



محددات الطلب على الاحتياطات الدولية في الاقتصاد السعودي

د. محمد صلاح عفيفي

ملخص

الأهداف: حاولت الدراسة تحليل دالة طلب الاقتصاد السعودي على الاحتياطات الدولية خلال الفترة من 1980-2015.

المنهج: اعتمدت على التحليل الوصفي لتطورات أرصدة الاحتياطات الدولية والمتغيرات المرتبطة بها، واستخدمت الأسلوب القياسي بطريقة التكامل المشترك وتصحيح الخطأ في الوصول إلى أهم المحددات التي أثرت في دالة الطلب على الاحتياطات الدولية السعودية.

النتائج: توصلت الدراسة إلى أن كلاً من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، والأهمية التي يحتلها قطاع التجارة الخارجية، وسعر الفائدة الحقيقي في الاقتصاد الأمريكي، يرتبط بعلاقة طردية معنوية مع طلب الاقتصاد السعودي على الاحتياطات الدولية. وفي المقابل، ارتبط سعر الصرف الحقيقي الفعال ونسبة رصيد الاستثمار الأجنبي المباشر للناتج المحلي الإجمالي بعلاقة عكسية معنوية مع هذه الاحتياطات في الأجل الطويل. واتفق تحليل الأجل القصير وفق منهجية تصحيح الخطأ مع نتائج الأجل الطويل، باستثناء انعدام تأثير سعر الصرف الحقيقي الفعال في الطلب على هذه الاحتياطات.

الخاتمة: نتيجة لارتفاع مؤشرات التركيز في الاقتصاد السعودي، طالبت الدراسة السلطات النقدية بضرورة الوصول بتلك الاحتياطات إلى المعدلات الدولية المتعارف عليها، وذلك بالفصل الوظيفي بين منهجية تكوين الاحتياطات الدولية وإدارتها وبين منهجية تكوين صناديق الثروة السيادية وإدارتها، كما طالبتها بتحفيز الاستثمار المحلي والأجنبي الموجه للتصدير، لما له من تأثير إيجابي على تقليل تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطات الدولية في الأجلين القصير والطويل.

الكلمات المفتاحية: تحليل دالة الطلب، السعودية، الاحتياطات الدولية.

المقدمة

ثمة اتفاق نظري بين جمهور الاقتصاديين (زكي، 1994) على ضرورة احتفاظ أي اقتصاد بقدر ملائم من الاحتياطات الدولية تكون تحت تصرف سلطاته النقدية؛ كي تتجنب بها هذه السلطات اتخاذ قرارات نقدية تؤثر سلباً على باقي المتغيرات الاقتصادية؛ ففي حالة العجز الطارئ أو المؤقت في ميزان المدفوعات، يستخدم قدر من هذه الاحتياطات في موازنة جانب العرض في سوق الصرف الأجنبي. أما في حالة وجود فائض في ميزان المدفوعات؛ فتلجأ هذه السلطات إلى إعادة بناء ما تم استخدامه في فترات العجز. فالاحتياطات الدولية، وفق هذا المنظور الاقتصادي، تقوم فقط بدور الموازن النقدي بين جانبي العرض والطلب في سوق الصرف الأجنبي، حال نشوء تغيرات طارئة ومؤقتة فيه.

وعلى الرغم من تحمل السلطات النقدية لتكاليف اقتصادية للاحتفاظ بالاحتياطات الدولية في شكل أقرب إلى السيولة، فإن التجربة الدولية - سواء في الدول المتقدمة أو الدول النامية - تشير إلى أن العوائد من هذه الاحتياطات تبرر تحمل هذه التكاليف؛ بشرط أن يكون مقدار هذه الاحتياطات ملائماً للحاجة الفعلية للاقتصاد، التي تختلف من اقتصاد إلى آخر، ومن فترة إلى أخرى في الاقتصاد نفسه.

وإذا كانت إحدى السمات المميزة للاقتصاد السعودي هي تمتعه بقدر مرتفع من أرصدة الاحتياطات الدولية جعلته في المرتبة الثانية عالمياً في قيمتها، فإن ذلك يجعل من الضروري دراسة المحددات والنتائج المترتبة على لجوء سلطاته النقدية إلى تكوين هذا القدر المرتفع منها، وخصوصاً؛ لأنه يتسم، في المقابل، بدرجة مرتفعة من التركيز الاقتصادي في قطاع النفط. كما أنه في ضوء التزام الاقتصاد السعودي ببرنامج تنموي تحمله رؤيته الاقتصادية، يكون من الضروري معرفة مدى تأثير معدل النمو الاقتصادي والانفتاح الاقتصادي الخارجي على هذه الاحتياطات.

وعموماً، فإن الدراسة الحالية تحاول توضيح أهم العوامل المؤثرة في قرار

السلطات النقدية لتكوين الاحتياطيات الدولية خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام 1980 حتى عام 2015؛ حتى تتمكن من طرح توصياتها فيما يخص السياسات النقدية الملائمة للإدارة المثلى لهذه الاحتياطيات.

الإطار العام للدراسة

نعرض في هذا الإطار مشكلة الدراسة وأهميتها وأهدافها، كما نتناول فروضها وحدودها البحثية، ثم نختم ذلك بعرض المنهجية التي ستختبر بها تلك الفروض، ومصادر البيانات التي ستعتمد عليها.

مشكلة الدراسة وسؤالها البحثي

لم تلجأ السياسة الاقتصادية السعودية لتكوين رصيد مرتفع ومنتام من الاحتياطيات الدولية، كنتيجة لزيادة الفوائض المحققة من تجارتها الدولية خلال عقود ما بعد الطفرة النفطية في عام 1973 فحسب، وإنما لما يعانيه الاقتصاد السعودي أيضاً من ظاهرة التركيز الاقتصادي، الذي يأخذ أشكالاً متعددة، وخصوصاً تركّز كل صادراته في النفط. وفي ضوء التقلبات الحادة التي تشهدها أسعار النفط الخام في سوقه العالمي، كان لجوء السياسة الاقتصادية إلى هذا البديل لتقلل به مخاطر تلك التقلبات على باقي المتغيرات الاقتصادية الكلية المرتبطة بإيرادات النفط.

ومن المستقر عليه أن طلب أي اقتصاد للاحتياطيات الدولية يعتمد على عدد من المحددات الاقتصادية (Aizenman & Genberg, 2012). فحجم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وأهمية قطاع التجارة الخارجية ودرجة تركّزها، ومعدلات الفائدة في سوق رأس المال الدولي، وصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي، وأعباء خدمة الدين السنوية، وسياسة الصرف الأجنبي المتبعة – تفسر في مجموعها أهم تلك المحددات. وبطبيعة الحال، يختلف الحجم الأمثل لتلك الاحتياطيات من دولة إلى أخرى، ومن فترة إلى أخرى في الدولة نفسها. ويرجع هذا الاختلاف إلى تأثير كل محدد من المحددات السابقة ودرجة أهميته في طلب الدولة على تلك الاحتياطيات.

وعلى الرغم من كون الاحتياطات الدولية تقلل من درجة مخاطرة تعرض الاقتصاد للصدمات الخارجية، فإن تكلفة الاحتفاظ بها في شكل سائل؛ نتيجة لارتفاع العوائد المتوقعة للفرصة الاستثمارية البديلة، ونتيجة لتقلبات سعر الصرف الحقيقي الفعال، يضع على عاتق السياسة الاقتصادية عبء تحديد الحجم الأمثل من تلك الاحتياطات؛ بهدف التوفيق بين هذين الاعتبارين المتعارضين.

ولما كانت إحدى الوظائف الرئيسية للسياسة النقدية السعودية تتبدى في محاولة التوفيق بين تكوين حجم آمن وملائم لتلك الاحتياطات، وبين اعتبارات توظيفها في أوعية استثمارية دولية، تدر عائداً يقلل من تكلفة الاحتفاظ بها في شكل سائل، فإن السؤال الرئيسي الذي تحاول الدراسة الإجابة عنه هو: ما المحددات التي تفسر طلب الاقتصاد السعودي على الاحتياطات الدولية، وتحدد الحجم الأمثل لها؟ والإجابة عن هذا السؤال تسمح لنا بعرض مقترحاتنا في الطريقة المثلى لإدارة تلك الاحتياطات.

أهداف الدراسة

تهدف الدراسة، بصفة رئيسية، إلى تبيان أهم المحددات التي تفسر طلب الاقتصاد السعودي على الاحتياطات الدولية، مع إبراز الأهمية النسبية لكل منها، واتجاه علاقته بحجم تلك الاحتياطات خلال فترة الدراسة. ويشتمل من هذا الهدف العام عدد من الأهداف الفرعية، هي:

- توضيح أثر النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي على طلب الاقتصاد السعودي للاحتياطات الدولية.
- تحديد مدى تأثير حجم قطاع التجارة الخارجية على طلب الاقتصاد السعودي على تلك الاحتياطات.
- توضيح الرابط بين قيمة سعر الصرف الحقيقي الفعال في الاقتصاد السعودي وطلبه على تلك الاحتياطات.
- إبراز شكل العلاقة بين التغير في تكلفة الاقتراض في سوق رأس المال

- الدولي والطلب على تلك الاحتياطات الدولية في الاقتصاد السعودي.
- تحديد دور أرصدة الاستثمار الأجنبي المباشر في التأثير على الطلب على تلك الاحتياطات الدولية.

أهمية الدراسة

فكرياً، فإن الدراسة مهمة؛ لأنها تسهم في إثراء الجدل الدائر حول كفاية الاحتياطات الدولية في الدول النامية، وتحديداً الدول النامية المصدرة للمواد الخام. فتحديد المستوى الكافي من هذه الاحتياطات بمعرفة المحددات الرئيسية للطلب عليها، يساعد في حصر الفائض منها لاستخدامه في تمويل التنمية في تلك الدول، كما يقلل من تكلفة الفرصة المضيعة الناتجة من الاحتفاظ بها في شكل سائل. وبمعنى آخر، فإن الدراسة تسهم في إثراء النقاش الفكري حول المبررات التي تجعل الدول النامية تجتهد في تكوين مقادير مرتفعة من الاحتياطات الدولية، حتى ولو أتت على حساب ارتفاع تكاليف هذه الاحتياطات. أما الأهمية التطبيقية للدراسة؛ فتظهر في محاولتها تحديد المتغيرات الاقتصادية التي تفسر طلب الاقتصاد السعودي على الاحتياطات الدولية، كما ستعمل على تحديد الوزن النسبي لكل متغير على حدة. ولما كان الاقتصاد السعودي يعاني من ضعف في مؤشرات التنوع الاقتصادي المختلفة، فإن ذلك يكسبها أهمية تطبيقية إضافية، وهي تقيس محددات الطلب على الاحتياطات فيه؛ ذلك لأن العلاقة الوطيدة بين ارتفاع درجة التركيز الاقتصادي ودرجة مخاطر الصدمات الخارجية، تقتضي المعرفة الدقيقة للعوامل التي تؤثر في الطلب على تلك الاحتياطات؛ لكي تتمكن السياسة الاقتصادية من إدارتها بطريقة توفق بين اعتبارات الأمان واعتبارات السيولة واعتبارات الربحية.

فروض الدراسة وحدودها

- للدراسة عدة فروض، تحاول اختبار صحتها عبر منهجها التحليلي؛ فهي تفترض أن:
- الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي السعودي يؤثر طردياً على حجم

الاحتياطات الدولية.

- هناك علاقة طردية بين أهمية قطاع التجارة الخارجية والطلب على الاحتياطات الدولية في الاقتصاد السعودي.
 - هناك علاقة عكسية بين التغيرات في سعر الصرف الحقيقي الفعال REER والطلب على الاحتياطات الدولية
 - طلب الاقتصاد السعودي على الاحتياطات الدولية يرتبط بعلاقة طردية بالتغيرات في سعر الفائدة في الاقتصاد الأمريكي، كمتغير كفيل عن العائد في سوق رأس المال الدولي.
 - توجد علاقة طردية بين الطلب على الاحتياطات الدولية وأرصدة الاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصاد السعودي.
- وتتمثل حدود الدراسة المكانية في كونها تقيس محددات الطلب على الاحتياطات الدولية في الاقتصاد السعودي، دون أن يعني ذلك أنها لن تُجري مسحاً للأدبيات التي حاولت قياس تلك المحددات في التجارب الدولية؛ إذ إن ذلك المسح الأدبي يمثل جزءاً أصيلاً من منهجها البحثي؛ لأنه يساعد في تحديد أهم المتغيرات المستخدمة في التحليل القياسي. أما الحدود الزمنية؛ فتقتصر الدراسة على قياس تلك المحددات خلال الفترة الزمنية من عام 1980 حتى آخر الأعوام التي تتاح عنها بيانات (عام 2015).

منهجية الدراسة ومصادر البيانات

وحتى تتمكن الدراسة من تحقيق أهدافها البحثية واختبار صحة فروضها، ستمزج بين المنهجين الاستنباطي والاستقرائي. فالمنهج الاستنباطي ستستخدمه لتحليل العلاقات المكونة للنموذج الاقتصادي وصفيًا، في حين ستستخدم المنهج الاستقرائي في تحليل العلاقات الاقتصادية بين المتغيرات المكونة للنموذج المستخدم قياسياً.

وستعتمد الدراسة في الجانب القياسي منها على منهجية التكامل المشترك

لجوهانسن ومنتجه تصحيح الخطأ ECM؛ لتحديد شكل العلاقات الاقتصادية واتجاهها في النموذج المستخدم في الأجلين القصير والطويل.

الإطار النظري والدراسات السابقة

تبني الدراسة تحليلها الوصفي والقياسي لطلب الاقتصاد السعودي للاحتياطيات الدولية على الإسهامات النظرية لطلب البلدان النامية على تلك الاحتياطيات، وعلى مسح ومراجعة للدراسات التي بحثت ذلك الطلب في التجارب الدولية. ولهذا، فالدراسة تقسم هذا الموضوع إلى جزأين، يركز الأول على عرض الإطار النظري لطلب البلدان النامية للاحتياطيات الدولية، ويعرض الثاني لأهم الدراسات التي تناولت تلك العلاقة في التجارب الدولية، وخصوصاً الاقتصادات المتشابهة مع الاقتصاد السعودي.

الإطار النظري لطلب الدول النامية على الاحتياطيات الدولية

ينصب تركيزنا في هذا الجزء على تناول الأبعاد النظرية للطلب على الاحتياطيات الدولية في اقتصادات الدول النامية. فبعدما نتناول التعريف العلمي لها وأهم مكوناتها، نعرض لأهم الدراسات التي بحثت في محددات طلب الدول النامية لها، والفروق الجوهرية بين تلك المحددات في حالتي الدول النامية المصدرة للموارد الطبيعية والدول النامية غير المصدرة لها.

وبادئ ذي بدء، ولأن صندوق النقد الدولي يتولى دولياً دور "المنظم النقدي" والموجه للسلطات النقدية المحلية في إطار علاقتها الدولية، فإنه يعرف الاحتياطيات الدولية على أنها "الأصول الخارجية الموجودة تحت تصرف السلطات النقدية والخاضعة لسيطرتها لتلبية احتياجات ميزان المدفوعات التمويلية، أو التدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف العملة، أو غير ذلك من الأغراض ذات الصلة، كالمحافظة على الثقة في العملة المحلية وتشكيل أساس يستند إليه في الاقتراض الخارجي؛ أي لا بد أن تكون الأصول الاحتياطية أصولاً بالعملة الأجنبية، وموجودة بالفعل، وليست أصولاً محتملة" (صندوق النقد الدولي، 2009).

ويوضح هذا التعريف أن:

- 1 - الاحتياطيات الدولية لأي دولة تمثل أصولاً خارجية فعلية وليست محتملة، وبما يجعل الدولة في موقف الدائن في سوق رأس المال الدولي.
- 2 - تخضع هذه الاحتياطيات لسيطرة السلطات النقدية المحلية (البنك المركزي) في أي دولة.
- 3 - تستخدم السلطات النقدية المحلية هذه الاحتياطيات في أغراض محددة، ويمثل إدارة سعر الصرف أهمها.

وتلجأ الدولة عادة إلى تنويع القاعدة المكونة لاحتياطياتها الدولية. ففي معظم التجارب الدولية تتكون تلك الاحتياطيات من ثلاثة مكونات أساسية (هندي، 2014):

- الذهب النقدي.
- النقد الأجنبي لدى البنك المركزي والمحتفظ به إما في شكل سائل وإما في أشكال أقرب للسيولة (ودائع، أوراق مالية، مشتقات مالية).
- المركز الاحتياطي للدولة لدى صندوق النقد الدولي من حقوق السحب العادية الخاصة SDR.

وعموماً، فإن للأصول الاحتياطية التزامات مترتبة عليها لغير المقيمين. وجدول (1) يوضح تفاصيل الأصول والخصوم الاحتياطية وفق تعريف صندوق النقد الدولي:

جدول 1

الأصول والخصوم الاحتياطية للدولة*

الخصوم المرتبطة بالاحتياطيات لغير المقيمين قصيرة الأجل (على أساس أجل الاستحقاق المتبقي)	الأصول الاحتياطية
1 - الائتمان والقروض من صندوق النقد الدولي.	1 - الذهب النقدي:
2 - سندات الدين.	- سبائك الذهب.
3 - الودائع.	- حسابات الذهب غير المخصصة.
	منها: ذهب نقدي قيد المبادلة بالضمانات الدولية.

تابع / جدول 1

الأصول والخصوم الاحتياطية للدولة*

الخصوم المرتبطة بالاحتياطيات لغير المقيمين	الأصول الاحتياطية
قصيرة الأجل (على أساس أجل الاستحقاق المتبقي)	
2 - حقوق السحب الخاصة (مركز الاحتياطي في 4 - القروض: صندوق النقد الدولي).	
- قروض إعادة الشراء.	
- قروض أخرى.	
3 - الأصول الاحتياطية الأخرى:	
5 - خصوم أخرى قصيرة الأجل بالعملة الأجنبية لغير المقيمين.	- العملة والودائع.
	- مطالبات على السلطات النقدية.
	- مطالبات على كيانات أخرى.
	- الأوراق المالية:
	● سندات الدين (قصيرة الأجل وطويلة الأجل).
	● حصص الملكية وأسهم صناديق الاستثمار.
	● منها: الأوراق المالية قيد إعادة الشراء
	مقابل ضمانات نقدية، المشتقات المالية، المطالبات الأخرى.
	● المشتقات المالية.
	● المطالبات الأخرى.

* المصدر. صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي، الطبعة السادسة، 2009، ص 112.

وإذا كان تقليل درجة انكشاف الاقتصاد أمام التغيرات الطارئة والفجائية من الأدوار الرئيسية التي تتولاها البنوك المركزية في كل دول العالم، فإن ذلك الدور لا يختلف في الدول المتقدمة عنها في الدول النامية. غير أن حاجة الدول النامية لذلك الدور النقدي أشد. فالتطورات الاقتصادية التي يشهدها عصر العولمة جعلها لا تعاني من اختلالات هيكلية وغياب التوازن الداخلي والخارجي فحسب، بل إن التغيرات التي تحدث في الاقتصاد العالمي تُكوّن موجات اقتصادية سرعان ما تؤثر سلباً عليها، وتفاقم من تلك الاختلالات. ولذلك، فإن

دراسة محدّدات طلب الدول النامية على الاحتياطات الدولية بدأت تأخذ جانباً مهماً من التحليل الاقتصادي بعد نوال تلك الدول استقلالها في خمسينيات القرن العشرين وستينياته، وبعدها أخذ حقل التنمية الاقتصادية يظهر ويتطور كأحد الفروع الجديدة في علم الاقتصاد.

وتعتبر دراسة (زكي، 1994) من الدراسات الرائدة في التحليل الوصفي لطلب الدول النامية على الاحتياطات الدولية. فقد تناولت هذه الدراسة أهم محدّدات طلب تلك الدول على الاحتياطات الدولية، وفي مقدمتها حجم قطاع التجارة الخارجية وأهميته. تلى ذلك درجة التركيز السلعي للصادرات، سواء كان تركّزاً قطاعياً أم جغرافياً. كما أشارت إلى أن حجم الاستثمارات الخارجية والأجنبية تمثل محدداً مهماً في تفسير هذا الطلب.

وبالإضافة إلى المحدّدات السابقة، تشكل كل من درجة احتياط الدولة النامية لمواجهة مخاطر المستقبل، وقدرتها على الاقتراض الخارجي بشروط ميسرة، والطرق التي تستخدمها في تسوية المدفوعات الخارجية، والتغير في شروط التبادل الدولي، وعبء الديون الخارجية، وتأثير سياسة سعر الصرف، وحجم رؤوس الأموال قصيرة الأجل - محدّدات إضافية لطلب الدولة النامية على الاحتياطات الدولية (زكي، 1994).

وتتشترك الدول النامية في المحدّدات العامة السابقة، ولكن الدول التي تتركز أغلب صادراتها في السلع الاستخراجية لديها محدّداتها الإضافية الخاصة بها. فدراسة (هندي، 2014) أشارت إلى أن طلب الدول الخليجية للاحتياطات الدولية - بصفتها من أشهر النماذج الدولية اعتماداً على تصدير المواد الخام - ينشأ لكون السلطات النقدية لديها تحاول أن تدعم الاستقرار المالي والنمو الاقتصادي فيها. فالتقلبات التي تحدث في سعر النفط عالمياً، يمكنها أن تُحدث تغييرات غير مرغوب فيها في مستويات الادخار والاستهلاك والاستثمار والإنتاج، وهو ما يظهر تأثيره جلياً في التغير في معدلات النمو الاقتصادي المحققة. ولأن الدول الخليجية مستورد صافٍ للعمالة، فإن تحويلات العمالة، في ظل نظم الصرف

الثابت المتبعة فيها، يمكنها أن تحدث تأثيراً محسوساً في سعر الصرف الحقيقي في تلك الدول. وإذا أضفنا الآن المحددات الخاصة للدول المصدرة للمواد الخام إلى المحددات العامة المذكورة آنفاً، تتضح الأهمية التي تحتلها الاحتياطيات الدولية في الدول النامية، وتظهر أهميتها في غمار عملية التنمية فيها.

على أن دراسة (زكي، 1994) نفسها قد تناولت أشهر المحاولات العلمية لدراسة طلب الدول النامية للاحتياطيات الدولية قياسياً، التي بُنيت أساساً على تحليل التكاليف والعوائد التي تجنيها الدولة من الاحتفاظ بتلك الاحتياطيات. وقد اعتمدت تلك المحاولات على وضع بعض النماذج القياسية لاستخلاص المعايير المحددة للمستوى الأمثل لتلك الاحتياطيات. وفي ذلك، عرضت الدراسة لدراستي هيلر H. R. Heller وأجاروال J. P. Agarwal الشهيرتين في هذا المضمار.

فقد أشار هيلر في دراسته المنشورة في عام 1966 إلى أن دور الاحتياطيات الدولية تتمثل في تجنب اللجوء إلى إجراءات التكيف المالي التي تقلل من الطلب الفعال في الاقتصاد، كما حاول إظهار كلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بتلك الاحتياطيات وفق الدالة الآتية:

$$TC_F = r.R$$

حيث:

TC_F : نفقة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية.

r : الفرق بين العائد الاجتماعي لرأس المال والعائد الذي يدره استثمار هذه الاحتياطيات.

R : حجم الاحتياطيات الدولية.

وقد انتهى هيلر إلى أن المستوى الأمثل لتلك الاحتياطيات سيتحدد فقط عندما يقل، إلى أدنى حد، التكاليف الإجمالية للتكيف، و/أو تكاليف تمويل الاختلال الخارجي. وللوصول إلى ذلك المستوى الأمثل، حدد هيلر المعادلة الآتية:

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

حيث:

R_{opt} : المستوى الأمثل للاحتياطيات الدولية.
 h : التغير الذي يحدث في مستوى الاحتياطيات.
 r : التكلفة الحدية للاحتياطيات (الفرق بين العائد الاجتماعي لرأس المال والعائد الذي يدره استثمار هذه الاحتياطيات).
 m : الميل المتوسط للاستيراد.
 0.5 : احتمال حدوث العجز في ميزان المدفوعات.

وتشير المعادلة السابقة إلى وجود علاقة عكسية بين r و m وبين المستوى الأمثل للاحتياطيات. وعلى العكس من ذلك، توجد علاقة طردية بين h وهذا المستوى. بينما حدد أجاروال في دراسته المنشورة في عام 1971 المستوى الأمثل للاحتياطيات الدولية في عينة مختارة من البلدان النامية⁽¹⁾ انطلاقاً من الندرة النسبية للعملات الأجنبية في تلك الدول؛ ومن ثم الارتفاع الملحوظ لتكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ السائل بتلك الاحتياطيات. وكما هو الحال في منهجية (هيلر، 1966)، فإنه عبر المقارنة بين منافع الاحتياطيات الدولية وتكاليفها، يمكن الوصول إلى المستوى الأمثل لها. وقد صاغ أجاروال نموذجاً لقياس أمثلية حجم الاحتياطيات الدولية، تبعاً لذلك، كما تظهر المعادلة الآتية:

$$R_{opt} = \frac{D}{\log \pi} (\log m + \log q_2 - \log q_1)$$

حيث:

R_{opt} : المستوى الأمثل للاحتياطيات الدولية.
 D : العجز في ميزان المدفوعات.
 Π : احتمالات حدوث العجز في ميزان المدفوعات.
 m : مقلوب معامل رأس المال الحدي.

(1) حللت تلك الدراسة مستوى الاحتياطيات في سبع دول آسيوية، هي: سيلان، الهند، باكستان، الفلبين، كوريا الجنوبية، تايوان، تايلاند.

q₂: نسبة السلع الاستثمارية المستوردة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

q₁: نسبة المكون الاستيرادي في الاستثمار المحلي.

ولأن تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطات الدولية، سواء كانت تكاليف مباشرة أم غير مباشرة، تعتبر - وفق العرض السابق - أحد المعايير الموضوعية للحكم على جدوى تكوينها. ولما كان من الممكن للدولة النامية استثمار تلك الاحتياطات بشكل منتج في القطاعات الاقتصادية التي يعوزها التمويل الأجنبي، كقطاع البنية الأساسية مثلاً، فقد حاولت دراسة (Mbengmezui & Duru, 2013) المقارنة بين الاحتفاظ بقيم زائدة عن الحجم الأمثل لتلك الاحتياطات في دول القارة الإفريقية واستثمارها في تطوير البنية الأساسية في تلك الدول. ولجأت الدراسة في البداية إلى قياس الحجم الكافي للاحتياطات في دول القارة الإفريقية، تلى ذلك حساب حجم الفائض في تلك الاحتياطات. وقد خلصت إلى أن متوسط العائد الاجتماعي المضخى به في الحالة الإفريقية، كمؤشر معبر عن حالة أغلب الدول النامية، يصل إلى 1.65% من الناتج المحلي الإجمالي. وقد طالبت الدراسة البنوك المركزية الإفريقية بإعادة النظر في أوعية استثمار تلك الاحتياطات، بالتنسيق مع أجهزة إدارة المديونية فيها.

وعموماً، فإن التكاليف الخاصة بالاحتفاظ بالاحتياطات الدولية تنعكس جميعها في خسائر الرفاهية welfare loses التي كان يمكن تجنبها لو لم تحتفظ السلطات النقدية بتلك الاحتياطات في شكل سائل أو أقرب إلى السيولة. وتحسب أغلب الدراسات الاقتصادية هذه الخسائر بطرح العائد من تلك الاحتياطات من العوائد المتوقعة من استخدامها بصورة منتجة في قطاعات الاقتصاد القومي المختلفة. وبطبيعة الحال، فإنه كلما زاد الفرق بين العائدين، زادت في المقابل قيمة خسائر الرفاهية، والعكس صحيح.

الدراسات السابقة

تحاول الدراسة في هذا الجزء تتبع أهم النتائج القياسية التي توصلت إليها الدراسات التي بحثت في دالة طلب الدول النامية على الاحتياطات الدولية. وقد

ركزت الدراسة على بعض التجارب الدولية التي تتشابه مع الاقتصاد السعودي؛ حتى يمكن الاعتماد على تلك النتائج في أثناء اختيار منهجية قياس دالة الاحتماليات فيه، ولكي تساعد في تقييم نتائج عملية القياس نفسها.

وقد حاولت دراسة (Sehgal & Sharma, 2008) تحديد الحجم الأمثل للاحتتماليات الدولية للهند عبر قياس تكلفة الاحتفاظ بها في شكل سائل. وفي الوقت نفسه، سعت إلى قياس المحددات التي تؤثر على طلب الاقتصاد الهندي على تلك الاحتماليات بالاعتماد على نموذج متجه تصحيح الخطأ EVCM. وتوصلت إلى أن التغيرات التي تحدث في حساب رأس المال⁽²⁾ وتقلبات سعر الصرف، تؤثر إيجابياً على طلب الهند على الاحتماليات الدولية. أما معدل نمو الصادرات، المستخدم في النموذج كمتغير كفيل proxy عن أثر التجارة الدولية على تلك الاحتماليات، فقد أثر تأثيراً إيجابياً معنوياً في الطلب على تلك الاحتماليات.

وقد حاولت دراسة (Nor et al., 2011) قياس علاقة الاحتماليات الدولية بعدد من المتغيرات المرتبطة بها (الناتج المحلي الإجمالي، الميل المتوسط للاستيراد، تقلبات الصادرات، رصيد الميزان التجاري، الدين الخارجي) في خمس دول من مجموعة دول الآسيان ASEAN. وباستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات المبطنة ARDL، توصلت إلى أن تلك الدول قد زادت من حجم الاحتماليات في أثناء الأزمة المالية في عام 1997، التي نشبت نتيجة التأثير السلبي لتدفقات الأموال الساخنة على عجز حسابها الجاري. كما توصلت

(2) يقصد بحساب رأس المال أو الحساب المالي، وفق تعريف صندوق النقد الدولي، ذلك الجزء المخصص في ميزان المدفوعات لتسجيل المعاملات التي تنطوي على أصول وخصوم مالية تتم بين المقيمين وغير المقيمين. ويشير هذا الحساب إلى الفئات الوظيفية، والقطاعات، والأدوات، وأجال الاستحقاق المستخدمة في صافي معاملات التمويل الدولي، لمزيد من التفاصيل، راجع: صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي، مصدر سابق، ص: 133.

من تحليلها أيضاً إلى العلاقة الطردية المعنوية بين حجم الاحتياطيات وفائض الحساب التجاري في ثلاث من الدول الخمس (إندونيسيا، ماليزيا، سنغافورة)، وارتبط حجم الدين الخارجي بعلاقة معنوية سالبة في حالة الفلبين فقط.

وانتهت دراسة (Aizenman & Genberg, 2012) - كإحدى أوراق العمل الصادرة عن فريق خبراء صندوق النقد الدولي، وعرضت بشكل مجمع للدراسات التي قدرت طلب الدول على الاحتياطيات الدولية، وقاست كفاية الحجم الأمثل لها - إلى أن أغلب الدراسات ركزت على ثلاثة متغيرات أساسية، أولها حجم الواردات، وثانيها قيمة الديون قصيرة الأجل، أما ثالثها، وإن كان بدرجة أقل من المتغيرين الأول والثاني؛ فكان متغير عرض النقود في الاقتصاد.

أما عن دالة الاحتياطيات الدولية في نيجيريا، وفي ضوء تشابه الاقتصاد النيجيري مع الاقتصاد السعودي في سيطرة قطاع النفط على أغلب الصادرات؛ فإن الدراسة تركز على عرض أغلب الدراسات التي تناولت قياس تلك الدالة في الاقتصاد النيجيري؛ لما لها من أهمية في تحليل دالة طلب الاقتصاد السعودي على الاحتياطيات الدولية، للتشابه القائم بين التجربتين النيجيرية والسعودية. وقد حاولت دراسة (Osigwe et al., 2015) ودراسة (Shuaibu & Mohamed, 2014) ودراسة (Abdullateef, Waheed, 2010) قياسها. وفي الدراسة الأولى، التي اعتمدت على منهجية جوهانسن للتكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ، توصلت إلى أن هناك علاقة طردية معنوية بين صادرات النفط والنتاج المحلي الإجمالي الحقيقي وبين حجم تلك الاحتياطيات، بينما ارتبط سعر الصرف بعلاقة عكسية معنوية معها. وتوصلت الدراسة نفسها إلى غياب التأثير المعنوي للصادرات غير النفطية على تلك الاحتياطيات. وبالاعتماد على منهجية ARDL، فإن الدراسة الثانية التي حاولت قياس محددات الاحتياطيات الدولية والاستدامة الاقتصادية، توصلت إلى وجود علاقة معنوية طردية بين قيمة الصادرات وتلك الاحتياطيات. وإذا ما أثرت أسعار النفط على تلك الاحتياطيات وفق نتائج التحليل، فإن أثرها جاء سالباً في الأجل الطويل وموجباً في الأجل القصير. أما

الدراسة الثالثة، التي اعتمدت على منهجية المربعات الصغرى العادية ونموذج تصحيح الخطأ؛ فقد تحققت من وجود تأثير معنوي موجب لقيمة الاحتياطات الدولية في الاقتصاد النيجيري على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر FDI وعلى معدل سعر الصرف الحقيقي. وفي المقابل، لم تؤثر تلك الاحتياطات على الاستثمار المحلي أو على معدل التضخم المحلي.

في حين سعت دراسة (هندي، 2014) إلى تعرّف أهم محددات الطلب على الاحتياطات الأجنبية لدول مجلس التعاون الخليجي، معتمدة في ذلك على تحليل الانحدار للبيانات المدمجة Panel data (نموذج الأثر الثابت). وقد توصلت إلى أن طلب الدول الخليجية يعتمد على حجم الناتج المحلي الإجمالي وقيمة الواردات من السلع والخدمات، بالإضافة إلى قيمة التحويلات النقدية الخارجية للعمالة المستوردة، وأخيراً على عرض النقود، وإن كان بدرجة أقل من باقي المحددات. وفي المقابل، لم يتأثر طلب هذه الدول على الاحتياطات الدولية للخصوم الأجنبية بسبب الاستثمارات غير الوطنية.

أما دراسة (Ayhan & Turgutlu, 2015) عن ديناميكية التغير في الاحتياطات الدولية في الاقتصاد التركي؛ فتوصلت - بالاعتماد على منهجية التكامل المشترك لجوهانسن ونموذج تصحيح الخطأ - إلى أن رصيد الحساب الجاري ونصيب الفرد من الدخل، هما المحددان الرئيسيان لطلب الاقتصاد التركي على تلك الاحتياطات. ووفقاً لنتائج الدراسة، فإن الاقتصاد التركي، كأحد الاقتصادات الناشئة، يعاني من هشاشة أمام الصدمات الخارجية. ولذلك، فإن الأزمات المالية التي تؤثر على رصيد الحساب الجاري لها تأثير بليغ على الطلب على تلك الاحتياطات.

الفجوة البحثية

لتحديد الفجوة البحثية، وبناء على أن أغلب الدراسات التي بحثت في الاحتياطات الدولية نظرت إليها من وجهتين، ركزت الوجهة الأولى على تعرّف محددات الطلب لحجم معين من الاحتياطات الدولية، أما الوجهة الثانية؛ فاهتمت بتحديد تكلفة الاحتفاظ بهذا الحجم حتى يمكن الوصول للحجم الأمثل لها وفقاً

لحالة الدولة. وفي ضوء وجود إحدى الدراسات السابقة (هندي، 2014)، التي سعت إلى تحليل محدّدات الطلب على الاحتياطيات الدولية السعودية في إطار إقليمي مقارنة مع الدول الخليجية، فإن الفجوة البحثية تتمثل فيما يأتي:

- فيما يتعلق بطبيعة المحدّدات المفسرة لطلب الدول النامية على الاحتياطيات الدولية، فإن أغلب الدراسات لم تقس الأثر الإجمالي لقطاع التجارة الدولية (أثر الصادرات وأثر الواردات)، على ذلك الطلب.
- ولتحديد تكلفة الفرصة البديلة، وأثرها في الطلب على الاحتياطيات الدولية، فإن أغلب الدراسات التي عرضت لمحدّدات تكوين تلك الاحتياطيات لم تأخذ في اعتبارها التغير في سعر الفائدة الدولي (سعر الفائدة في السوق الأمريكي كمتغير كفيل عن هذا السعر) على هذا الطلب.
- ولم تأخذ كذلك أغلب الدراسات السابقة في اعتبارها أثر تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر كمحدد لطلب الدول النامية على الاحتياطيات الدولية.
- على الرغم من محدودية الدراسات التي تناولت دالة طلب الاقتصاد السعودي على الاحتياطيات الدولية، وفي ضوء قيام دراسة (هندي، 2014) بتحليل دالة الطلب على الاحتياطيات الدولية في إطار مقارنة مع باقي دول الخليج، وفي ضوء اقتضار هذه الدراسة على تحليل أثر متغير الواردات (بما فيها تحويلات العمالة المستوردة)، فإنها لم تدرس أثر متغيرات مهمة في تفسير هذه الدالة. ومن تلك المتغيرات، متغير الصادرات، ومتغير سعر الفائدة في السوق الدولي، ومتغير تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على ذلك الطلب.

ومن ثمّ، فإن الدراسة الحالية ستحاول -على ما ستوضحه في تحليلها الوصفي والقياسي- بناء منهجها التحليلي معتمدة على التوفيق بين المتغيرات التي أدخلتها الدراسات السابقة لتحليل دالة الاحتياطيات الدولية في تجارب الدول النامية، من ناحية، وبين أهم المتغيرات المؤثرة في هذه الدالة في الاقتصاد السعودي، من ناحية أخرى.

التحليل الوصفي لمحددات طلب الاقتصاد السعودي للاحتياجات الدولية

يهيمن في هذا الجزء أن نحلل وصفاً أهم المحددات التي تفسر لجوء السياسة الاقتصادية السعودية خلال فترة الدراسة إلى تكوين هذا الحجم من الاحتياجات الدولية. وفي سبيل تحقيق هذا الهدف، فإن التحليل يتناول النقاط الآتية:

السمات المميزة للاقتصاد السعودي في طلبه للاحتياجات الدولية

للاقتصاد السعودي سمات مميزة تجعله يطلب معدلات مرتفعة من الاحتياجات الدولية، وتأتي مؤشرات التركيز الاقتصادي في قطاع النفط ودرجة انفتاحه التجاري عالمياً على رأس تلك السمات؛ ذلك لأن تركيز هيكل الصادرات السعودية - شأنه في ذلك شأن أغلب الدول المصدرة للنفط - ومن ثم هيكل الإيرادات الحكومية، في قطاع النفط، يزيد بالتبعية درجة حساسية تلك الإيرادات للتقلبات في سعر النفط في سوقه العالمية. وتلعب الاحتياجات، في ضوء ذلك، دور العامل الموازن لحماية الاقتصاد السعودي من التقلبات الفجائية في قيمة الصادرات والإيرادات الحكومية.

وللتدليل على ذلك، يمكننا أن نتابع التغيرات التي حدثت في درجة تركُّز الصادرات والإيرادات العامة كما يبينها الجدول (ب) في الملحق الإحصائي، الذي يتكون من بيانات نسبة الصادرات النفطية إلى جملة الصادرات، ونسبة الإيرادات النفطية إلى جملة الإيرادات، وقيمة التحويلات الخارجة للعمالة المستوردة. فالحاجة إلى الاحتياجات الدولية تزداد مع نمو درجة التركيز، وهو ما تظهره بوضوح بيانات ذلك الجدول. كما أن الانفتاح التجاري للاقتصاد السعودي على العالم، على نحو ما يعرضه منحنى إجمالي قطاع التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي (مجموع الصادرات والواردات) خلال فترة الدراسة ضمن الشكل (3)، يخلق حاجة إضافية لزيادة الاحتياجات الدولية له، ويزيد أيضاً من حساسيته للتغيرات التي ذكرناها حالاً؛ ذلك أن نسبة جملة التجارة الخارجية للناتج المحلي الإجمالي بعدما أخذت في التراجع المطَّرد منذ بداية فترة الدراسة في عام 1980، عاودت تلك النسبة الصعود المتقلب ابتداءً من عام 1985 لتصل

إلى أعلى مستوياتها في عام 2008 (82%). ثم أخذت في التراجع المتقلب بعد ذلك لتستقر عند مستوى 58.5% في آخر سنوات الدراسة.

وبينما تزداد حساسية الاقتصاد السعودي لتزايد نصيب قطاع التجارة الدولية إلى ناتجه السنوي، فإن عاملاً إضافياً يمكنه تفسير الزيادة النسبية لحجم الاحتياطيات المطلوبة منه خلال فترة الدراسة. فمؤشرات استيراد العمالة الأجنبية فيه تجعله في المنزلة الثانية عالمياً⁽³⁾ في استيرادها. واستيراد العمالة يقابله تحويلات مالية خارجية outflows جارية؛ وهو ما يقتضي من الاقتصاد السعودي بناء ذلك القدر المرتفع من الاحتياطيات الدولية. والجدول (ب) نفسه يشهد على زيادة قيمة التحويلات الجارية مقابل استيراد العمالة في الاقتصاد السعودي خلال فترة الدراسة.

وعموماً، فإن العوامل السابقة وحدها لا تفسر الطلب السعودي على الاحتياطيات الدولية المرتفعة، ولكنها تساعدنا في بناء تحليل وصفي لأهم المتغيرات التي يمكنها تفسير ذلك الطلب، ويمكنها أن تفسر لنا حالة مؤشرات تلك الاحتياطيات خلال فترة الدراسة. فماذا عن هذا المؤشر؟ الجزء التالي من الدراسة يهدف إلى الإجابة عن هذا التساؤل.

مؤشرات الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد السعودي

هناك العديد من المؤشرات التي يمكن بناؤها واستخدامها في قياس كفاية الاحتياطيات الدولية لأي دولة، وتُعد المقارنات الدولية معتمدة عليها، من تلك المؤشرات نسبة الاحتياطيات إلى الناتج المحلي الإجمالي السنوي، ومنها عدد شهور الواردات التي تُغطى من الاحتياطيات الدولية، ومنها أيضاً نسبة تلك الاحتياطيات إلى الخصوم الدولية. وسوف تقتصر الدراسة على عرض اثنين من تلك المؤشرات لشيوعهما في الدراسات التي تقدر دالة الطلب على الاحتياطيات الدولية.

(3) راجع في ذلك: البنك الدولي، قاعدة بيانات تقرير الآفاق الاقتصادية العالمية، وخصوصاً تقرير عام 2006، ويظهر فيه الترتيب الثاني للمملكة العربية السعودية بعد الاقتصاد الأمريكي.

والمؤشر الأول هو معدل تغطية الاحتياطيات لشهور الواردات. ويقصد به عدد الشهور التي يمكن للاحتياطيات الدولية تغطيتها، بفرض أننا قسمنا تلك الواردات على اثني عشر شهراً. وهناك علاقة طردية قوية بين تلك النسبة والحول دون إجراءات المواءمة التي يمكن للسياسة الاقتصادية إجراؤها في حالة غياب تلك الاحتياطيات، أو قصورها عن تغطية هذه الواردات. بيد أن التجربة الدولية تشير إلى أن الاحتياطيات الدولية تكون كافية عندما تغطي 3-4 أشهر من الواردات كحد أقصى (Aizenman & Genberg, 2012). وشكل (1) يبين لنا التطورات المهمة لمؤشر تغطية الاحتياطيات لشهور الواردات في الاقتصاد السعودي خلال فترة الدراسة، وتفوقه على المعدلات العالمية في آخرها. فبعدما كان متوسط عدد شهور الواردات التي يمكن للاحتياطيات تغطيتها ما يزيد على أربعة أشهر خلال الفترة من 1980-2004، إذ بتلك النسبة ترتفع لتصل إلى 30 شهراً في المتوسط، ابتداء من عام 2005 حتى نهاية فترة الدراسة. وتعكس تلك التطورات أنه ابتداء من الطفرة النفطية، بدأت السياسة الاقتصادية بتوجيه دعم متزايد لتكوين هذا المقدار المرتفع من الاحتياطيات.

أما المؤشر الثاني؛ فهو نسبة تلك الاحتياطيات إلى الخصوم الدولية المستحقة في وقت معين على المقيمين في دولة ما للمقيمين خارجها. وللوصول إلى متغير تقريبي يوضح التغيرات في قيمة هذا المؤشر، أخذت الدراسة نسبة الاحتياطيات الدولية إلى رصيد الاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصاد السعودي كمؤشر كفيل Proxy عن تلك الخصوم الدولية⁽⁴⁾. ويظهر ذلك المؤشر الاتجاه العام نحو التراجع المطرد في نسبته خلال فترة الدراسة. فقد انخفضت من أعلى من

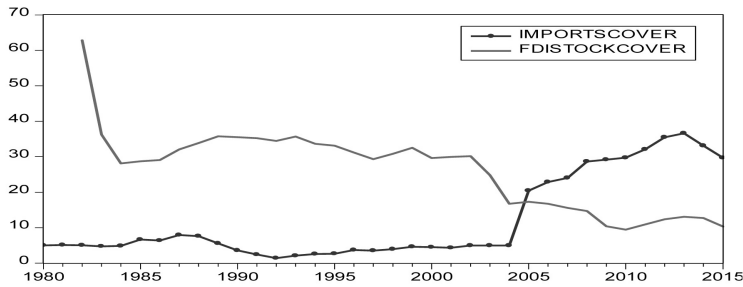
(4) يمثل رصيد الاستثمار الأجنبي المباشر أهم حقوق الأجانب في الأصول الإنتاجية القائمة في أي اقتصاد؛ لما يترتب عليها من التزامات قصيرة الأجل (تحويلات الأرباح وأجور الاستشاريين وأنصبة الربح والفوائد المستحقة للقروض المرتبطة بهذا الاستثمار) والتزامات طويلة الأجل لهم (تحويل قيم الأصول الإنتاجية بعد انقضاء فترة حياة المشروع).

60% أول تلك الفترة (1982) حتى وصلت إلى ما يقرب من 10% آخرها. ولا يعني ذلك التراجع سوى تفوق النمو الحاصل في قيمة الاحتياطيات الدولية على النمو المناظر له في رصيد الاستثمار الأجنبي المباشر خلال تلك الفترة.

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن الاستدلال بهذا التراجع في نسبة الاحتياطيات إلى رصيد الاستثمارات الأجنبية على الوضعية المميزة للاحتياطيات الدولية في تغطية المطالبات الدولية، ولكن تظهر تلك الميزة فقط إذا نسبنا قيمة تلك الاحتياطيات إلى تحويلات الأرباح السنوية المتولدة عن ذلك الرصيد من الاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصاد السعودي⁽⁵⁾. ومع ذلك، تظل قيمة تلك الاحتياطيات الدولية وفق هذين المؤشرين مرتفعة عن المتوسطات العالمية.

شكل 1

تغطية الاحتياطيات الدولية لشهور الواردات ولرصيد الاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصاد السعودي خلال الفترة من 1980 - 2015*



* أعد هذا الشكل بمعرفة الباحث وبالاغتماد على بيانات الجدول (1) بالملحق الإحصائي.

أهم المحددات المفسرة للطلب على الاحتياطيات الدولية السعودية

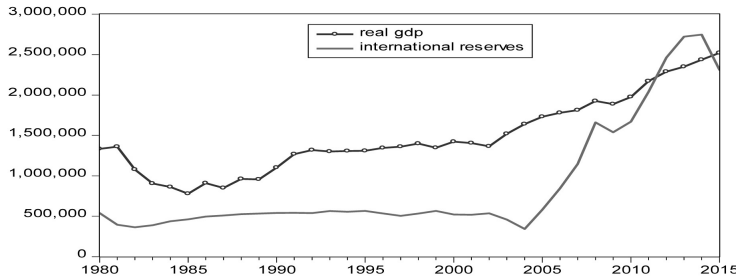
لعل أهم ما يظهره شكل (2) هو التفاوت الكبير بين الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي وحجم الاحتياطيات الدولية على طول فترة الدراسة باستثناء ثلاث فترات، أولها في عام 1986، وهي السنة التي وصل فيها الناتج المحلي

(5) ومع ذلك يخرج الاستدلال على ذلك عن نطاق الدراسة الحالية.

الإجمالي الحقيقي أدنى مستوياته خلال فترة الدراسة. فصدمة أسعار النفط في تلك السنة ضيقت الفجوة بينه وبين قيمة الاحتياطيات الدولية. وثاني الفترات كانت في عام 2005؛ إذ بلغت الفجوة بين هذين المتغيرين في ذلك العام مداها، ولم يحدث ذلك نتيجة للنمو المطرد في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي فحسب، بل بسبب التراجع المفاجئ أيضاً في قيمة تلك الاحتياطيات، لتصل إلى أدنى مستوياتها خلال فترة الدراسة. أما ثالث الفترات؛ فهي خلال الأعوام 2011، 2012، 2013 وأواخر عام 2014؛ إذ شهدت تلك السنوات، لأول مرة، تفوق قيمة الاحتياطيات الدولية للاقتصاد السعودي على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي. ولكن مع بدايات عام 2015 عاد الوضع إلى سابقه، وقلّت الاحتياطيات عن ذلك الناتج. وفي تفسير الاستثناء الثالث، يمكن أن نشير إلى نمو الإنفاق الحكومي العسكري، والتراجع الكبير في أسعار النفط العالمية، واضطرار الاقتصاد السعودي إلى السحب من احتياطياته الدولية لتمويل تلك الزيادات.

شكل 2

تطور الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي وحجم الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد السعودي خلال الفترة من 1980-2015*



* أعد هذا الشكل بمعرفة الباحث وبالاغتماد على بيانات جدول (1) بالملحق الإحصائي.

وفي ضوء التطورات التي شهدتها قطاع التجارة الخارجية، للدرجة التي زادت من الانفتاح الاقتصادي السعودي على العالم كما أسلفنا، فإن شكل (3) يظهر أنه كان انفتاحاً تجارياً في الأساس، ويضعف المكون الاستثماري فيه؛ ذلك

أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، التي يظهرها الشكل (3) نفسه، يمكنها أن تكشف أن هناك ركوداً واضحاً في معدلات نمو تلك التدفقات على طول فترة الدراسة، باستثناء فترتين، هما: في أول سنوات الدراسة وقبل انتهائها، وتحديداً خلال الأعوام 1981-1984 والأعوام 2005-2010. ومع ذلك لم تتجاوز هذه التدفقات في أفضل نسبة لها إلى الناتج المحلي الإجمالي 8.49%. يعني ذلك أن الصلة شبه منقطعة بين حجم تلك التدفقات الداخلة والتطورات التي حدثت في أحجام الاحتياطيات الدولية المكونة في الاقتصاد السعودي خلال الفترة نفسها. ويعني أيضاً أن الاحتياط ضد التغيرات في تدفقات تلك الاستثمارات وأرصدها لا يمثل أهمية كبيرة إذا ما قورن بالاحتياط للتقلبات في التجارة الخارجية.

ويظهر شكل (3) أيضاً تطور سعر الفائدة الحقيقي في الاقتصاد الأمريكي، الذي تعتبره الدراسة المتغير الأكثر تعبيراً عن العائد الذي يمكن الحصول عليه في سوق رأس المال الدولي. ويمثل هذا العائد في السوق الدولية قيمة التكلفة الاقتصادية المضخى بها نتيجة للاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية في شكلها السائل. وتفيد توجهات المنحنى الذي يرسم هذا المتغير ضمن شكل (3) أن هذا السعر قد شهد تطورات ملحوظة، ولكنها في الاتجاه النزولي، حتى استقر عند أدنى نسبة له في عام 2011، بمعدل 1.1%. كما أنه ظل يتقلب حول متوسط قيمته 4.7% خلال فترة الدراسة.

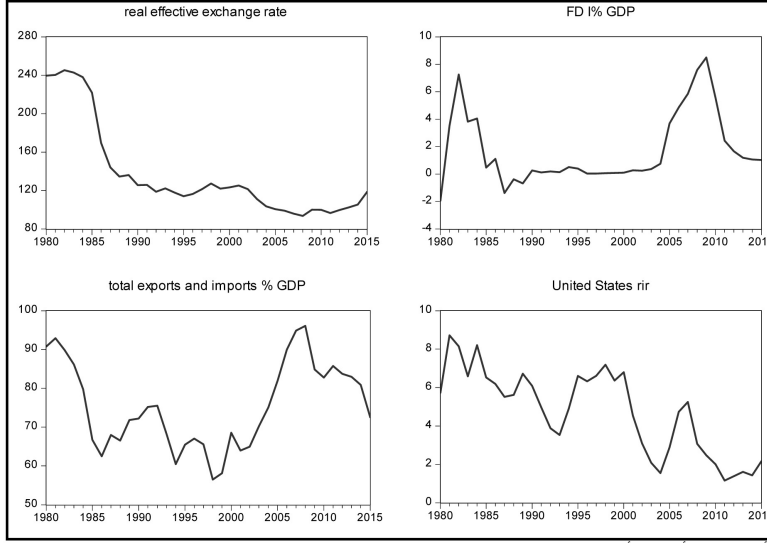
أما سعر الصرف الحقيقي الفعال⁽⁶⁾ في الاقتصاد السعودي REER، والموضح في الشكل (3)؛ فإنه قد شهد تدهوراً واضحاً بين أول فترة الدراسة وآخرها؛ إذ بدأ من قيمة مطلقة 240 (100=2010) في عام 1980 ليصل إلى ما دون 120 في نهاية عام 2015.

(6) يمثل سعر الصرف الحقيقي الفعال متوسط مرجح لسعر الصرف الحقيقي منسوباً إلى سلة العملات الرئيسية القابلة للتحويل، التي تحتل جانباً مهماً في هيكل التجارة الخارجية للاقتصاد. راجع في ذلك موقع البنك الدولي على الإنترنت

<http://www.albankaldawli.org>.

شكل 3

تطور سعر الفائدة الحقيقي في الاقتصاد الأمريكي وتطور صافي التدفقات الداخلة للاستثمار الأجنبي المباشر وجملة التجارة الخارجية منسوبة إلى الناتج المحلي الإجمالي وسعر الصرف الحقيقي الفعال في الاقتصاد السعودي خلال الفترة من 1980-2015*



* أعدت هذه الأشكال الأربعة بمعرفة الباحث وبالاتماد على بيانات جدول (2) بالملحق الإحصائي.

نتائج التحليل الوصفي

في ضوء العرض السابق للتحليل الوصفي لطلب الاقتصاد السعودي على الاحتياطيات الدولية خلال فترة الدراسة، وفي ضوء الخصوصية الاقتصادية التي تطبع هذا الاقتصاد في أغلب متغيراته الرئيسية، فإننا نخلص - فيما يتعلق بطلبه على الاحتياطيات الدولية - إلى ما يأتي:

- يظهر التحليل الوصفي وجود تناظر في التغيرات الموجبة التي شهدتها كل من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي وقيم الاحتياطيات المكونة في أغلب سنوات الدراسة، مع وجود استثناء رئيسي خلال عام 2005، حينما وصلت الاحتياطيات الدولية إلى أدنى قيمة لها خلال فترة الدراسة.

- يُظهر التحليل الوصفي أن التناظر بين حجم الاحتياطات الدولية ونسبة قطاع التجارة الدولية إلى الناتج المحلي الإجمالي بدأ منذ عام 2005. وبالإضافة إلى ذلك تشير البيانات إلى أن المتغيرين ابتداءً فترة الدراسة واختتماها بهبوط، بينما غاب التناظر في التوجهات باقي سنوات الدراسة.
- لا يظهر التحليل الوصفي التناظر بين حجم الاحتياطات الدولية ونسبة صافي أرصدة الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي إلا خلال الفترة من 2005-2009.
- بمقارنة التطورات في سعر الصرف الحقيقي الفعال مع التطورات في الاحتياطات الدولية، يمكن التوصل إلى وجود علاقة عكسية بينهما خلال فترة الدراسة؛ ذلك لأن التراجع المطرد لسعر الصرف الحقيقي الفعال، قابله زيادة تدريجية، ومتسارعة لاحقاً، في حجم الاحتياطات الدولية خلال فترة الدراسة.
- يظهر التحليل الوصفي تناظراً محدوداً بين حجم الاحتياطات الدولية وأسعار الفائدة الحقيقية في الاقتصاد الأمريكي، وتحديدًا خلال الأعوام 2005، 2006، 2007؛ ذلك أن هذه السنوات الثلاث شهدت الاتجاه السعودي المتناظر لكلا المتغيرين.

وتجدر الإشارة إلى أن انتهاج الاقتصاد السعودي سياسة سعر الصرف الثابت⁽⁷⁾ يرتبط بدالة الطلب على الاحتياطات الدولية، ويؤثر في هذه الاحتياطات ويتأثر بها. فمن ناحية، يعزى هذا التثبيت إلى تركيز الصادرات السعودية في قطاع النفط، وتركز أغلب الاحتياطات الدولية في الاحتفاظ بالدولار الأمريكي. فمن خلال هذا التثبيت لسعر الصرف، تتجنب السياسة النقدية السعودية الخسائر القدرية capital losses في قيم صادراتها

(7) تتخذ السياسة الاقتصادية السعودية منهج سعر الصرف الثابت؛ حيث يثبت سعر صرف الريال السعودي أمام الدولار الأمريكي عند معدل تحويل 1 دولار يساوي 3.75 ريال سعودي.

واحتياطياتها الدولية مقومة بالدولار الأمريكي. ومن ناحية أخرى، فإن ثبات نظام سعر الصرف الثابت والمربوط بالدولار الأمريكي يمكنه أن يؤثر سلباً على قيم الصادرات وقيم الاحتياطيات حال تدهور قيمة الدولار الأمريكي مقابل سلة العملات الدولية القابلة للتحويل، كالين الياباني أو اليورو الأوروبي.

التحليل القياسي لمحددات الطلب على الاحتياطيات الدولية للاقتصاد السعودي

أشارت الدراسة في موضع سابق منها إلى أن الدراسة المرجعية (زكي، 1994) اعتمدت على المنهج الوصفي في الوصول إلى المحددات التي تفسر طلب الدول النامية للاحتياطيات الدولية. ولأن الدراسة الحالية ستحاول في هذا الجزء قياس دالة طلب الاقتصاد السعودي على تلك الاحتياطيات، فإنها ستصوغ تلك الدالة بالاعتماد على ما توصلت إليه دراسة (زكي، 1994) المشار إليها، وما تمخض عن مراجعة الأدبيات السابقة. وعلى أية حال، نتناول في النقاط التالية عملية القياس الاقتصادي:

صيغة النموذج القياسي وفروض النظرية الاقتصادية

أشرنا في موضع سابق إلى أن متغيرات الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي وحجم قطاع التجارة الخارجية وحجم التدفقات الاستثمارية الداخلة جاءت على رأس العوامل المقيسة المحددة لطلب البلدان النامية للاحتياطيات الدولية وفق دراسة (زكي، 1994). ولما كانت تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية في صورة سائلة تعتبر أحد العوامل المحددة لهذا الطلب وفق الأدبيات السابقة التي عرضتها الدراسة، فإن صيغة النموذج القياسي الذي ستستخدمه الدراسة سيكون على النحو الآتي:

$$IR = a + \beta_1 RGDP + \beta_2 IEWB + \beta_3 Exch + \beta_4 FDI + \beta_5 USrir + \varepsilon$$

حيث:

IR: حجم الاحتياطيات الدولية.

RGDP: الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

IEWB: نسبة قطاع التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي.
 Exch: سعر الصرف الحقيقي الفعال في الاقتصاد السعودي.
 FDI: نسبة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي.
 USrir: سعر الفائدة الحقيقي في الاقتصاد الأمريكي.
 ε : حد الخطأ العشوائي
 β : معلمات المتغيرات المستخدمة في النموذج.

ولكي تصبح العلاقة الدالية السابقة من النوع الخطي، سيؤخذ اللوغاريتم للمتغيرات المكون لنموذج الدراسة، باستثناء متغيري سعر الفائدة الحقيقي في الاقتصاد الأمريكي ونسبة رصيد الاستثمار الأجنبي المباشر للناتج المحلي الإجمالي⁽⁸⁾. وجدول (2) يعرض الوصف الاقتصادي للمتغيرات ومصادر بيانات سلاسلها الزمنية، كما يعرض للعلاقات المتوقعة بينها وبين الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد السعودي.

جدول 2

توصيف متغيرات النموذج القياسي*

المتغير	الوصف الاقتصادي للمتغير	مصدر بيانات المتغير	العلاقة المتوقعة للمتغير بالاحتياطيات الدولية
IR	الاحتياطيات الدولية في السلاسل الزمنية للاقتصاد السعودي هي مجموع الأرصدة السنوية السعودي، الوارد فيها من الأصول الأجنبية الاحتياطيات الدولية السائلة وشبه السائلة والناتج المحلي بالإضافة لرصيد الذهب الإجمالي الحقيقي ورصيد حقوق السحب بالريال وجملة لدى صندوق النقد الدولي. الصادرات والواردات		—

(8) لم تتمكن الدراسة من أخذ اللوغاريتم الطبيعي لهذين المتغيرين لاحتواء سلسلتهما الزمنية على بعض المشاهدات السالبة.

تابع / جدول 2

توصيف متغيرات النموذج القياسي*

المتغير	الوصف الاقتصادي للمتغير	مصدر بيانات المتغير	العلاقة المتوقعة للمتغير بالاحتياطات الدولية
RGDP	الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للاقتصاد السعودي هو القيمة السوقية للسلع والخدمات النهائية المنتجة في سنة ما.	منسوبة إلى ذلك الناتج. وقام الباحث بتحويلها إلى بيانات ربع سنوية بالاعتماد على منهجية برنامج Eviews.	يتوقع وجود علاقة طردية بين الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والسوقية للاقتصاد السعودي على النهائية المنتجة في سنة ما.
FDI	نسبة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر للناتج المحلي الإجمالي.	سلاسل البيانات التي ينشرها مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية UNCTAD.	يتوقع وجود علاقة طردية بين تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصاد السعودي وبين الطلب على الاحتياطات الدولية، لتأثير ذلك الحجم في سوق الصرف الأجنبي عند تدفق تلك الاستثمارات للداخل، وعند تحويل الأرباح، وفي الأجل الطويل عند تحويل الاستثمار الأصلي.
IEWB	نسبة قطاع التجارة الخارجية (مجموع نسبتي الصادرات والواردات) إلى الناتج المحلي الإجمالي.	المؤشرات الاقتصادية العالمية التي يصدرها البنك الدولي.	يتوقع وجود علاقة طردية قوية بين حجم التجارة الخارجية للاقتصاد السعودي وبين طلبه على الاحتياطات الدولية.
USrir	سعر الفائدة الحقيقي في الاقتصاد الأمريكي.		يتوقع وجود علاقة طردية بين الطلب على الاحتياطات الدولية وسعر الفائدة الحقيقي في الاقتصاد الأمريكي، التي اعتبرناها متغير كفيل proxy عن تكلفة الاحتفاظ بالسيولة، في مقابل العائد المتوقع لاستثماراتها في سوق رأس المال الأمريكي.
Exch	سعر الصرف الحقيقي الفعال للريال السعودي.		يتوقع وجود علاقة عكسية بين التغير في سعر الصرف الحقيقي الفعال وبين الطلب على الاحتياطات الدولية في الاقتصاد

تابع / جدول 2

توصيف متغيرات النموذج القياسي*

المتغير	الوصف الاقتصادي للمتغير	مصدر بيانات المتغير	العلاقة المتوقعة للمتغير بالاحتياطيات الدولية
			السعودي، لكون هذا السعر يعكس، ضمن ما يعكس، تطور التوازن التجاري طويل الأجل للاقتصاد السعودي، وكلما تراجع هذا التوازن، زاد الطلب على الاحتياطيات الدولية لمواجهة التقلبات الخارجية المحتملة.

* محتويات الجدول مُعدة بواسطة الباحث: خالد السواعي. (2011). أثر الاستثمار الأجنبي المباشر في الصادرات الأردنية. مجلة الإدارة العامة، 51(3)، 437.

الأساليب القياسية المستخدمة

تعتمد الدراسة في تحليلها القياسي لدالة طلب الاقتصاد السعودي للاحتياطيات الدولية على منهجية التكامل المشترك بطريقة جوهانسن. ولكي تحدد السببية والتكامل في العلاقة، تبدأ بتحديد طول فترة الإبطاء المثلى في نموذج الانحدار الذاتي. وبعد اختبار استقرارية السلاسل الزمنية Unit Root، حتى تنتفي إمكانية الحصول على انحدار زائف، تحاول الدراسة تحديد العلاقة طويلة الأجل. وللحصول على العلاقة التكاملية في الأجل القصير، بعد التأكد من تكامل جميع المتغيرات المكونة للنموذج، ستستخدم الدراسة آلية تصحيح الخطأ Error Correction Mechanism (ECM) في النموذج الساكن، لإزالة الانحرافات في الأجل القصير من المسار التوازني للسلاسل في الأجل الطويل (السواعي، 2011). وتأسيساً على ذلك، فإن الدراسة توضح في جدول (3) طول فترات الإبطاء المثلى لمصفوفة الانحدار الذاتي.

جدول 3

اختبار طول فترات إبطاء مصفوفة الانحدار الذاتي

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	331.8330	NA	3.34e-10	-4.791662	-4.663162	-4.739443
1	1938.070	3047.126	3.13e-20	-27.88338	-26.98389	-27.51785
2	2133.122	352.8144	3.03e-21	-30.22238	-28.55189*	-29.54354
3	2148.105	25.77908	4.16e-21	-29.91330	-27.47181	-28.92114
4	2156.940	14.42240	6.29e-21	-29.51382	-26.30134	-28.20835
5	2285.046	197.8105	1.66e-21	-30.86832	-26.88484	-29.24954
6	2388.597	150.7583*	6.37e-22*	-31.86172*	-27.10724	-29.92962*

* indicates lag order selected by the criterion

يظهر جدول (3) أن عدد فترات الإبطاء المثلى هو 6 فترات؛ ذلك لأنه عند هذا العدد من فترات الإبطاء تصل قيم أغلب اختبارات الإبطاء إلى أدنى مستوى لها.

اختبار جذر الوحدة

أما جدول (4)؛ فيوضح نتيجة اختبار جذر الوحدة للسلاسل الزمنية المكونة للنموذج القياسي.

جدول 4

اختبار جذر الوحدة للمتغيرات

إحصائية ADF	إحصائية PP	المتغير
المستوى		
-1.411729	-0.227130	لوغاريتم الاحتياطيات الدولية
-0.558901	0.279789	لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي
-2.377086	-1.932547	لوغاريتم نسبة قطاع التجارة الخارجية للناتج المحلي الإجمالي

تابع / جدول 4
اختبار جذر الوحدة للمتغيرات

إحصائية ADF	إحصائية PP	المتغير
المستوى		
-2.125249	-2.360233	لوغاريتم سعر الصرف الحقيقي الفعال
*-2.913484	*-3.267750	نسبة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للناتج المحلي الإجمالي
-1.757335	-2.017064	سعر الفائدة الحقيقي في الاقتصاد الأمريكي
		القيم الحرجة:
-3.476472	-3.479656	%1
-2.881685	-2.883073	%5
الفرق الأول		
** -4.536944	* -2.778274	لوغاريتم الاحتياطيات الدولية
** -6.460726	* -3.165336	لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي
** -5.188460	* -2.875746	لوغاريتم نسبة قطاع التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي
** -4.017070	* -2.307056	لوغاريتم سعر الصرف الحقيقي الفعال
** -5.288361	** -4.180254	نسبة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي
** -5.550228	** -3.789277	سعر الفائدة الحقيقي في الاقتصاد الأمريكي
		القيم الحرجة:
-3.476805	-3.479656	% 1
-2.881830	-2.883073	% 5

— أخذ اللوغاريتم لمتغيرات الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (rgdp) والاحتياطيات الدولية (ir) ونسبة قطاع التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي وسعر الصرف الحقيقي الفعال.

— الأرقام المتبوعة بالعلامة * و ** تشير إلى أن المتغير ساكن عند مستوى 5% و 1% على الترتيب.

وتظهر نتائج تحليل الاستقرار باستخدام إحصائية ADF و PP أن كل سلاسل النموذج القياسي مستقرة بعد أخذ الفروق الأولى⁽⁹⁾؛ وهو ما يمكننا من إجراء اختبار التكامل المشترك وفقاً لمنهجية جوهانسن الموضحة في الخطوة التالية.

اختبار التكامل المشترك بطريقة جوهانسن

وإذا كانت السلاسل الزمنية المكونة لنموذج الدراسة متكاملة من الدرجة الأولى، كما توصلت الدراسة في النقطة السابقة، فإنه لتحديد مدى وجود تكامل مشترك بينها (بمعنى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل)، نستخدم اختبار الأثر Trace، واختبار الجذر الكامن Max-Eigen المقترحين من قبل جوهانسن لتحديد تلك العلاقة. ويظهر جدول (5) نتيجة هذين الاختبارين باستخدام ست فترات إبطاء، ويشير إلى وجود علاقة طويلة الأجل عند مستوى معنوية 5 %. كما يظهر الجدول وجود أربع معادلات تكامل في اختبار الأثر ومعادلة تكامل وحيدة في اختبار الجذر الكامن.

جدول 5

اختبار التكامل المشترك للمتغيرات باستخدام منهجية جوهانسن

الفرض Hypothesized		اختبار الأثر Trace		اختبار الجذر الكامن Max-Eigen	
		Statistic	Critical value	Statistic	Critical value
None	0.307734	144.6085	95.75366	50.38664	40.07757
At most 1	0.202090	94.22185	69.81889	30.92900	33.87687
At most 2	0.195921	63.29285	47.85613	29.87394	27.58434
At most 3	0.126088	33.41891	29.79707	18.46419	21.13162

(9) تظهر نتيجة اختبار الاستقرار أن سلسلة لوغاريتم سعر الصرف الحقيقي الفعال لا تستقر في الفرق الأول وفق اختبار ADF ولكن اختبار PP يحقق هذا الاستقرار في الفرق الأول.

تابع / جدول 5

اختبار التكامل المشترك للمتغيرات باستخدام منهجية جوهانسن

الفرض Hypothesized		اختبار الأثر Trace		اختبار الجذر الكامن Max-Eigen	
		Statistic	Critical value	Statistic	Critical value
At most 4	0.069161	14.95472	15.49471	9.818715	14.26460
At most 5	0.036795	5.136001	3.841466	5.136001	3.841466

Trace test indicates 4 cointegrating eqn.(s) at the 0.05 level

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn.(s) at the 0.05 level

*(**) denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 (1%) level

وللتأكد من صحة العلاقة طويلة الأجل، يتعين اختبار معنوية حد الخطأ العشوائي باستخدام منهجية تصحيح الخطأ المقيد ECM، وهو ما تجريه الدراسة في النقطة التالية.

نموذج تصحيح الخطأ

بتقبيد متجه الانحدار الذاتي VAR، يمكن قياس متجه تصحيح الخطأ لمعرفة مدى وجود علاقة تكاملية في الأجل الطويل. ولتطبيق تلك المنهجية على الصيغة القياسية المستخدمة في الدراسة نتبع الخطوات الآتية:

الخطوة الأولى - التأكد من صحة العلاقة في الأجل الطويل. للتأكد من صحة العلاقة طويلة الأجل، نقيس المعادلة الخاصة بمتجه تصحيح الخطأ لست فترات إبطاء؛ كي نتأكد من مستوى معنوية حد الخطأ العشوائي وتحديد إشارته. وباستخدام طريقة المربعات least squares، تظهر نتيجة قياس معادلة الأجل الطويل أن قيمة معامل متجه تصحيح الخطأ يساوي -0.010329، وأنه ذو إحصاء معنوي عند مستوى معنوية 5%. ويؤكد ذلك وجود علاقة في الأجل الطويل بين الاحتياطات الدولية كمتغير تابع، والمتغيرات المفسرة له في الأجل ذاته عند

ست فترات إبطاء؛ وبذلك تكون العلاقة التكاملية في الأجل الطويل وفق المعادلة الآتية⁽¹⁰⁾:

$$\ln IR = 103.3 + 5.7 \ln GDP + 39.6 \ln IEWB - 3.8 \ln EXCH + 3.3 IIR - 0.85 FDI$$

الخطوة الثانية - العلاقة في الأجل القصير. والعلاقة في الأجل القصير يمكن الحصول عليها أيضاً من نموذج تصحيح الخطأ المشار إليه سابقاً، وباستخدام اختبار Wald test للتأكد من معنوية معاملات الأجل القصير لكل من المتغيرات المستقلة في فترات الإبطاء الست، يتبين أن هناك علاقة معنوية في الأجل القصير بين متغيرات الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ونسبة قطاع التجارة الخارجية للناتج وسعر الفائدة الحقيقي في سوق رأس المال الأمريكي ونسبة رصيد الاستثمار الأجنبي المباشر للناتج. وفي المقابل، لا توجد علاقة معنوية مع سعر الصرف الحقيقي الفعال في الأجل ذاته.

اختبارات جودة النموذج القياسي

تختبر الدراسة في النقاط التالية جودة النموذج القياسي الذي استخدمته لتقدير دالة طلب الاقتصاد السعودي للاحتياجات الدولية. وتستخدم في ذلك عدداً من الاختبارات الإحصائية؛ كي تتأكد بها من صلاحية نموذجها القياسي في تقدير العلاقة محل البحث.

فقد بلغت قيمة معامل التحديد R^2 قيمة 66%، ومعامل التحديد المعدل $Adjusted R^2$ قيمة 53.6%، وتشير تلك القيمة إلى القدرة التفسيرية المتوسطة للنموذج. كما تؤكد مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج الموضحة في جدول (6) أنه لا يوجد ارتباط بين المتغيرات المكونة لنموذج الدراسة، وبما لا يؤثر في جودة التقدير القياسي؛ إذ تبلغ أقصى درجة ارتباط بين متغيرين في النموذج 47% (حالة متغير سعر الفائدة الحقيقي في الاقتصاد الأمريكي ولو غار يتم سعر الصرف الحقيقي الفعال للريال السعودي).

(10) تجدر الإشارة إلى أنه تم نقل المتغيرات المفسرة للطرف الأيمن من المعادلة؛ لأن تحليل جوهانسن يظهر جميع المتغيرات في الطرف الأيسر من المعادلة؛ ومن ثم عكست إشارة كل متغير منها.

جدول 6

قيمة الارتباط بين السلاسل الزمنية المكونة للنموذج القياسي*

Variable	LNIR	LNRGDP	LNIEWB	LNEXCH	IIR	FDI
LNIR	1.000000	-0.049784	0.160499	0.028618	0.014132	0.173333
LNRGDP	-0.049784	1.000000	0.059163	-0.202061	0.069455	-0.065171
LNIEWB	0.160499	0.059163	1.000000	-0.335413	0.108978	-0.171253
LNEXCH	0.028618	-0.202061	-0.335413	1.000000	0.473690	0.167215
IIR	0.014132	0.069455	0.108978	0.473690	1.000000	0.266596
FDI	0.173333	-0.065171	-0.171253	0.167215	0.266596	1.000000

* الجدول يمثل أحد مخرجات حزمة برنامج Eviews.

وفيما يتعلق بمدى وجود ارتباط سلسلي Serial correlation قد يتسبب في الحصول على نتائج تكامل مشترك مضللة، فإنه وفق اختبار LM test الظاهر في جدول (7)، لا يوجد ثمة ارتباط سلسلي عند ست فترات إبطاء.

جدول 7

اختبار LM للارتباط السلسلي للبواقي في نموذج متجه تصحيح الخطأ للنموذج القياسي المستخدم

Null Hypothesis: no serial correlation at lag order h		
Lags	LM-Stat	Prob.
1	12.21309	0.9999
2	34.05623	0.5613
3	13.15754	0.9998
4	152.0081	0.0000
5	21.27130	0.9756
6	27.36093	0.8492

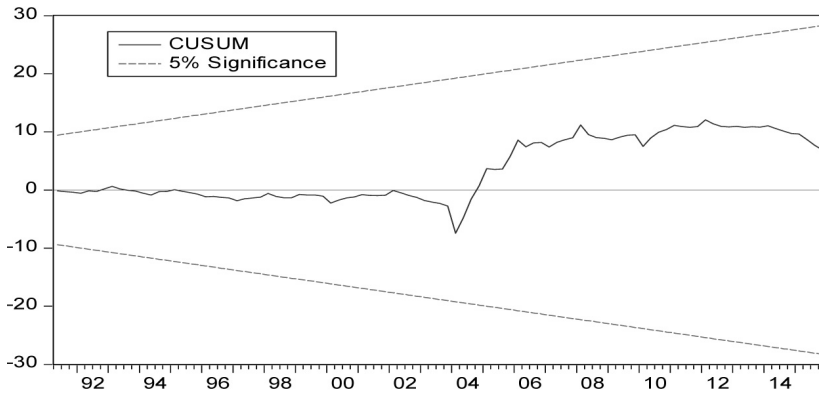
Probs. from chi-square with 36 df.

* الجدول يمثل أحد مخرجات حزمة برنامج Eviews.

أما اختبار استقرارية النموذج وفق اختبار Recursive Estimation بطريقة CUSUM Test؛ فشكل (4) يوضح أن الاختبار يقع بين القيم الحرجة العليا والدنيا؛ ومن ثم، فإن النموذج ينجح في اختبار الاستقرار؛ بمعنى أنه لا توجد ثمة تأثير للصدمات التي تقلل من جودة نتائج القياس.

شكل 4

اختبار الاستقرار بطريقة Recursive Estimation للنموذج القياسي وبطريقة CUSUM Test*



* الشكل مستخرج من نتائج برنامج Eviews

نتائج التحليل القياسي

تبين من التحليل السابق وجود علاقة تكاملية مقبولة إحصائياً في الأجلين الطويل والقصير بين المتغيرات المفسرة للنموذج القياسي والمتغير التابع؛ ففي الأجل الطويل تبين ما يأتي:

- تأثر طلب الاقتصاد السعودي على الاحتياطات الدولية إيجاباً بنمو الناتج المحلي الإجمالي. ويعني ذلك أنه عندما يزيد الناتج المحلي الإجمالي السعودي، يمكن للسلطات النقدية تدعيم الاحتياطات بموارد دولارية، وهو ما حدث بداية من فترة النمو السريع للاقتصاد السعودي في أوائل العقد الأول من القرن الحادي والعشرين.

- ارتبط متغير نسبة قطاع التجارة الخارجية للنواتج بطلب الاقتصاد السعودي على الاحتياطات الدولية بعلاقة طردية. ويعزى ذلك إلى ارتفاع درجة حساسية الاقتصاد للتقلبات الخارجية كلما زادت حصة الصادرات والواردات في الناتج المحلي الإجمالي. وتسهم الاحتياطات الدولية بتقليل درجة المخاطر المرتبطة بهذه الحساسية المرتفعة، وهو ما يفسر ارتباط المتغيرين بعلاقة طردية في فترة الدراسة بالاقتصاد السعودي.
- يرتبط معدل سعر الفائدة الحقيقي في الاقتصاد الأمريكي - كمعبر عن العائد على الاستثمار في سوق رأس المال الدولي وعن تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطات الدولية في شكل سائل - بعلاقة طردية مع الطلب السعودي على الاحتياطات الدولية. ويمكن أن يعزى ذلك إلى ارتفاع حصة سوق رأس المال الأمريكي في محفظة استثمار الاحتياطات السعودية؛ ومن ثم، كلما زاد سعر الفائدة زاد طلب السلطات النقدية على زيادة أرصدة تلك الاحتياطات.
- وجود علاقة عكسية بين متغير سعر الصرف الحقيقي الفعّال والطلب على الاحتياطات الدولية في الاقتصاد السعودي خلال فترة الدراسة. ويرجع ذلك إلى أن تراجع سعر الصرف الحقيقي الفعّال يقلل من القيم الحقيقية للصادرات السعودية، ويزيد من انكشافها تجارياً على العالم، ويتسبب ذلك في مزيد من الطلب على تكوين احتياطات لمواجهة هذا التراجع في الوضع التجاري الحقيقي لها. وتراجع سعر الصرف الحقيقي الفعّال يعكس تراجعاً في القوة الشرائية للسلعة الرئيسية التي يصدرها الاقتصاد السعودي، في مقابل ارتفاع مطّرد في أسعار وارداته، وهو ما يعني تراجعاً تدريجياً في معدل التبادل الدولي⁽¹¹⁾ له.

(11) يقيس معدل التبادل الدولي أسعار الصادرات منسوبة إلى أسعار الواردات، وهو يمثل شكلاً آخر لحساب معدل سعر الصرف الحقيقي الفعّال؛ لأن الأخير يأخذ في اعتباره الأوزان النسبية للصادرات والواردات للدولة.

• هناك علاقة عكسية طويلة الأجل بين نسبة رصيد الاستثمار الأجنبي المباشر للناتج وطلب الاقتصاد السعودي على الاحتياطيات الدولية. فكل زيادة في أرصدة الاستثمار الأجنبي المباشر يقابلها تراجع في الطلب على هذه الاحتياطيات. ويمكن أن يرجع ذلك إلى أن ارتفاع رصيد الاستثمارات الأجنبية يقلل الطلب على النقد الأجنبي في سوق الصرف الأجنبي بهدف التخارج والتصفية للاستثمارات الأجنبية؛ وهو ما يقلل، الحاجة إلى زيادة رصيد الاحتياطيات الدولية لمواجهة هذا الطلب المستقبلي.

وتنسجم نتائج العلاقة في الأجل القصير مع علاقة الأجل الطويل، في معنوية العلاقة واتجاهها، باستثناء متغير سعر الصرف الحقيقي الفعال؛ إذ كشف تحليل الأجل القصير، وفق منهجية تصحيح الخطأ، انعدام تأثير سعر الصرف الحقيقي الفعال على الطلب على الاحتياطيات الدولية في ست فترات إبطاء وفق اختبار Wald test.

النتائج والمناقشة

ينقسم هذا الجزء من الدراسة إلى قسمين، نتناول في الجزء الأول منه النتائج الإجمالية لتحليل دالة طلب الاقتصاد السعودي للاحتياطيات الدولية، ونطرح في الجزء الثاني أهم توصيات الدراسة لتعزيز كفاءة إدارة السياسة الاقتصادية لتلك الاحتياطيات.

النتائج الإجمالية

نعرض في جدول (8) النتائج التي توصلت إليها الدراسة من تحليلها الوصفي والقياسي لطلب الاقتصاد السعودي على الاحتياطيات الدولية:

جدول 8

نتائج اختبار فروض الدراسة*

الفرض	الاختبار الوصفي	الاختبار القياسي
وجود علاقة طردية بين الطلب على الاحتياطيات الدولية والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في الاقتصاد السعودي.	أظهر التحليل الوصفي وجود تناظر في التغيرات الموجبة التي شهدتها كل من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي وقيم الاحتياطيات في أغلب سنوات الدراسة.	أثبت التحليل القياسي صحة الفرض بوجود علاقة طردية بين الطلب على الاحتياطيات الدولية والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال فترة الدراسة، وفي الأجلين الطويل والقصير. وتتفق تلك النتيجة مع الدراسات السابقة والخبرة الدولية، كما تتفق مع نتائج التحليل الوصفي.
أهمية قطاع التجارة الخارجية والطلب على الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد السعودي.	أظهر التحليل الوصفي أن التناظر بين حجم الاحتياطيات الدولية ونسبة قطاع التجارة الدولية للناتج بدأ منذ عام 2005. كما ابتدأ المتغيران فترة الدراسة واختتماها بهبوط، بينما غاب التناظر في التوجهات في بقية سنوات الدراسة.	أثبت التحليل القياسي صحة الفرض بوجود علاقة طردية بين نمو قطاع التجارة الخارجية وطلب الاقتصاد على الاحتياطيات الدولية. ويتفق ذلك مع نتائج التحليل الوصفي لهذه العلاقة في الاقتصاد السعودي، كما تتفق مع الأدبيات السابقة في الدول النامية.
هناك علاقة عكسية بين التغيرات في سعر الصرف الحقيقي الفعال REER والطلب على الاحتياطيات الدولية.	بمقارنة التطورات في سعر الصرف الحقيقي الفعال وفي الاحتياطيات الدولية، توصل التحليل الوصفي إلى وجود علاقة عكسية بينهما خلال فترة الدراسة؛ ذلك لأن التراجع المطرد لسعر الصرف الحقيقي الفعال قابله زيادة تدريجية في حجم الاحتياطيات الدولية خلال فترة الدراسة.	أثبت التحليل القياسي صحة الفرض بوجود علاقة عكسية بين التغيرات الحقيقية في سعر الصرف الحقيقي الفعال والطلب على الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد السعودي خلال فترة الدراسة، وهو ما يتوافق مع الإطار النظري والتحليل الوصفي للدراسة.

تابع / جدول 8

نتائج اختبار فروض الدراسة*

الفرض	الاختبار الوصفي	الاختبار القياسي
طلب الاقتصاد السعودي على الاحتياطات الدولية يرتبط بعلاقة طردية	هناك تناظر محدود بين حجم الاحتياطات الدولية وأسعار الفائدة الحقيقية في سوق رأس المال الدولي.	أثبت التحليل القياسي صحة الفرض على الاحتياطات الدولية
بالتغيرات في سعر الفائدة في الاقتصاد الأمريكي، كمتغير خلال الأعوام 2005 و2006	وتحديداً، وتغيرت مع نتائج التحليل الوصفي لهذه الفترة الثلاث شهدت الاتجاه السعودي المتناظر لكلا المتغيرين.	بالتغيرات في سعر الفائدة الحقيقية في الاقتصاد الأمريكي وطلب الاقتصاد السعودي على الاحتياطات الدولية. ويتفق ذلك مع نتائج التحليل الوصفي لهذه الفترة الثلاث شهدت الاتجاه السعودي المتناظر لكلا المتغيرين.
وجود علاقة طردية بين الطلب على الاحتياطات الدولية وأرصدة الاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصاد السعودي.	لم يظهر التحليل الوصفي التناظر بين حجم الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي إلا خلال الفترة 2005-2009.	رفض التحليل القياسي صحة الفرض بوجود علاقة عكسية بين الطلب على الاحتياطات الدولية وأرصدة الاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصاد السعودي.

* معد بواسطة الباحث.

توصيات الدراسة

في ضوء النتائج السابقة، وفي ضوء السمات المميزة للاقتصاد السعودي، سواء في ارتفاع مؤشرات تركزه الاقتصادي في قطاع النفط أو في ارتفاع الأرصدة الحالية من احتياطاته الدولية، فإن الدراسة تقترح بعض التوصيات التي ترى ملاءمتها لتعزيز كفاءة إدارة تلك الاحتياطات وتقليل التكاليف المباشرة وغير المباشرة للاحتفاظ بها، وهي:

- 1 - ضرورة الفصل الوظيفي بين قيام السلطات النقدية بتكوين وإدارة الاحتياطات الدولية للاقتصاد السعودي وبين تكوين وإدارة صناديق

الثروة السيادية له؛ ذلك لأن الخلط بينهما يرفع تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات، ويقلل طاقة الاقتصاد السعودي في تكوين صناديق الثروة السيادية مرتفعة العائد. فإذا كانت المنهجية السليمة لإدارة صناديق الثروة السيادية تقتضي توظيف أرصدها في الأوعية الاستثمارية متوسطة الأجل وطويلة الأجل، وتتسم بارتفاع العائد عليها، فإن ذلك يجعلها تختلف، أيما اختلاف، عن منهجية استثمار الاحتياطيات الدولية، التي تتطلب الاحتفاظ بها في شكل سائل، أو استثمارها في أوعية قصيرة الأجل منخفضة العائد (قد يكون لمدة ليلة واحدة). ولذلك ترى الدراسة الاكتفاء بتكوين قدر من الاحتياطيات يغطي أربعة أشهر من الواردات السعودية كحد أقصى، وتوجيه باقي أرصدة الاحتياطيات وإدارتها بفكر صناديق الثروة السيادية السعودية.

2 - بعد الفصل الوظيفي بين الاحتياطيات الدولية وصناديق الثروة السيادية، تقترح الدراسة تنويع محفظة استثمار تلك الاحتياطيات في الأوعية شبه السائلة قطاعياً ودولياً؛ بما يقلل تكلفة الفرصة البديلة، ودون الإخلال باعتبارات السيولة والعائد منها.

3 - ولما كانت الأهمية التي يحتلها قطاع التجارة الخارجية (مجموع نسبتي الصادرات والواردات للناتج المحلي) تزيد الحاجة إلى تكوين الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد السعودي، فإن الدراسة تقترح الاهتمام بتطوير سياسات التصدير لزيادة المكون غير النفطي في الصادرات، والتحيز لصالح الصادرات على حساب الواردات في هيكل التجارة الخارجية، لتقل بذلك مخاطر التقلبات الفجائية في سوق الصرف الأجنبي، وتقل، من ثم، الحاجة إلى مزيد من الاحتياطيات الدولية بما يفوق المستوى المقبول دولياً.

4 - وتقترح الدراسة إعادة النظر في برامج تحفيز الاستثمار الأجنبي المباشر للسعودية، مع تعديل الهدف العام لها لتتولى تعديل هيكل هذه

الاستثمارات وتوطينها في القطاعات مرتفعة القيمة المضافة المكونة محلياً. فمن خلال هذه النوعية من الاستثمارات الأجنبية المباشرة، يمكن للسياسة النقدية تقليل الحاجة إلى زيادة أرصدة الاحتياطيات الدولية؛ لأنه سيقبل من الطلب طويل الأجل في سوق الصرف الأجنبي؛ كون هذه النوعية من الاستثمارات تزيد من الطاقات الإنتاجية للمجتمع، وتقلل من الفجوة بين قدراته التصديرية وحاجاته للاستيراد.

5 - تأسيساً على النقطة السابقة، فإن استثمارات السعوديين في الخارج يجب أن تحظى باهتمام متزايد من جانب برامج تحفيز الاستثمار الأجنبي المباشر لإعادة توطينها محلياً. ويساعد ذلك في زيادة الاستثمار الإجمالي في الاقتصاد السعودي، دون الحاجة إلى زيادة الاحتياطيات الدولية في الأجلين القصير والطويل، عن حدودها المتعارف عليها دولياً.

6 - ترى الدراسة أهمية الاستمرار في المحافظة على نظام سعر الصرف الثابت في الاقتصاد السعودي، مع اقتراح أن يكون هذا الثبات أمام سلة من العملات الدولية القابلة للتحويل، وليس الثبات أمام الدولار الأمريكي وحده. ويمكن تحديد تلك السلة من خلال تحليل الهيكل الجغرافي للتجارة الدولية للاقتصاد السعودي. وحتى تؤدي سياسة سعر الصرف الثابت أكلها، ترى الدراسة ضرورة الاهتمام بتطوير القطاعات الإنتاجية غير النفطية، التي تنتج السلع القابلة للتجارة الدولي مرتفعة القيمة المضافة؛ لأن ذلك كفيل بتطوير مؤشرات التجارة الدولية لصالح الصادرات غير النفطية مرتفعة القيمة المضافة. ويسهم ذلك في تحسين معدل التبادل الدولي لصالح الاقتصاد السعودي. وهو ما يقلل من الضغوط على سوق الصرف الأجنبي، ويقلل الحاجة إلى زيادة الاحتياطيات الدولية، ويقلل أيضاً من دخول السلطات النقدية في عمليات السوق المفتوحة لدعم قيمة الريال السعودي أمام العملات القابلة للتحويل.

وأخيراً، فإنه بالقدر الذي تنجح فيه السياسات الاقتصادية الكلية (المالية

والنقدية والاستثمارية وسياسات سوق العمل وسياسات التجارة الخارجية) في تحسين مؤشرات التنوع الاقتصادي في الاقتصاد السعودي، لصالح زيادة القطاعات غير النفطية، والوصول بقدرات النمو الاقتصادي السعودي لحده الأقصى، تنجح في المقابل السلطات النقدية في تكوين الاحتياطيات الدولية وإدارتها بالطريقة المثلى، وتقلل من التكاليف المباشرة وغير المباشرة المترتبة على الاحتفاظ بها بمقادير تفوق المعدلات الدولية المتعارف عليها.

المراجع

- رمزي زكي. (1994). *الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري*. دار المستقبل العربي.
- السواعي، خالد. (2011). أثر الاستثمار الأجنبي المباشر في الصادرات الأردنية. *مجلة الإدارة العامة*، 51(3)، ص 437.
- صندوق النقد الدولي. (2009). دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي، (ط.6).
-----، تقرير الآفاق الاقتصادية العالمية. أعداد مختلفة.
- هندي، أيمن. (2014). محددات الطلب من الاحتياطات الأجنبية لدول مجلس التعاون الخليجي. *مجلة دراسات اقتصادية، السلسلة العلمية لجمعية الاقتصاد السعودية*، 11(21).
- Azali, Nor. (2011). Law, International Reserve Holdings in ASEAN Economies, *Global. Journal of Management and Business Research*, 11(12). Version 1.0.
- Ayhan, Turgutlu. (2015). Dynamics of international reserve accumulation in Turkish economy. *Journal of Economics and Management*. 20 (A).
- Genberg, Aizenman. (2012). *Research on the Demand for International Reserves: Developments in Academia*. the Contribution of IMF Researchers, and Influence on IMF Surveillance, International Monetary Fund, BP/12/01, August 13.
- MBENGMEZUI & DURU.(2013). *Holding Excess Foreign Reserves Versus Infrastructure Finance: What should Africa do?* AFRICAN DEVELOPMENT BANK GROUP, 178.
- Osigwe, Anthony. (2015). Thank god, Onoja, Modeling the Determinants of Foreign Reserves in Nigeria. *Developing Country Studies*, 5(19).
- Sehgal, Sharma. (2008). A Study of Adequacy, Cost and Determinants of International Reserves in India. *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 20.
- Reserves Accumulation in Nigeria. *Zagreb International Review of Economics & Business*, 17(1), pp. 27-46.
- Shuaibu, Mohammed. (2014). Determinants and Sustainability of International.
- Waheed, Abdullateef. (2010). "External reserve holdings in Nigeria: Implications for investment, inflation and exchange rate. *Journal of Economics and International Finance* 2(9), pp. 183-189.

www.albankaldawli.org

<http://www.imf.org/>

ملحق إحصائي

جدول أ

مؤشرات الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد السعودي خلال الفترة من 1980-2015

(4) نسبة تغطية الاحتياطيات لشهور الواردات	الاستثمار الأجنبي المباشر		(1) حجم الاحتياطي	السنوات
	(3) نسبة تغطية الاحتياطيات %	(2) الرصيد السنوي		
4.999942	-	-	538364	1980
5.125309	-	-	395029	1981
5.029866	62.84305	5786.67	363652	1982
4.741428	36.25073	10730.57	388991	1983
4.86489	28.13228	15580.43	438313	1984
6.634805	28.71443	16071.85	461494	1985
6.34874	29.08258	17038.55	495525	1986
7.920556	32.06551	15863.65	508676	1987
7.604466	33.84724	15535.21	525824	1988
5.567512	35.76856	14881	532272	1989
3.575398	35.53617	15193	539901	1990
2.395443	35.25609	15358	541463	1991
1.391548	34.49097	15608	538335	1992
2.105544	35.69122	15788	563493	1993
2.597424	33.65548	16478	554575	1994
2.652005	33.13848	17056	565210	1995
3.677697	31.17909	17120	533786	1996
3.52197	29.32928	17177	503789	1997
3.935478	30.83064	17271	532476	1998
4.641136	32.52823	17394	565796	1999
4.483409	29.62024	17577	520635	2000
4.30973	29.93478	17281	517303	2001
4.973549	30.18851	17734	535363	2002

تابع / جدول أ

مؤشرات الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد السعودي خلال الفترة من 1980-2015

(4) نسبة تغطية الاحتياطيات لشهور الواردات	الاستثمار الأجنبي المباشر		(1) حجم الاحتياطي	السنوات
	(3) نسبة تغطية الاحتياطيات %	(2) الرصيد السنوي		
4.990503	24.79824	18512	459065	2003
4.984634	16.7324	20454	342,245	2004
20.45272	17.31998	33535	580,826	2005
22.86871	16.71474	50659	846,752	2006
24.03322	15.59813	73479.73	1,146,146	2007
28.64992	14.69857	112935.5	1,659,990	2008
29.17059	10.38503	148088.8	1,537,906	2009
29.74011	9.464121	176377.9	1,669,262	2010
32.10077	10.92352	186758.1	2,040,055	2011
35.48098	12.37063	199032.1	2,462,153	2012
36.64485	13.09047	207897	2,721,468	2013
33.13635	12.71984	215908.7	2,746,324	2014
29.68144	10.31721	224049.8	2,311,567	2015

* مصدر بيانات الجدول

- عمود (1): بيانات مؤسسة النقد العربي السعودي من الموقع الإلكتروني لها على الإنترنت.

- عمود (2): بيانات منظمة الأونكتاد UNCATD في موقعها الإلكتروني على الإنترنت.

- عمود (3): محسوب بواسطة الباحث، كنتيجة لقسمة العمود (1) على العمود (2).

- عمود (4): بيانات الإحصاءات الدولية للبنك الدولي المتاحة على موقعه على الإنترنت.

جدول ب

بعض مؤشرات التركيز في الاقتصاد السعودي خلال الفترة من 1980-2015

(3) قيمة التحويلات الخارجة للعاملة في الاقتصاد السعودي بالمليار دولار	(2) نسبة الإيرادات النفطية إلى إجمالي الإيرادات العامة (%)	(1) نسبة الصادرات النفطية إلى إجمالي الصادرات %	السنوات
4.1	91.7	92.2	1980
5.3	89.3	92.6	1981
5.3	75.6	92.2	1982
5.2	70.3	97.3	1983
5.3	70.8	96.4	1984
5.2	66.2	94.1	1985
4.8	55.5	89.3	1986
4.9	64.9	87.8	1987
6.5	57.2	82.6	1988
8.5	66.2	84.6	1989
11.2	-	90.0	1990
13.7	77.8	91.1	1991
13.4	75.9	92.3	1992
15.7	74.9	90.8	1993
18.1	74.0	89.2	1994
16.6	72.2	86.8	1995
15.5	75.9	89.1	1996
15.0	77.9	87.6	1997
14.9	56.5	83.6	1998
14.0	70.8	88.3	1999
15.4	83.1	91.2	2000
15.1	80.6	87.7	2001
15.9	78.0	87.8	2002
14.8	78.8	88.0	2003

تابع / جدول ب

بعض مؤشرات التركيز في الاقتصاد السعودي خلال الفترة من 1980-2015

(3)	(2)	(1)	السنوات
قيمة التحويلات الخارجة للعامة في الاقتصاد السعودي بالمليار دولار	نسبة الإيرادات النفطية إلى إجمالي الإيرادات العامة (%)	نسبة الصادرات النفطية إلى إجمالي الصادرات %	
13.6	84.1	87.6	2004
14.3	89.4	89.5	2005
16.0	89.7	89.2	2006
16.4	87.5	88.1	2007
21.7	89.3	89.7	2008
26.5	85.2	84.8	2009
27.1	90.4	85.7	2010
28.5	92.5	87.1	2011
29.5	91.8	86.9	2012
35.0	89.5	85.6	2013
36.9	87.5	83.1	2014
38.8	72.5	75.1	2015

* مصدر بيانات الجدول

- عمود (1) وعمود (2) مكونان من بيانات مؤسسة النقد العربي السعودي من الموقع الإلكتروني لها على الإنترنت.

- عمود (3) بيانات الإحصاءات الدولية للبنك الدولي المتاحة على موقعه على الإنترنت.

Determinants of Demand for the International Reserves in Saudi Arabia Economy

Dr. Mohammed S. Afifi

Abstract

Objectives: The study attempted to analyze the demand function of the Saudi economy for international reserves during the period of (1980-2015).

Method: The study depended on a descriptive analysis of international reserves stocks and their related variables. The study also used the standard method of joint integration and error correction to reach the most important determinants that affected the function of demand for the international reserves in the KSA.

Results: The study found that the real gross domestic product GDP, importance of the external trade sector and the real interest rate in the American economy are all related to the Saudi economy demand for the international reserves in a moral positive correlation. On the other hand, the effective exchange rate in addition to foreign direct investment rate FDI of the GDP is related in a moral inverse relationship to these reserves in the long term. A short-term analysis by error correction approach met the long-term results except for effective real exchange rate lack of impact on the demands of these reserves.

Conclusion: Due to indexes concentration increase in the Saudi economy, the study called on the monetary authorities to necessarily make these reserves reach the internationally _recognized rates, through a functional separation between the methodology of forming and managing these international reserves and the methodology of forming and managing the sovereign wealth funds. The study also called on stimulating export-oriented domestic and foreign investment for its positive impact on reducing the holding cost of the international reserves in both short and long terms.

Keywords: Demand function, Saudi Arabia, international reserves.

د. محمد صلاح عفيفي، حاصل على درجة الدكتوراه من جامعة القاهرة، جمهورية مصر العربية، عام 1985. ويعمل حالياً عضو هيئة تدريب بمعهد الإدارة العامة، المملكة العربية السعودية. الاهتمامات البحثية: الاقتصاد السعودي، الإدارة. الإيميل: afifim@ipa.edu.sa