بالمتطلبات المحددة في خطة السيولة التحوطية للحكومة في إطار التدخل في النقد الأجنبي^(٢).

(^١) Report on the Management of Canada's Official International Reserves April 1, 2019 - March 31, 2020, Op. cit., p17.

(^٢) Report on the Management of Canada's Official International Reserves April 1, 2019 - March 31, 2020, Op. cit, p18.

وقد يتم الاحتفاظ باحتياطيات النقد السائلة في حساب صندوق الصرف حيث تمول الأصول التزامات حكومة كندا المقومة بالعملات الأجنبية أو المحولة إليها حيث تتألف هذه الأصول من الأوراق المالية بالعملات الأجنبية، ومعظمها أذون وسندات خزانة حكومية، وسندات ذات دخل ثابت تصدرها جهات إصدار مدعومة بالسيادة وكيانات دون سيادة والمؤسسات فوق الوطنية، كما تشمل هذه الأصول الودائع لدي البنوك التجارية، والبنوك المركزية وبنك التسويات الدولية. وتتسم مطابقة الأصول في حساب صندوق الصرف بالعملة والمدة مع التزامات الحكومة التي تمول الأوراق المالية السائلة من أجل تقليل تعرضها لمخاطر العملة وسعر الفائدة، وهذه المتطلبات هي جزء من إطار مطابقة الأصول والخصوم^(١).

ثانياً: مؤشر حيابة الدولار الأمريكي:

فمن المحتمل أن تتطوي التدخلات النقدية لدعم الظروف المنظمة للدولار الكندي في أسواق النقد الأجنبي على مبيعات بالدولار الأمريكي لشراء الدولار الكندي ، وتسليط الضوء على أهمية امتلاك الأصول الأكثر سيولة بالدولار الأمريكي ، وبالتالي يجب أن يكون مالا يقل عن ٥٠% من الاحتياطيات الأجنبية السائلة التي تقاس على أساس القيمة السوقية مقومة بالدولار الأمريكي. وكحالة طوارئ ضد انقطاع أسواق التمويل المحلية على المدى القصير ، فإن مالا يقل عن ٦% من الاحتياطيات الأجنبية السائلة على أساس القيمة السوقية يجب أن تشمل أذون الخزانة الأمريكية والنقد بالدولار الأمريكي.

(¹) Report on the Management of Canada's Official International Reserves April 1, 2020 - March 31, 2021 Op. cit.,p18.

٩ - تجربة كندا في إدارة احتياطات النقد الأجنبي

ثالثاً: مؤشر الأصول المؤهلة:

يجب أن تكون الاحتياطات السائلة من النقد الأجنبي متاحة للبيع ، أو توزيعها بطريقة أخرى مع تأثير محدود على الأسعار لتلبية متطلبات الحكومة من العملات الأجنبية؛ حيث تشمل الأصول المؤهلة على: ^(١)

- الأوراق المالية ذات الدخل الثابت التي تصدرها الجهات السيادية بما في ذلك البنوك المركزية والكيانات ذات الصلة بالحكومة والجهات المصدرة المدعومة من القطاع السيادي والجهات السيادية والمنظمات الدولية مثل صندوق النقد الدولي .
- الوداع لدي البنوك التجارية، والبنوك المركزية ، بنك التسويات الدولية واتفاقيات إعادة الشراء والأوراق التجارية وشهادات الإيداع الصادرة من قبل كيانات القطاع الخاص ، والذهب ، وحقوق السحب الخاصة لصندوق النقد الدولي. ولا يسمح بالسندات الصادرة عن الكيانات التي تقيم في كندا أو الوداع لديها أو الكيانات التي تستمد غالبية إيراداتها من عملياتها في كندا.

رابعاً: مؤشر التعرض للجهات المصدرة للأصول:

وتتخصص الجهات مصدرة الأصول لحساب صندوق الصرف في ثلاث فئات على النحو التالي ^(٢):

- ١- جهات إصدار حكومية للأوراق المالية: تشكل ٣٥% كحد أدنى من الاحتياطات الأجنبية السائلة على أساس القيمة السوقية.

(¹)Report on the Management of Canada's Official International Reserves April 1, 2016 - March 31, 2017

<https://www.canada.ca/en/department-finance/services/publications/official-international-reserves/2017/report.html>

(²)Report on the Management of Canada's Official International Reserves April 1, 2017 - March 31, 2018, Op. cit

٢- جهات إصدار ذات جودة ائتمانية عالية جدا.

٣- جهات إصدار أخرى: وهى جهات سيادية عالية الجودة في مجال الائتمان
وكيانات أخرى تلبى متطلبات السيولة والحفاظ على رأس المال في كندا.

المبحث الثاني

معيار تحمل مخاطر الحفاظ على

رأس المال في كندا

يضمن هذا المعيار الحفاظ على القيمة السوقية لأصول حساب صندوق الصرف بشكل جيد خلال أوقات ضغوط السوق، ويتضمن هذا المعيار عدة مؤشرات على النحو التالي:

أولاً: مؤشر الحد الأقصى لمدة الاستحقاق:

يعد هذا المؤشر ذات أهمية في الحفاظ على السيولة، والقيمة الرأس مالية للأصول التي يمكن بيعها، حيث أن قيمة الأوراق المالية طويلة الأجل ذات الدخل الثابت أكثر حساسية لتحركات أسعار الفائدة من قيمة الأوراق المالية قصيرة الأجل ذات الدخل الثابت، بالإضافة إلى ذلك تكون الأوراق المالية طويلة الأجل في كثير من الحالات أقل سيولة من الأوراق المالية قصيرة الأجل لنفس المصدر المقومة بالعملة نفسها. ويعد الحد الأقصى لمدة استحقاق الأصول المميّزة المحتفظ بها في حساب صندوق الصرف الكندي عشر سنوات ونصف^(١).

(¹)Report on the Management of Canada's Official International Reserves April 1, 2018 - March 31, 2019.

٩ - تجربة كندا في إدارة احتياطات النقد الأجنبي

ثانيا: مؤشر العملات المؤهلة الأخرى:

يمكن تحديد الأصول المحتفظ بها كجزء من الاحتياطات الأجنبية السائلة بعملات أخرى غير الدولار الأمريكي، لتلبية متطلبات السيولة، والتخفيف من مخاطر تركيز العملة، والتي يستوفي مصدروها قيود السيولة، والحفاظ على رأس المال المعمول بها، وتشمل العملات المؤهلة الأخرى : اليورو والجنيه الإسترليني والين الياباني. ويمكن أيضا تحديد الأصول في حقوق السحب الخاصة لصندوق النقد الدولي من أجل الوفاء بالالتزامات الدولية الحكومية^(١).

ثالثا: مؤشر الحد الأدنى للتصنيف الائتماني لجهات اصدار الأصول المؤهلة والأطراف المقابلة:

يهدف هذا المؤشر إلى التخفيف من التأثير السلبي للأحداث الائتمانية المحتملة على تعرض الحكومة للمخاطر المالية المتعلقة بحساب صندوق الصرف، فيجب أن يكون مصدرو الأصول المؤهلة والأطراف المقابلة من نوعية ائتمانية مقبولة ، وهذا القرار يعتمد على تحليل التصنيف الائتماني الداخلي والخارجي، فيجب أن تعتبر كندا المصدريين أن لديهم تصنيف ائتماني من (A) أو أعلى، ويجب أن تعتبر أن الأطراف المقابلة للودائع وشهادات الايداع والأوراق التجارية واتفاقات إعادة الشراء أن لديها تصنيف ائتماني (A) أو أعلى ، ويجب أن تعتبر أن الأطراف المقابلة لمقايضات معاملات التسليم مقابل الدفع لديها تصنيف ائتماني (A) أو أعلى.

(١)Ibid-

مجلة روح القوانين - العدد المائة وعشرة - إصدار إبريل ٢٠٢٥ - الجزء الثاني

ويعني من شرط الحد الأدنى للتصنيف الائتماني مصدرو الأوراق المالية التي تعتبر عملة احتياطية ويتم تداولها على اعتبار أنهم المصدر الرئيسي للأوراق المالية المؤهلة بعملتهم المحلية^(١).

كما يسمح بالاستثمارات غير المصنفة التالية:^(٢)

١- الأوراق المالية الصادرة عن البنوك المركزية والودائع فيها حيث يكون جودة الائتمان السيادية مقبولة.

٢- حقوق السحب الخاصة التي أنشأها صندوق النقد الدولي.

رابعاً: مؤشر قياس المخاطر:

يشمل مؤشر إطار إدارة المخاطر: المخاطر السوقية ، والائتمانية ، والسيولة، والمخاطر القانونية والتشغيلية المتعلقة بتمويل واستثمار الاحتياطيات الأجنبية، حيث يتم ابلاغ الإدارة في وزارة المالية الكندية، والبنك المركزي الكندي عن قياس المخاطر شهرياً وذلك على النحو التالي:

١- مخاطر السوق.

تأتي مخاطر السوق من التغيرات في أسعار الفائدة، وفروق الائتمان، وأسعار الصرف، وقد اعتمدت عدة مقاييس لقياس التعرض لمخاطر السوق وهى: تحليل السيناريوهات، واختبار الاجهاد ، والقيمة المعرضة للخطر، حيث يتم استخدام اختبار الإجهاد وتحليل السيناريوهات لتقييم أداء المحفظة في ظل الظروف الاستثنائية في السوق.

(¹) Ibid Report on the Management of Canada's Official International Reserves April, 2018 - March, 2019, Op. C it

(²)Ibid

٩ - تجربة كندا في إدارة احتياطات النقد الأجنبي

أما مقياس القيمة المعرضة للخطر فيعد مقياس إحصائي لتقدير الخسائر المحتملة لمحفظه صندوق الصرف عن التحركات المتطرفة للسوق مثل : التغيرات في أسعار الفائدة ، وأسعار الصرف^(١).

وتجري بانتظام اختبارات الضغط لقياس مرونة حافظة صندوق الصرف إزاء التغيرات الكبيرة في أسعار الصرف وأسعار الفائدة، بما في ذلك أثر حافظة الأوراق المالية على انخفاض قيمة اليورو والجنيه الاسترليني والين بنسبة ١% مقابل الدولار الأمريكي ، وزيادة أسعار الفائدة بنسبة ٣% عبر منحنى العائد ، وبالإضافة إلى ذلك يتم إجراء اختبار الضغط مع أساس العملات.

وقد أظهرت النتائج أن أصول صندوق الصرف والخصوم المرتبطة به، تعرضت خلال عام ٢٠١٩ / ٢٠٢٠ لانخفاض ضئيل جدا في قيمة العملة، وقد تم إجراء بعض التحليلات الافتراضية التي تحاكي ظروف السوق خلال أربعة أحداث سابقة غير عادية في السوق وهى: الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨، وأزمة الديون الأوروبية ٢٠١٠، وزلازل اليابان ٢٠١١ ، وخروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي عام ٢٠١٦ ، وأظهر تحليل السيناريوهات أن أداء صندوق الصرف سيكون جيدا عموما خلال هذه الفترات من الاضطراب في السوق^(٢).

ويعتبر إجمالي القيمة المعرضة للخطر مقياس إحصائي يقدر الخسائر المحتملة في قيمة المحفظة خلال فترة زمنية محددة في ظل ظروف السوق العادية،

(^١) Report on the Management of Canada's Official International Reserves April 1, 2020 - March 31, 2021, Op.cit

(^٢) Ibid

مجلة روح القوانين - العدد المائة وعشرة - إصدار إبريل ٢٠٢٥ - الجزء الثاني

نتيجة التغيرات في أسعار الفائدة، وأسعار الصرف الأجنبية، والتغيرات المصاحبة للتوسع في الائتمان^(١).

٢- مخاطر الائتمان^(٢).

وتشمل مخاطر الائتمان خطر عجز المصدر أو عدم رغبته في الوفاء بالالتزامات، فضلاً عن خطر انخفاض قيمة الصك نتيجة التغيرات الفعلية أو المتصورة في نوعية الائتمان لدى الطرف المقابل أو المصدر. ويستخدم إطار الإدارة الضمانات لإدارة المخاطر الائتمانية التي تتعرض لها المؤسسات المالية المقابلة الناشئة عن مقايضات العملات المشتركة المستخدمة لتمويل صندوق الصرف، وبموجب هذا الإطار يتعهد الطرفان المقابلات للمبادلة بهامش أولي، حيث يتألف هذا الإطار من ضمانات عالية الجودة عند بدء المبادلة.

وبالإضافة إلى ذلك يتم تلقى هامش التباين أو دفعة على أساس ما إذا كانت القيمة السوقية للمقايضات مع كل طرف إيجابية أو سلبية لحكومة كندا، وتعتمد الحكومة الكندية على مدير ضمانات، والبنك المركزي الكندي في الإدارة اليومية للهامش الأولي وهامش التباين. ويوفر معيار القيمة المعرضة للخطر تقديرًا للحد الأقصى للخسارة المحتملة في قيمة المحفظة في غضون عام نتيجة لحدث الائتمان مثل: تخفيض الأطراف المقابلة أو المصدرين في ظل ظروف السوق العادية.

(¹)Report on the Management of Canada's Official International Reserves April, 2020 - March 31, 2021,Op.cit

(²) Report on the Management of Canada's Official International Reserves April 2010 – March, 2011p55.
file:///C:/Users/ascom/Downloads/Documents/oir-rol-11-eng.pdf

٩ - تجربة كندا في إدارة احتياطات النقد الأجنبي

تناول هذا البحث تجربة كند في إدارة احتياطات النقد الأجنبي؛ حيث اعتمدت كندا سعر صرف مرن منذ عام ١٩٥٠، وتعد الاحتياطات الدولية في كندا أحد الأصول المملوكة للحكومة ، ويعهد بإدارتها إلى كلا من وزارة المالية، والبنك المركزي الكندي الذى يعمل كوكيل مالي للحكومة الاتحادية، ويقدم المشورة لوزير المالية بشأن تمويل واستثمار احتياطات كندا من النقد الأجنبي، وتحفظ كندا باحتياطات النقد الأجنبي السائل في حساب خاص باسم وزارة المالية لدى البنك المركزي يسمى حساب صندوق الصرف، ويمثل المستودع الرئيسي للاحتياطات الدولية الرسمية لكندا.

وتتمثل أهداف إدارة احتياطات النقد الأجنبي في كندا في: الحفاظ على مستوى عال من السيولة، والحفاظ على قيمة رأس المال، وتحقيق العائد الأمثل ، وسعيا لتحقيق هذه الأهداف تدير حكومة كندا احتياطاتها من النقد الأجنبي وفقا لمبادئ حساب صندوق الصرف التي تتمثل في: الفعالية، والكفاءة، الشفافية والمساءلة، إدارة المخاطر، الحصافة المالية، الاستقرار المالي.

وتعبر الحوكمة عن مشاركة كبار المسؤولين في البنك المركزي، والمالية الكندية في عملية تقييم الاستثمار، حيث يسمح لوزير المالية بوضع سياسة استثمار وإدارة أصول حساب صندوق الصرف، وقد وضعت وزارة المالية مجموعة من المعايير بالتنسيق مع البنك المركزي الكندي لضمان قدرة الأصول السائلة الموجودة في حساب صندوق الصرف على تلبية الأهداف الرئيسية لإدارة الاحتياطات الأجنبية مثل: معيار تحمل مخاطر السيولة. ويشمل عدة مؤشرات منها، ومؤشر حيازة الدولار الأمريكي، ومعيار تحمل مخاطر الحفاظ على رأس المال ويتضمن عدة مؤشرات

مجلة روح القوانين - العدد المائة وعشرة - إصدار إبريل ٢٠٢٥ - الجزء الثاني

منها: مؤشر الحد الأدنى للتصنيف الائتماني لجهات اصدار الأصول المؤهلة ،
ومؤشر قياس المخاطر ويشمل: المخاطر السوقية ، والائتمانية ، والسيولة، إلخ.

الخاتمة

يتم التعامل مع الاحتياطات الدولية في كندا على أنها أحد الأصول المملوكة للحكومة، ولذلك يُعهد إلى وزارة المالية، والبنك المركزي الكندي بإدارتها، حيث يعمل البنك المركزي الكندي كوكيل مالي للحكومة الاتحادية، ويعمل مع وزارة المالية الكندية لتقديم المشورة لوزير المالية بشأن تمويل واستثمار احتياطات كندا من النقد الأجنبي، حيث تحتفظ كندا باحتياطات من النقد الأجنبي المسائل في حساب خاص باسم وزارة المالية لدى البنك المركزي يسمى حساب صندوق الصرف.

ويمثل صندوق الصرف الأجنبي في كندا أكبر عنصر من الاحتياطات الرسمية لكندا ، وهو عبارة عن محفظة تتكون من الأوراق المالية السائلة، والودائع، وحقوق السحب الخاصة، بالإضافة إلى مركز كندا الاحتياطي في صندوق النقد الدولي، والذي يمثل استثمار كندا في أنشطة صندوق النقد الدولي، والذي يتقلب وفقا لسحب الديون من صندوق النقد الدولي وسداده، وتقوم وزارة المالية والبنك المركزي الكندي بصفته وكيلا للحكومة بالاشتراك في وضع وتنفيذ سياسة الاستثمار، وبرنامج التمويل لإدارة صندوق الصرف، إدارة التدفقات النقدية لصندوق

تتمثل أهداف إدارة احتياطات النقد الأجنبي في كندا في:

الحفاظ على مستوى عالٍ من السيولة ، الحفاظ على قيمة رأس المال عن طريق تقليل مخاطر فقدان القيمة السوقية، من خلال الاحتفاظ بمحفظة متنوعة من الأصول عالية الجودة من حيث التصنيف الائتماني، ونوع المصدر، وإدارة الأصول والخصوم السائلة للحد من المخاطر، وتحقيق العائد الأمثل: والمتمثل في تحقيق أعلى مستوى ممكن من العائد مع، مراعاة أهداف السيولة، والحفاظ على رأس المال.

مجلة روح القوانين - العدد المائة وعشرة - إصدار إبريل ٢٠٢٥ - الجزء الثاني

وتدير حكومة كندا احتياطاتها من النقد الأجنبي وفقا لمبادئ حساب صندوق الصرف. ووضعت وزارة المالية مجموعة من المعايير بالتنسيق مع البنك المركزي الكندي لضمان قدرة الأصول السائلة الموجودة في حساب صندوق الصرف على تلبية الأهداف الرئيسية لإدارة الاحتياطيات الأجنبية المتمثلة في الحفاظ على السيولة ، والحفاظ على رأس المال.

٩ - تجربة كندا في إدارة احتياطات النقد الأجنبي

النتائج والتوصيات:

أولاً: النتائج:

- ١- التعامل مع الاحتياطات الدولية في كندا على أنها أحد الأصول المملوكة للحكومة، ولذلك يُعهد إلى وزارة المالية، والبنك المركزي الكندي بإدارتها، حيث يعمل البنك المركزي الكندي كوكيل مالي للحكومة الاتحادية، ويعمل مع وزارة المالية الكندية لتقديم المشورة لوزير المالية بشأن تمويل واستثمار احتياطات كندا من النقد الأجنبي، حيث تحتفظ كندا باحتياطات من النقد الأجنبي السائل في حساب خاص باسم وزارة المالية لدى البنك المركزي يسمى حساب صندوق الصرف.
- ٢- يختلف حجم المطلوب من احتياطات النقد الأجنبي من بلد لآخر وفقاً للعديد من العوامل منها هيكل التجارة الخارجية، ونظم الصرف الأجنبي وقدرتها للوصول إلى الأسواق الدولية، ومن ثم فلا يوجد حجم أمثل مطلق لكافة الدول.
- ٣- وجود علاقة بين الديون، واحتياطات النقد الأجنبي؛ حيث تؤثر الديون الخارجية بشكل فعال وبصفة خاصة الديون قصيرة الأجل التي يحل أجل استحقاقها خلال فترة قصيرة نسبياً على حجم الاحتياطات.

ثانياً: التوصيات:

- ١- تفعيل مبدأ الشفافية والإفصاح للجمهور وفق جدول زمني معلن مسبقاً عن المعلومات المتعلقة باحتياطات النقد الأجنبي، ولتفعيل مبدأ شفافية الإفصاح عن إدارة احتياطات النقد الأجنبي في مصر يُقترح إعداد وإصدار تقارير

تفصيلية عن كافة أبعاد إدارة احتياطات النقد الأجنبي بشكل منتظم، ورفع هذه التقارير بصفة دورية إلي مجلس النواب للاطلاع عليها ومناقشتها، ويفضل أن تتضمن هذه التقارير نتائج المراجعة المحاسبية السنوية التي تجري علي الكشوف المالية المتعلقة بإدارة هذه الاحتياطات، بواسطة مراجعون خارجيون مستقلون، والإفصاح عن نتائج هذه المراجعة للجمهور. وذلك أسوة بما طبقته كندا في هذا الصدد، حيث يقوم وزير المالية الكندي (الذي يتولى رسم سياسات إدارة احتياطات النقد الأجنبي لكندا، ويترك للبنك المركزي الكندي مهمة تنفيذ هذه السياسات، وإجراء العمليات نيابة عن وزارة المالية بشكل يومي) برفع تقرير سنوي إلي البرلمان الكندي منذ عام ٢٠٠٣ عن كافة عمليات إدارة الاحتياطات.

٢- تحقيق التوافق بين سياسات إدارة الاحتياطات، ونظام سعر الصرف المتبع، وطالما أن مصر قد تبنت رسميًا نظام التعويم الحر منذ نوفمبر ٢٠١٦، لذلك علي الجهة المسؤولة عن إدارة احتياطات النقد الأجنبي استثمار جزء من الاحتياطات - الفائض عن الحجم الملائم - في مجالات ذات آجال استحقاق متوسطة ، وطويلة الأجل، وذلك للتمكن من تحقيق عائد أعلي بدلاً من استثمار كافة الأصول الاحتياطية في محافظ استثمارية قصيرة الأجل.

٣- على الجهة المسؤولة عن إدارة احتياطات النقد الأجنبي في مصر الموازنة بين آجال الأصول الاحتياطية المستثمرة في الخارج، وآجال

٩ - تجربة كندا في إدارة احتياطات النقد الأجنبي

التزامات مصر الخارجية، وذلك في توزيع استثمار الاحتياطي على عدة محافظ بآجال، بما يضمن التوازن بين المخاطرة والعائد.

٤ - علي الجهة المسؤولة عن إدارة احتياطات النقد الأجنبي في مصر أن تولي أهمية كبيرة في تحديد المزيج الملائم لرصيد العملات الأجنبية من كافة أنواع النقد الأجنبي، الذي يتمتع بصفة القبول العام في تسوية المعاملات الدولية، ويقبله الدائنون والمدينون في تسوية علاقات الدائنة والمديونية بينهم

المراجع باللغة العربية

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

٩ - تجربة كندا في إدارة احتياطات النقد الأجنبي

المراجع باللغة الإنجليزية

1. IMF, (2013), International reserves and foreign currency Liquidity: Guidelines for a data template, Statistics Department. Available at:
2. www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/pdf/guide2013.pdf
3. Mervin Merkowsky and Eric Wolfe, Funds Management and Banking " Recent Enhancements to the Management of Canada's Foreign Exchange Reserves" Bank Of Canada Review / Autumn, 2015.
<https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2015/11/boc-review-autumn15-merkowsky.pdf>.
4. Timothy Lane, Deputy Governor of the Bank of Canada , "Taking Precautions: The Canadian Approach to Foreign Reserves Management" Peterson Institute for International Economics , Washington, DC ,February ,2019.
<https://www.bankofcanada.ca/2019/02/taking-precautions-canadian-approach-foreign-reserves-management/>

5. Francisco Rivadeneyra, Jianjian Jin, Narayan Bulusu and Lukasz Pomorski, " Modelling the Asset-Allocation and Liability Strategy for Canada's Foreign Exchange Reserves" Funds Management and Banking Department, Bank of Canada Review, Spring 2013.

<https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2013/05/boc-review-spring13-rivadeneyra.pdf>
6. Report on the Management of Canada's Official International Reserves, 1 April, 2020- 31 March, 2021.

<https://www.canada.ca/en/department-finance/services/publications/official-international-reserves/2021.html>
7. Report on the Management of Canada's Official International Reserves April,2019 – March, 2020: Table of contents.

<https://www.canada.ca/en/department-finance/services/publications/official-international-reserves/2020.html>

٩ - تجربة كندا في إدارة احتياطات النقد الأجنبي

8. Report on the Management of Canada's Official International Reserves, April, 2018 –March, 2019.
<https://www.canada.ca/en/department-finance/services/publications/official-international-reserves/2019/report.html>
9. Report on the Management of Canada's Official International Reserves April, 2017– March, 2018.
<https://www.canada.ca/en/department-finance/services/publications/official-international-reserves/2018/report.html>
10. by Yuliya Romanyuk " Asset–Liability Management: An Overview", Discussion Paper, Bank of Canada, August 2010.
<https://www.bankofcanada.ca/2010/08/discussion-paper-2010-10/>
11. Funds Management Governance Framework: Table of Contents Departments of Finance 15 May 2016.
[Canada.ca/en/department-finance/programs/frameworks/funds-management-governance-framework/framework.html](https://www.canada.ca/en/department-finance/programs/frameworks/funds-management-governance-framework/framework.html)

12. Report on the Management of Canada's Official International Reserves April 1, 2013 – March 31, 2014, pp16-17
<https://www.canada.ca/en/department-finance/services/publications/official-international-reserves/2014.html>
13. <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2015/11/boc-review-autumn15-merkowsky.pdf>
14. Report on the Management of Canada's Official International Reserves April 1, 2016 – March 31, 2017.
15. <https://www.canada.ca/en/department-finance/services/publications/official-international-reserves/2017/report.html>
16. Report on the Management of Canada's Official International Reserves April 1, 2018 – March 31, 2019.
17. Report on the Management of Canada's Official International Reserves April 2010 – March, 2011.