

## سيناريو استثمار فوائض الاحتياطات الرسمية للعراق بالذهب للمدة من (2010-2021)<sup>\*1</sup>

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

### المستخلص:

تهدف هذه الدراسة إلى تقديم محفظة استثمارية بديلة لاستثمار الفائض من الاحتياطات الرسمية للعراق، من خلال اقتراح محفظة بديلة تستثمر الفائض 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

### Scenario of investing the surpluses of official reserves of Iraq in gold for the period (2010-2021)

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

---

<sup>\*1</sup> بحث مستقل من أطروحة دكتوراه

### Abstract:

This study aims to present an alternative investment portfolio to invest the surplus from the official reserves of Iraq, by proposing an alternative portfolio that invests the surplus in gold and comparing it with the actual portfolio. Miscellaneous lead to the growth of reserves and increase cash receipts and then sustain them.

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 الاحتياطيات الرسمية لزيادة العائد وتقليل المخاطر، إذ إن هدف استثمار الأموال المتعارف عليه هو تعظيم الأرباح، أما الهدف الأول من استثمار الاحتياطيات الرسمية فهو الأمان ومن ثم تأتي السيولة وتعظيم الأرباح في المرتبة الأخيرة.

إن تزايد احتياطيات البنك المركزي العراقي من النقد الأجنبي، بعد رفع الحظر الاقتصادي عام 2003، وارتفاع الصادرات النفطية الذي تزامن مع ارتفاع أسعار النفط العالمية، أدى إلى تراكم عوائد مالية كبيرة من النقد الأجنبي أفضت إلى ارتفاع حجم الاحتياطيات الرسمية بشكل كبير، وأظهرت الدراسات الأكاديمية ومؤشرات تقييم كفاية الاحتياطيات أن العراق يحتفظ بمستويات عالية من الاحتياطيات ومن ثم قد يفوت فرص استثمارية عديدة.

- ♦ **مشكلة الدراسة:** إن البنك المركزي العراقي يستثمر أغلب احتياطياته 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 الاحتياطيات 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 الاحتياطيات، ومن هنا تتمحور مشكلة الدراسة في، هل استثمار فوائض الاحتياطيات 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 الاحتياطيات الرسمية في الذهب قد يحقق عائداً أعلى ومخاطرة أقل، في ظل تحقيق أهدافه الرئيسية الأمان والسيولة).
- ♦ **اهمية الدراسة:** تتجلى أهمية الدراسة في أنها تقدم سيناريو بديل لاستثمار الفوائض الاحتياطية لدى البنك المركزي العراقي، ويستند هذا السيناريو إلى دراسة تحليلية تفصيلية للاحتياطيات الرسمية التي يمتلكها العراق، وتقدير الحجم الأمثل لكفاية الاحتياطيات 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:
1. تسليط الضوء على تطور حجم وهيكل الاحتياطيات الرسمية في العراق.
  2. تحديد الحجم الأمثل لكفاية الاحتياطي الأجنبي للبنك المركزي العراقي الواجب الاحتفاظ به.
  3. تقديم محفظة بديلة لاستخدام الفائض من احتياطيات 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:

## 1. 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 (1981-2020)، 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 التنويع، 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 Golod 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 (1999-2020)، وركزت هذه الدراسة على الطريقة التي يمكن لمقنتيات الذهب النقدية أن تخفف من المخاطر الناشئة عن الشذوذ في الميزانية العمومية للبنك المركزي، ولأسيما 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، ولأسيما 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 الاحتياطات الأجنبية من حيث عناصرها بأنها (الأصول الخارجية، والعملات الأجنبية، وسندات بالعملة الأجنبية، والذهب تحت سيطرة البنك المركزي) (الخياط وأخرون، 2018: 11).

أخذت البنوك المركزية بتجميع الاحتياطات 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 الاحتياطات الدولية إلى مجموعة من الدوافع منها رئيسة وأخرى مرتبطة بأهداف تسعى السلطات النقدية إلى تحقيقها وهي تتلخص بالنقاط الآتية: ([www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk))

1. 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.

2. 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 المعومة فإنها تحتفظ بالاحتياطات التي قد ترغب في التدخل لإدارة التعويم والتأثير على معدل تداول عملتها.

3. 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.

4. تحتفظ العديد من البلدان بالاحتياطات كمصدر للأموال لدفع النفقات الحكومية في الخارج.

5. تستخدم الاحتياطات دفاعاً ضد حالات الطوارئ والكوارث من خلال صندوق لتمويل الانتعاش وإعادة البناء وهذا مناسب أكثر للبلدان الصغيرة لتوفير التأمين الذاتي.

6. 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 الاحتياطات الأجنبية

تطورت فنون إدارة الاحتياطات 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 الاحتياطات 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 للاحتياطات الأجنبية دفعت العديد من البنوك المركزية إلى زيادة التركيز على تحقيق عوائد إضافية عن طريق تنويع الأصول والعملات في محافظهم وهذا يعكس العلاقة بين استخدام الاحتياطات 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).

1. شريحة السيولة ( رأس المال العامل): وهي شريحة مخصصة حصرياً للأصول التي تفي بمتطلبات مقدار معين من السيولة، مما يحد من مدى استثمار احتياطات 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 احتياطات العملات الأجنبية في الأصول التي تعتبر أقل أمناً.
2. 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، 2021: 59)، والجدول (1) يوضح أهم المكونات الرئيسة للمحفظة الاحتياطية الفعلية وإجمالي الاحتياطات خلال مدة الدراسة.

جدول (١) مكونات المحفظة النقدية للاحتياطيات الرسمية للبنك المركزي العراقي لمدة (٢٠١٠ - ٢٠٢١) (مليون دولار أمريكي)

| سنة              | التفاصيل |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|------------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                  | 2021     | 2020   | 2019   | 2018   | 2017   | 2016   | 2015   | 2014   | 2013   | 2012   | 2011   |
| المجموع          | 1,450    | 1,450  | 1,182  | 1,182  | 1,184  | 1,182  | 1,182  | 1,166  | 1,166  | 1,166  | 1,170  |
|                  | 64,211   | 55,831 | 67,581 | 66,657 | 51,325 | 47,102 | 56,455 | 68,823 | 80,408 | 71,280 | 63,454 |
|                  | 100      | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    |
|                  | 100      | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    |
| SDR              | 1,923    | 1,979  | 1,900  | 1,911  | 1,952  | 1,841  | 2,645  | 2,448  | 3,551  | 3,383  | 3,557  |
|                  | 13       | 13     | 16     | 16     | 16     | 15     | 22     | 21     | 25     | 25     | 25     |
|                  | 100      | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    |
|                  | 100      | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    |
| الاحتياطي بالذهب | 5,636    | 5,855  | 4,716  | 3,928  | 3,746  | 3,349  | 3,069  | 3,465  | 1,632  | 1,595  | 2,98   |
|                  | 388      | 403    | 399    | 331    | 312    | 283    | 260    | 246    | 103    | 103    | 218    |
|                  | 100      | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    |
|                  | 100      | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    |
| النقد الأجنبي    | 1,875    | 3,371  | 983    | 2,075  | 1,549  | 2,052  | 1,877  | 5,303  | 4,584  | 1,981  | 1,321  |
|                  | 128      | 233    | 83     | 173    | 130    | 173    | 158    | 455    | 324    | 142    | 116    |
|                  | 100      | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    |
|                  | 100      | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    |

المصدر: من إعداد البانكة بالاعتماد على:

-البنك المركزي العراقي، القوائم المالية (٢٠١٠-٢٠٢٢).

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

في سعر النفط بشكل كبير على قيمة الاحتياطيات، فضلاً عن الظروف الاقتصادية والسياسية التي مرّ بها البلد خلال الفترة ذاتها. وفيما يلي أهم المكونات الرئيسة للمحفظة الفعلية للبنك المركزي العراقي:

## 1. النقد الأجنبي

سجلت محفظة الاستثمار بالنقد الأجنبي نمواً في الأعوام 2010 إلى 2013 على التوالي بقيمته (49,358) مليون دولار أمريكي ما نسبته 93% من إجمالي محفظة الاحتياطات الأجنبية لتصل إلى (75,225) مليون دولار أمريكي بنسبة 94%، كذلك شهدت محفظة الاستثمار بالنقد الأجنبي تذبذباً خلال المدة المتبقية من 2014 إلى 2021 بسبب الأوضاع التي مرّ بها العراق من حرب داعش 2014 وما خلفه وباء كوفيد 19، بحيث سجلت محفظة الاستثمار بالنقد الأجنبي أقل مستوى لها عام 2020 لتصل إلى (47,997) مليون دولار بنسبة 86% من إجمالي محفظة الاحتياطات الأجنبية، لتعاود الارتفاع مجدداً عام 2021 بقيمة (56,652) مليون دولار أمريكي أي بنسبة 2% مقارنة بعام 2020.

## 2. احتياطي الذهب

يبدو أن سياسة البنك المركزي العراقي كانت تتمثل بعدم رغبته امتلاك الذهب في محفظة الاحتياطات الرسمية في السنوات السابقة، فقد كان رصيده من الذهب حتى عام 2004 صفراً، وبدأ بشراء الذهب نهاية عام 2004 بكمية مقتناه (5.9) طن، واستمرت هذه الكمية لغاية نهاية عام 2012، ثم زادت كمية الذهب إلى (29.8) طن، بحسب ما جاء بتقرير مجلس الذهب العالمي، وقد ارتفعت كمية الذهب نهاية عام 2013 إلى (42.2) طن، كذلك زاد البنك المركزي مشترياته من الذهب نهاية عام 2014 إلى (89.8) طن، وحافظ البنك المركزي على هذا المستوى من الذهب حتى منتصف عام 2018، فقد زادت الكمية إلى (96.3) طن، وسجلت كمية الذهب ارتفاعاً طفيفاً عام 2021 فقد سجلت كمية (96.4) طن من الذهب ([www.gold.org](http://www.gold.org)).

ويتضح من خلال الجدول (1) أن محفظة الاستثمار بالذهب شهدت نمواً إيجابياً بقيمة (266) مليون دولار أمريكي عام 2010 بنسبة أقل من 1% من إجمالي محفظة الاحتياطات الأجنبية إلى (5,636) مليون دولار أمريكي عام 2021 أي بنسبة أكثر من 8% مقارنة بعام 2010، ويعزى السبب إلى ارتفاع كمية الذهب المقتناة من قبل البنك المركزي وارتفاع القيمة التعادلية للذهب خلال المدة المذكورة آنفاً.

## 3. حقوق السحب الخاصة (SDR)

استحدثت وحدة حقوق السحب الخاصة (SDR) عام 1969، 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](http://www.annd.org)).

ويبين الجدول (1) أن حصة العراق من وحدة حقوق السحب الخاصة بلغت 3,604 مليون دولار أمريكي عام 2010 بنسبة 7% 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 2016 بقيمة 1,841 مليون دولار أمريكي وبنسبة انخفاض 0.04%). كذلك سجلت المحفظة تذبذباً ما بين 1,952 مليون دولار أمريكي عام 2017 و 1,923 مليون دولار أمريكي عام 2021 وبنسب تراوحت من 0.04% (و) 0.03% 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 (2) المتحصلات النقدية للمحفظة الاحتياطية الرسمية الفعلية، ومدى مساهمتها في تحقيق أهداف البنك المركزي، أظهرت نتائج الجدول (2) أن رصيد المتحصلات النقدية سجل انخفاضاً في الأعوام 2010، 2011، 2014، 2015، 2016، 2021، وبمبالغ 431.7-، 1,647.4-، 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 61% من مجموع الاحتياطيات الأجنبية، يليه اليورو بنسبة 26.6%، والباون الاسترليني 12% (والدولار الاسترالي 0.4% من مجموع الاحتياطيات CBI، 2015: 35).

عمل البنك المركزي على تنويع محافظته الاستثمارية في عام 2016 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 (2) المتحصلات النقدية للمحفظة الاحتياطية الرسمية الفعلية للبنك المركزي العراقي للمدة

(. مليون دولار أمريكي)

| إجمالي الإيرادات | إيراد تحويل العملات | إيراد إعادة تقييم الذهب | إيراد فوائد / حسابات | إيراد فوائد السندات | السنة |
|------------------|---------------------|-------------------------|----------------------|---------------------|-------|
|------------------|---------------------|-------------------------|----------------------|---------------------|-------|

سيناريو استثمار فوائض الاحتياطات الرسمية للعراق بالذهب للمدة (2010-2021)

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

المصدر:

- البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث والتقارير المالية للمدة (2010-2021).

- النسب المالية تجميع واحتساب الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للبنك المركزي العراقي للمدة

(2010-2021).

يلاحظ من الجدول (2) انخفاض رصيد المتحصلات النقدية لجميع الأدوات المالية للمحفظة في عام 2016، ويظهر تأثيرها إيجابياً في عام 2017 إذ سجلت المحفظة نمواً إيجابياً خلال العام ليبلغ (2,344) مليون دولار أمريكي مقارنة بالعام السابق، كما شهد رصيد المتحصلات النقدية انخفاضاً عام 2018 ليبلغ (325.2) مليون دولار أمريكي، بينما حققت نمواً إيجابياً عام 2019 و2020 بواقع (1,843.4، 10,704.5) 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 2021 ليبلغ (283) مليون دولار أمريكي.

يلاحظ من خلال الجدول (2) أن إجمالي المتحصلات النقدية خلال مدة الدراسة سجلت مبلغاً إجمالياً (9,947) مليون دولار أمريكي، إذ كان إجمالي رصيد إيرادات السندات خلال مدة الدراسة (3,518) مليون دولار أمريكي ونسبة (35.36%)، وإجمالي إيرادات فوائد الحسابات (1,322) مليون دولار أمريكي ونسبة (13.29%)، وإجمالي إيرادات إعادة تقييم الذهب (2,451) مليون دولار أمريكي ونسبة (24.64%)، وإجمالي إيرادات

تحويل العملات (2,656) مليون دولار أمريكي ونسبة 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 الاحتياطات من مخاطر السوق والنقد الأجنبي، وذلك بوضع خصائص لمحفظة أصول معينة تضاهي مجموعة من الخصوم الأجنبية المقابلة (IMF, 2001: 26).

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 الرئيسة في إدارة هذه المحفظة هو حجمها وليس تركيب الأصول لديها (ثوين وآخرون، 2021: 60).

تعتبر شريحة السيولة عن الحد الأدنى المطلوب لحجم الاحتياطي الأمثل التي يجب الاحتفاظ به في أصول يمكن تسليها 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 الاحتياطات الرسمية للبنك المركزي العراقي، ينبغي أولاً تحديد المستوى الأمثل لكفاية احتياطات 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 الاحتياطات تقدير لما يعتبر مستوى ملائماً لها، وذلك لضمان توفيرها كجزء من عملية وضع أولويات ملائمة للاستثمار (<https://www.imf.org/external/f>).

إن مستوى الاحتياطات تحكمه عدة اعتبارات تختلف من دولة إلى أخرى، ولا يوجد حجم أو مستوى أمثل عام أو مقياس كمي مطلق يصلح للدول كافة، فالحجم المناسب

سيناريو استثمار فوائض الاحتياطات الرسمية للعراق بالذهب للمدة (2010- 2021 )

والأمن من الاحتياجات التي يجب البحث عنها وتحديد كمياً في ضوء واقع كل دولة وما يحيط بها من ظروف ومشاكل (بلقاسم، 2009: 13 )، 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 2011) واعتبر معياراً دولياً لقياس الحجم الأمثل للاحتياطي الأجنبي، وهو مقياس مركب يتضمن عدة عناصر وكما يأتي ( داغر وآخرون، 2019: 301 ):

- ♦ الصادرات EX: تعكس حالة انخفاض الطلب الخارجي أو حدوث صدمات للتبادل التجاري (البلدان الريعية خاصة).
- ♦ الديون الخارجية قصيرة الأجل ( الاستحقاق 12 شهرا).
- ♦ عرض النقد بالمفهوم الواسع 2M .
- ♦ المطلوبات الأخرى.

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

- سعر الصرف الثابت: 10% من الصادرات + 10% من عرض النقد 2M + 30%
- من الدين قصير الأجل + 15% من مطلوبات المحفظة المالية الأخرى.
- سعر الصرف المعوم: 5% من الصادرات + 5% من عرض النقد 2M + 30%
- من الدين قصير الأجل + 10% من مطلوبات المحفظة المالية الأخرى.
- ويتضح جلياً من خلال الجدول (3) أن العراق يمتلك احتياطات تفوق الحجم الأمثل لكفاية الاحتياطات لجميع سنوات الدراسة طبقاً للمعيار المذكور، وعليه يعتبر العراق من الدول عالية الاحتياطي. والجدول (3) يوضح المستوى الأمثل للاحتياطات الأجنبية للبنك المركزي العراقي للمدة (2010-2021).

الجدول (3) تقدير المستوى الأمثل للاحتياطات الرسمية للبنك المركزي العراقي للمدة (2010- 2021 ) (مليون دولار أمريكي)

| السنة | الصادرات فوب |       | عرض النقد بالمفهوم الواسع 2M |       | تدفقات الاستثمارات الأجنبية في الحافظة المالية |       | الدين الخارجي قصير الأجل |     | الاجمالي من كفاية الاحتياطات الأجنبية |    | الاجمالي الاحتياطات الأجنبية | الاجمالي الاحتياطات الى الاحتياجات من ها |    |
|-------|--------------|-------|------------------------------|-------|------------------------------------------------|-------|--------------------------|-----|---------------------------------------|----|------------------------------|------------------------------------------|----|
|       | القيمة       | 10%   | القيمة                       | 10%   | القيمة                                         | 15%   | القيمة                   | 30% | القيمة                                | %  | القيمة                       | القيمة                                   | %  |
| 2010  | 51,764       | 5,176 | 51,612                       | 5,161 | 18,384                                         | 2,758 | 0                        | 0   | 13,095                                | 23 | 56,566                       | 43471                                    | 77 |

|      |        |       |        |       |        |       |   |   |        |    |        |       |    |
|------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|---|---|--------|----|--------|-------|----|
| 2011 | 79,681 | 7,968 | 61,691 | 6,169 | 26,190 | 3,928 | 0 | 0 | 18,066 | 27 | 66,712 | 48646 | 73 |
| 2012 | 94,209 | 9,421 | 66,199 | 6,620 | 44,502 | 6,675 | 0 | 0 | 22,716 | 31 | 73,017 | 50301 | 69 |
| 2013 | 87,768 | 8,777 | 76,768 | 7,677 | 19,692 | 2,954 | 0 | 0 | 19,407 | 24 | 82,327 | 62920 | 76 |
| 2014 | 83,981 | 8,398 | 79,750 | 7,975 | 2,199  | 330   | 0 | 0 | 16,703 | 25 | 67,895 | 51192 | 75 |
| 2015 | 43,442 | 4,344 | 71,512 | 7,151 | 2,597  | 390   | 0 | 0 | 11,885 | 21 | 56,083 | 44198 | 79 |
| 2016 | 40,759 | 4,076 | 76,536 | 7,654 | 5,238  | 786   | 0 | 0 | 12,515 | 27 | 45,679 | 33164 | 73 |
| 2017 | 57,559 | 5,756 | 78,427 | 7,843 | 5,172  | 776   | 0 | 0 | 14,374 | 29 | 49,615 | 35241 | 71 |
| 2018 | 86,360 | 8,636 | 80,703 | 8,070 | 5,115  | 767   | 0 | 0 | 17,474 | 27 | 64,641 | 47167 | 73 |
| 2019 | 81,585 | 8,159 | 87,514 | 8,751 | 1,285  | 193   | 0 | 0 | 17,103 | 26 | 64,815 | 47712 | 74 |
| 2020 | 46,829 | 4,683 | 82,694 | 8,269 | 9,350  | 1,403 | 0 | 0 | 14,355 | 28 | 51,956 | 37601 | 72 |
| 2021 | 73,084 | 7,308 | 96,473 | 9,647 | 7,796  | 1,169 | 0 | 0 | 18,125 | 30 | 60,499 | 42374 | 70 |

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على:

- البنك المركزي العراقي ، دائرة الإحصاء والأبحاث، التقرير الاقتصادي السنوي للمدة (2010-2021)

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

- البنك المركزي العراقي، تقرير السياسة النقدية للمدة (2010-2021) وهو متاح

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

عند تتبع تطور الحجم الأمثل لكفاية الاحتياطيات في الجدول (3) يتضح أن الاحتياطيات الرسمية تتراوح ما بين (11,885) مليون دولار أمريكي سنة 2015 وبنسبة (21%) (من إجمالي الاحتياطيات البالغة) (56,455) مليون دولار أمريكي ، وهي أقل قيمة للحجم الأمثل للاحتياطيات، وأعلى قيمة كانت عام 2012 بلغت (22,716) مليون دولار أمريكي وبنسبة (31%) (من إجمالي الاحتياطيات البالغة) (71,230) مليون دولار أمريكي، واستناداً لهذا المقياس يعد العراق من الدول التي تبالغ في حجم الاحتياطيات الرسمية، فإن حجمها تجاوز الحجم الأمثل، والبنك المركزي العراقي يحتفظ باحتياطيات رسمية تفوق من 300% إلى 400% من الاحتياج للاحتياطيات 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 الاحتياطيات

بعد استبعاد الحجم الأمثل للاحتياطيات 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(4) 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:

1. تحديد مستوى الاحتياطيات الرسمية الفائضة وهي الباقي من إجمالي الاحتياطيات بعد طرح المستوى الأمثل لحجم الاحتياطيات في الجدول(3)، إذ يتم أخذ الفائض ويستثمر جميعه ذهباً.

2. 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](http://www.gold.org)) . ويحدد سعر شراء الطن الواحد وتم استخراج من خلال المعادلة التالية:

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

مع العلم أن الطن الواحد يساوي (32,151) أونصة وتم الاعتماد في حسابه على برنامج تحويل الوحدات (<https://play.google.com/store/apps/details?hl=ar>) (Unit Conerter).

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

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

4. واعتماداً على سعر بيع الأونصة نهاية المدة ، على فرض أن البنك المركزي يعيد تقييم الذهب نهاية المدة أي في 31 كانون الأول من كل سنة وهو يعبر عن سعر الاغلاق للذهب ، وتم الاعتماد على أسعار الأونصة المنشورة في موقع الذهب العالمي ([www.gold.org](http://www.gold.org)) . ثم تحديد سعر الطن وتم استخراج 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 استخراج من خلال المعادلة التالية:

**قيمة الذهب المباع تساوي كمية الذهب المشتراة مضروباً في سعر بيع الطن.**

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

**إعادة تقييم الذهب يساوي قيمة الذهب المباعة مطروحاً منه الفائض المستخدم في**

**شراء الذهب .**

6. 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.

7. توزيع الحجم الأمثل من الاحتياطات ما بين سندات وعمليات ووحدة حقوق السحب الخاصة والذهب بحسب النسب التي يعتمدها البنك المركزي العراقي في توزيع الاحتياطات الرسمية كما في جدول (1) وذلك لتحقيق سياسته في تحقيق السيولة المطلوبة.

### ثانياً. هيكلية المحفظة الاحتياطية الرسمية في ظل سيناريو الاستثمار بالذهب

يوضح الجدول (4) هيكلية المحفظة الاحتياطية المقترحة، على فرض أن البنك المركزي العراقي زاد حيازته من الذهب فإن كلاً من السندات ووحدة حقوق السحب الخاصة والعمليات سوف تتخفف وبحسب النسبة المبينة في الجدول ، كما عكس الجدول (5) قيم التغيير ونسبه بين المحفظتين الفعلية والمقترحة.

وكما هو واضح من نتائج الجدول (4)، فإن أعلى قيمة شهدتها محفظة الاستثمار بالذهب كانت عام 2011 إذ بلغت (55,851 مليون دولار، ونسبة ارتفاع 75.5% مقابل الأدوات المالية الأخرى، وهذا الارتفاع انعكس إيجابياً على إجمالي الاحتياطيات الرسمية للبنك المركزي العراقي للعام ذاته، ليبلغ (10,378 مليون دولار أمريكي عما كانت عليه في عام 2010 ونسبة ارتفاع 16%.

وشهدت محفظة الاستثمار بالذهب المقترحة أعلى خسارة لها عام 2014 إذ سجلت (34,980 مليون دولار أمريكي ونسبة 68.8% من إجمالي المحفظة مقابل الأدوات المالية الأخرى بحيث انخفضت الاحتياطيات الرسمية خلال هذا العام بمقدار (17,981- مليون دولار أمريكي، بسبب انخفاض أسعار الذهب عالمياً فقد سجل سعر الذهب على أساس السعر في سوق لندن (1,199.25 دولاراً أمريكياً للأونصة مقارنة بـ (1,201.5 (للعام الماضي) البنك المركزي ، 2014: 9)، هذا ما أدى إلى انخفاض الاحتياطيات الرسمية من (63,823 مليون دولار أمريكي إلى (50,842 مليون دولار أمريكي، كما يجب الإشارة إلى أن إجمالي الاحتياطيات في عام 2010 هي نفسها لم يطرأ عليها تغيير، على اعتبار إن أثر التغيير يكون على السنة التالية أي عام 2011.

الجدول (4) محفظة الاحتياطيات الرسمية البديلة للبنك المركزي العراقي للمدة (2021- 2010)

(مليون دولار)

| السنة | الذهب حسب المقترح |      | سندات مقترح |      | حقوق السحب مقترح |     | عمليات مقترح |      | الاحتياطيات اجمالي مقترح |     |
|-------|-------------------|------|-------------|------|------------------|-----|--------------|------|--------------------------|-----|
|       | القيمة            | %    | القيمة      | %    | القيمة           | %   | القيمة       | %    | القيمة                   | %   |
| 2010  | 40,199            | 75.5 | 7,531       | 14.1 | 887              | 1.7 | 4,612        | 8.7  | 53,228                   | 100 |
| 2011  | 55,851            | 75.6 | 11,289      | 15.3 | 1,013            | 1.4 | 5,679        | 7.7  | 73,832                   | 100 |
| 2012  | 54,305            | 71.0 | 13,887      | 18.2 | 1,079            | 1.4 | 7,241        | 9.5  | 76,512                   | 100 |
| 2013  | 63,296            | 76.9 | 10,576      | 12.8 | 857              | 1.0 | 7,580        | 9.2  | 82,309                   | 100 |
| 2014  | 34,980            | 68.8 | 9,407       | 18.5 | 594              | 1.2 | 5,861        | 11.5 | 50,842                   | 100 |
| 2015  | 44,899            | 80.0 | 6,877       | 12.3 | 557              | 1.0 | 3,805        | 6.8  | 56,138                   | 100 |
| 2016  | 31,541            | 73.1 | 6,083       | 14.1 | 489              | 1.1 | 5,053        | 11.7 | 43,167                   | 100 |

سيناريو استثمار فوائض الاحتياطات الرسمية للعراق بالذهب للمدة 2010- 2021 )

|         |         |      |         |      |       |     |        |      |         |     |
|---------|---------|------|---------|------|-------|-----|--------|------|---------|-----|
| 2017    | 41,866  | 75.9 | 7,535   | 13.7 | 547   | 1.0 | 5,244  | 9.5  | 55,191  | 100 |
| 2018    | 51,954  | 76.0 | 10,628  | 15.5 | 501   | 0.7 | 5,315  | 7.8  | 68,397  | 100 |
| 2019    | 51,743  | 76.5 | 9,722   | 14.4 | 481   | 0.7 | 5,706  | 8.4  | 67,653  | 100 |
| 2020    | 49,327  | 79.3 | 5,663   | 9.1  | 509   | 0.8 | 6,677  | 10.7 | 62,176  | 100 |
| 2021    | 51,736  | 75.8 | 8,587   | 12.6 | 543   | 0.8 | 7,404  | 10.8 | 68,270  | 100 |
| المجموع | 571,696 |      | 107,786 |      | 8,056 |     | 70,178 |      | 757,716 |     |

المصدر: من اعداد وحساب الباحثة

كذلك أظهرت بيانات الجدول (4) أداءً إيجابياً خلال الأعوام 2010، 2011، 2012، 2013، 2017، 2018، 2019، 2020، 2021 بنسب 16%، 7%، 2%، 8%، 3%، 0.11%، 11%، 6% على التوالي للمحفظة المقترحة في الاستثمار بالذهب بحسب هذا السيناريو، كما سجلت نمواً سلبياً خلال الأعوام 2014، 2015، 2016 وبنسب -26%، -1%، -8% على التوالي.

الجدول (5) إجمالي الاحتياطات الرسمية الفعلية وسيناريو الذهب للمدة 2010-2021 (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 (2) والجدول (1)

وسجل الأداء الكلي للمحفظة خلال سنوات الدراسة نمواً إيجابياً إذ ارتفع إجمالي الاحتياطيات الرسمية خلال هذه المدة (2010-2021) ما قيمته (757,716) مليون دولار أمريكي مقابل (746,305) مليون دولار أمريكي للمحفظة الفعلية للبنك المركزي العراقي، أي بنسبة ارتفاع 2% لصالح محفظة الاستثمار بالذهب المقترحة. كما هو موضح بالجدول (4). 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 (5) 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 2%، 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 (4) هيكلية المحفظة المقترحة الذي يعكسه سيناريو الاستثمار بالذهب، الجدول (6) يوضح المتحصلات النقدية للمحفظة نفسها خلال مدة الدراسة (2010-2021)، 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 (6) المتحصلات النقدية لمحفظة الاستثمار بالذهب للبنك المركزي العراقي للمدة (2010-2021) (مليون دولار أمريكي)

| الجمالي عائدات البديل<br>(المقترح) | إيراد<br>الذهب | إيراد<br>إعادة تقييم<br>حسب<br>(المقترح) | أرباح تحويل العملات<br>(مقترح) | إيرادات فوائده<br>حسابات<br>(مقترح) | إيرادات فوائده<br>سندات (مقترح) | السنة |
|------------------------------------|----------------|------------------------------------------|--------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------|-------|
|------------------------------------|----------------|------------------------------------------|--------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------|-------|

سيناريو استثمار فوائض الاحتياطات الرسمية للعراق بالذهب للمدة (2010- 2021 )

|         | النسبة % | قيمة     | النسبة % | قيمة    | النسبة % | قيمة    | النسبة % | قيمة | النسبة % |
|---------|----------|----------|----------|---------|----------|---------|----------|------|----------|
| 2010    | 100      | 8311.21  | 105      | 102.3   | 5956.54  | 3.64-   | 211.99-  | 0.34 | 19.5     |
| 2011    | 100      | 3051.49  | 93.75    | 101.7   | 2860.87  | 2.946   | 89.9     | 0.50 | 15.1     |
| 2012    | 100      | 17412.5- | 101.7    | 17715-  | 1.42-    | 246.45  | 0.06-    | 11   | 0.26-    |
| 2013    | 100      | 2250.49- | 76.98    | 1732.4- | 24.81    | 558.45- | 0.46-    | 10.4 | 1.33-    |
| 2014    | 100      | 5284.84- | 96.59    | 5104.5- | 4.141    | 218.85- | 0.15-    | 7.81 | 0.58-    |
| 2015    | 100      | 2321.4   | 113.5    | 2635.49 | 15.9-    | 368.92- | 0.80     | 18.6 | 1.56     |
| 2016    | 100      | 5043.82  | 89.22    | 4499.99 | 8.869    | 447.33  | 0.78     | 39.5 | 1.13     |
| 2017    | 100      | 522.41   | 83.99    | 438.79  | 24.6-    | 128.64- | 14.17    | 74   | 26.46    |
| 2018    | 100      | 8477.07  | 96.73    | 8199.68 | 0.3-     | 25.78-  | 1.10     | 93   | 2.48     |
| 2019    | 100      | 19178.9  | 88.35    | 16943.8 | 10.9     | 2089.88 | 0.20     | 39   | 0.55     |
| 2020    | 100      | 2035.99- | 99.12    | 2018.2- | 5.197    | 105.82- | 0.47-    | 9.57 | 3.85-    |
| 2021    | 100      | 25747.1  | 92.03    | 23695.7 | 3.029    | 779.95  | 1.34     | 346  | 3.59     |
| المجموع |          |          |          |         |          |         |          |      |          |

المصدر: موقع الذهب العالمي وهو متاح على:

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

- تجميع واحتساب الباحثة بالاعتماد على الجدول (2) والملاحق (3).

أظهرت نتائج الجدول (6) أن محفظة الاستثمار بالذهب شهدت نمواً إيجابياً في الأعوام 2010، 2011، 2012، 2016، 2017، 2018، 2019، 2020، وبنسب (105%، 93.75%، 102.3%، 113.5%، 89.22%، 83.99%، 96.73%، 88.35%) على التوالي من إجمالي الإيرادات لكل عام، وعلى مستوى المحفظة الاستثمارية المقترحة سجلت محفظة الاستثمار بالذهب أعلى مستوى لها عام 2016 وبنسبة 113.5% ما قيمته 2,632.49 (مليون دولار أمريكي متوقفاً بذلك على الإيرادات الكلية لكل أداة مالية للعام ذاته، كما تراجع أداء محفظة الاستثمار بالذهب خلال الأعوام 2013، 2014، 2015، 2021، وبنسب 101.7%، 76.98%، 96.59%، 99.12%، على التوالي بسبب تراجع أسعار الذهب عالمياً، أما على أساس مستوى المحفظة الاستثمارية المقترحة فقد سجلت أعلى خسارة لها في عام 2013 وبنسبة 101.7%، ما قيمته 17,715- (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 25,747 (مليون دولار أمريكي مقابل ما حققته المحفظة التقليدية للبنك المركزي خلال سنوات الدراسة 9,947 (مليون دولار أمريكي. وكما هو مبين في الجدول (6).

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 (15,799.95) مليون دولار أمريكي، أي بنسبة تغيير 158.84%، 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 الأثر 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

1. 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.
2. 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 بالقدر 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 يساهم 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.

3. أثبتت نتائج التحليل أن العراق بإمكانه الاستثمار ببدائل 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

1. الاحتياطيات الرسمية هي أصول أجنبية تحتفظ بها البنوك المركزية، بهدف اقتصادي واستثماري، وتركز في إداراتها 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 الاحتياطيات في أصول آمنة، بغية تحقيق أهداف احترازية تلبي متطلبات السيولة قصيرة الأجل والأمان بشكل عام، والثانية بناء شريحة الاستثمار، إذ تستثمر الأرصدة الفائضة من الاحتياطيات في أصول يكون تركيزها أكبر على العائد بعد تجرع البنك المركزي المزيد من المخاطرة.

2. على البنك المركزي العراقي الأخذ بالإصلاحات التي تركز على التنويع الاقتصادي والمالي، والتي تتضمن تعزيز الإيرادات غير النفطية والذهب أبعد من تخفيف آثار الاحتفاظ بالاحتياطيات 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 للاحتياطيات الرسمية، ففي ضوء إطار مسار الاستثمار بالذهب من المتوقع أن ترتفع الاحتياطيات الرسمية والمتحصل منها، مما يدعو إلى النظر في هذا السيناريو.

### المصادر

#### 1. المصادر العربية

1. بلقاسم، زاير، 2009، كفاية الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مجلة اقتصادات شمال افريقيا، العدد السابع، الصفحات 45\_74، جامعة وهران، الجزائر.
2. ثويني وآخرون، 2021، البنك المركزي العراقي، الدوار.. والمهمات.. وخيارات المستقبل، الطبعة الاولى، ص 56، مركز الرافين للحوار للطباعة والنشر، بغداد، العراق.

3. الخياط وآخرون، عدنان حسين يونس، صفاء عبد الجبار الموسوي، سلام كاظم شاني الفتلاوي، 2018، اقتصاديات الاحتياطيات الدولية، الطبعة الاولى، دار الايام للنشر والتوزيع، عمان، الاردن.
4. (IMF, 2013) صندوق النقد الدولي، 2013، الاحتياطيات الدولية والسيولة بالعملية الأجنبية: المبادئ التوجيهية لاعداد نموذج قياسي للبيانات، الطبعة العربية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية.
5. (IMF, 2001) صندوق النقد الدولي، 2001، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبي، صندوق النقد الدولي، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية.
2. التقارير والنشرات الرسمية
6. CBI، 2015، التقرير الاقتصادي السنوي، دائرة الإحصاء والباحث- البنك المركزي العراقي، بغداد، العراق.
7. CBI، 2017، التقرير الاقتصادي السنوي، دائرة الإحصاء والباحث- البنك المركزي العراقي، بغداد، العراق.
8. البنك المركزي العراقي، القوائم المالية (2010-2022).
9. البنك المركزي العراقي، دائرة الإحصاء والباحث، التقرير الاقتصادي السنوي (2010-2021).
11. البنك المركزي العراقي، دائرة الاستثمارات والتحويلات الخارجية، الاسعار المعتمدة لبيع وشراء العملات الأجنبية والذهب (2010-2021).
12. البنك المركزي العراقي، تقرير السياسة النقدية للمدة (2010-2021) وهو متاح (<https://cbi.iq/static/uploads/up/file-162997119969772.pdf>)
3. المصادر الأجنبية
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](http://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](http://www.bis.org)).
17. Castelli & Gerlach, Massimiliano and Stefan, 2019, (Centerl Banks are too risk averse as investors), SUERF POLICY

NOTE, Issue NO 78, [www.suerf.org/policynotes](http://www.suerf.org/policynotes) , EUROPEAN MONEY AND FINCE FORUM .

18. Mwase ,Nkunde,2012."**How Much Should I Hold? Reserve Adequacy In Emerging Markets and Small Islands**" international monetary fund, WP/12/205.
19. Nugee, John ,2011"**Center for Central Banking Studies, foreign exchange reserves management**" Bank of England,London, England.
20. Fender et al , Ingo, Mike McMorro, 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.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk).
22. [www.gold.org](http://www.gold.org) .
23. ([www.cbi.iq](http://www.cbi.iq).
24. [www.annd.org](http://www.annd.org).
25. <https://www.imf.org/external/f>