

<p>تواريخ البحث</p> <p>تاريخ تقديم البحث : 2023/7/16</p> <p>تاريخ قبول البحث: 2023/8/13</p> <p>تاريخ رفع البحث على الموقع: 2023/12/15</p>	<p>بناء صندوق سيادي عراقي من فوائض الاحتياطيات الرسمية للعراق (محاكاة الصندوق السيادي النرويجي للمدة من (2010-2021))</p>
	<p>م.م شروق خلف لطيف السهان أ.م.د. عقيل عبد محمد</p>
	<p>كلية الادارة والاقتصاد - قسم العلوم المالية والمصرفية جامعة البصرة¹</p>

المستخلص :

يهدف البحث الى تقديم محفظة استثمارية بديلة لاستثمار الفائض من الاحتياطيات الرسمية للعراق، من خلال اقتراح صندوق ثروة سيادي يستثمر الفائض بادوات مالية وغير مالية مختلفة ومقارنتها مع المحفظة الفعلية، وبحسب هذا البحث من الممكن ان يحصل البنك المركزي العراقي على عوائد ايجابية تفوق ما تحققة المحفظة الفعلية نتيجة استثمارات في الاسهم والسندات والعقارات في الاسواق المالية الدولية، والتي تتطلب من العراق الخروج عن المألوف في استثمارات غير تقليدية تحمل في طياتها تجرع المزيد من المخاطرة في سبيل الحصول على المزيد من العوائد الايجابية وهذا ما تم السعي اليه، وقد اثبتت نتائج التحليل العراق بإمكانه الاستثمار ببدائل متنوعة تسهم في تحقيق اهدافه الرئيسة الامان والسيولة والعاقد، وان امتلاكه استثمارات متنوعه تؤدي الى نمو الاحتياطيات وزيادة المتحصلات النقدية ومن ثم استدامتها.

الكلمات المفتاحية: الاحتياطيات الرسمية، استثمار الفوائض، الصندوق السيادي

¹ بحث مستل من رسالة دكتوراه : بحث مستل من اطروحة دكتوراه: سيناريوهات بديلة لاستثمار الاحتياطيات الرسمية للعراق في ظل مخاطر الاستثمار المالي الدولي للمدة (2010-2021).

Building an Iraqi sovereign fund from the surpluses of official reserves of Iraq (simulating the Norwegian sovereign fund for the period from (2010-2021))

A.L.Shurooq Khalaf Lateef – AL Sabhan1

Dr. Aqeel A.Abass2

Administration & Economics College , Department of Banking & finance

University of Basrah

Abstract :

This study aims to present an alternative investment portfolio to invest the surplus from the official reserves of Iraq, by proposing a sovereign wealth fund that invests the surplus with various financial and non-financial tools and comparing it with the actual portfolio. According to this scenario, the Central Bank of Iraq may obtain positive returns that exceed what the portfolio achieves Actual as a result of its investments in stocks, bonds, and real estate in the international financial markets, which require Iraq to deviate from the norm in unconventional investments that carry with it more risk in order to obtain more positive returns, and this is what was sought in this scenario, and the results have been proven The analysis is that Iraq can invest in a variety of alternatives that contribute to achieving its main goals of security, liquidity, and return, and that its possession of various investments leads to the growth of reserves and the increase of cash receipts, and then their sustainability.

Keywords: official reserves, surplus investment, sovereign fund.

Keywords: profitability indicators, commercial banks, profitability ratio.

المقدمة :

يستعرض هذا البحث بناء صندوق سيادي عراقي من فوائض الاحتياطيات الرسمية للعراق، وقد جاءت هذه الدراسة في سياق الاهتمام بالمحفظة الاستثمارية للبنك المركزي العراقي ، من خلال توظيف الفائض من الاحتياطيات الرسمية لزيادة العائد وتقليل المخاطر،

اذ يتمتع العراق باحتياطيات رسمية مرتفعة وهذا يستوجب عليه استثمار تلك الاموال في محافظ استثمارية كفوءة تلي متطلباته واهدافه الاستراتيجية من جهة وحتى يتمكن من الوفاء بالتزاماته المالية من جهة اخرى، ولعل بناء صندوق سيادي يلبي جميع تلك الاهداف من ادارة واستثمار الفوائض المالية، من خلال اتباع منهج محاكاة الصندوق السيادي النرويجي، الذي يعد من بين اهم الصناديق السيادية الموجودة في العالم، كما يعتبر مرجعاً حقيقياً لباقي الصناديق السيادية، ويتجلى نجاحه في التطور المستمر لاصوله المالية.

♦ **مشكلة الدراسة:** انطلاقاً من اهمية الصناديق السيادية ودورها في استثمار الفوائض المالية للاحتياطيات الرسمية نطرح مشكلة الدراسة في: (هل بناء صندوق سيادي عراقي من فوائض الاحتياطيات الرسمية يسهم في تعظيم العائد وبمخاطر مقبولة مما متحقق فعلاً؟)

♦ **فرضية الدراسة** استناداً الى مشكلة الدراسة تم اعتماد الفرضية التالية:
(ان بناء صندوق سيادي عراقي لاستثمار فوائض الاحتياطيات الرسمية للعراق لا يسهم في تحقيق عائداً أعلى ومخاطرة اقل مما هي عليه الان، في ظل تحقيق اهدافه الرئيسية الامان والسيولة والعائد).

♦ **اهمية الدراسة:** تتجلى اهمية الدراسة في انها تقدم مقترح بديل لاستثمار الفوائض الاحتياطية الرسمية للعراق، ويستند هذا المقترح الى دراسة تحليلية تفصيلية للاحتياطيات الرسمية التي يمتلكها العراق، وتقدير الحجم الامثل لكفاية الاحتياطيات الخاصة بالسياسة النقدية، وحساب الفائض منها ومن ثم بناء صندوق سيادي عراقي يحاكي الصندوق السيادي النرويجي، يخدم تحقيق كل الاهداف الاستراتيجية المحددة من امان بالدرجة الاولى وسيولة فضلاً عن تحقيق عائد أعلى بمخاطر مقبولة.

♦ **هدف الدراسة:** تهدف هذه الدراسة الى القاء تحليل فوائض الاحتياطيات الرسمية للعراق، وكيفية استثمارها في صندوق ثروة سيادي يحاكي صندوق الثروة النرويجي، كونه من اهم الصناديق السيادية الموجودة في العالم.

♦ **منهجية الدراسة:** لتحليل ودراسة اشكالية البحث، اعتمدنا الاسلوب الوصفي التحليلي، وهذا من خلال جمع البيانات وتحليلها، للوصول الى الاهداف المرجوه من هذا البحث.

♦ **خطة الدراسة:** تم تقسيم الدراسة الى المحاور التالية:

المحور الاول: الخلفية النظرية لصناديق الثروة السيادية والاحتياطيات الرسمية.

المحور الثاني: التغطية التحليلية لمحفظة الاحتياطيات الرسمية للعراق.

المحور الثالث: التغطية التحليلية لبناء الصندوق السيادي العراقي.

المحور الأول: الخلفية النظرية لصناديق الثروة السيادية والاحتياطيات الرسمية

1. مفهوم واهداف صناديق الثروة السيادية

تقوم الدول التي لديها احتياطيات اجنبية كبيرة بإنشاء صندوق ثروة سيادي يختلف بحسب الهدف الذي قام عليه الصندوق، فقد يكون وسيلة لعملية الادخار او الاستثمار، ولكثرة التعاريف التي تم اعطاؤها لهذه الصناديق لم يتفق على مفهوم واحد، اذ تختلف خصائص ومميزات وغايات انشاء الصناديق بحسب كل دولة، وقد عرفها صندوق النقد الدولي (بأنها ترتيبات استثمارية عامة ذات اغراض محددة، مملوكة للسلطات النقدية وتحت سيطرتها، وتبنى هذه الصناديق على عوائد عمليات التخصيص، عمليات الصرف الاجنبي، فوائض المالية العامة، عوائد صادرات السلع، وتطبق هذه الصناديق استراتيجيات استثمار في اصول مالية اجنبية) (IMF,2008:4)، ويرى سلمان ومحمد ان صناديق الثروة السيادية (عبارة عن فوائض الاموال او المداخيل العالية لبعض الدول وهي الاحتياطيات المالية في البنوك المركزية والتي تستثمرها في الدول الغنية)، والدول التي تمتلك مثل هذه الصناديق دول الخليج والصين والبرازيل والهند والتي تعد من الدول النامية التي تمتلك الفوائض الاحتياطية المالية الكبيرة (سلمان ومحمد، 2012 : 185). تسعى صناديق الثروة السيادية الى تحقيق العديد من الاهداف، وادناه بعض من الاهداف الرئيسية لبناء هذه الصناديق منها(موراد وفاطمة ، 2020 :139)، (Omer,2019:156):

- أ. الاداء الامثل لتحقيق الارباح اذ يهدف البعض منها لتعظيم عائد الاحتياطيات الرسمية
- ب. الملاذ الامن: تعمل بعض الصناديق كمقرضين للملاذ الاخير او صناديق التأمين في سياق الازمات والاضطرابات المالية.
- ج. آلية لادخار الفائض المالي او استثماره خارجياً للحفاظ على استقرار النشاط الاقتصادي وحماية القطاع الصناعي من تداعيات المرض الهولندي.
- د. تنوع مجالات توظيف الاحتياطيات، عن طريق انشاء صناديق سيادية تقوم باستثمار جزء من هذه الاحتياطيات في اصول مالية متنوعة.

ويرى الباحثان ان صناديق الثروة السيادية للعراق يمكن تعريفها من خلال الغرض المطلوب منها (هي عبارة عن اليات لاستثمار الفوائض المتحققة عن الاحتياطيات الرسمية للعراق، والغاية منها بناء اصول غير تقليدية تدر دخلاً يعوض تآكل الاصول الحالية واستغلال ايراداتها في تحقيق التنمية المالية المستدامة للجهات المستثمره فيها)، وهنا يجب التركيز على تنوع الاصول الاستثمارية غير التقليدية والاستثمار في اصول ذات مخاطر مرتفعة في سبيل الحصول على دخول مرتفعة بغية استغلال الفوائض المالية المتحققة في فترات ارتفاعها في قنوات استثمارية متنوعة.

2. دوافع واسباب بناء صناديق الثروة السيادية

جاءت هذه الصناديق لاسباب ودوافع عدة نذكر منها ما يلي (بوفليخ وطرشني، 2017 :123) (عبد العزيز، 2017 : 149):

أ. نضوب الموارد الطبيعية والبحث عن بدائل ترفد البلدان بدخول محل الموارد الطبيعية القابلة للنضوب واستخدام الإيرادات من قبل الاجيال الحالية وهذا يحقق العدالة لكل الاجيال.
ب. تساعد صناديق الثروة السيادية في نقل التكنولوجيا الى الدول المالكة اذ تؤدي الى الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة لهذه الصناديق في الدول المتقدمة الى توسيع حجم المبادلات الاقتصادية بما فيها عمليات نقل التكنولوجيا والمعارف.

3. الاستراتيجية الاستثمارية لصندوق الثروة السيادي النرويجي

تأسس صندوق الثروة النرويجي عام 1990 وسمي بصندوق البترول النرويجي (The Petralum Fund)، ويمول عن طريق التحويلات الحكومية للفوائض المالية المحققة على مستوى الموازنة العامة للدولة نتيجة ارتفاع اسعار النفط في الاسواق الدولية، وتم تجميع الاصول الصافية لأول مرة عام 1996، وفي عام 2001 تم تطبيق قاعدة اربعة في المئة من قيمة الصندوق التي يتم استخراجها من الصندوق واستخدامها في تمويل عجز الحكومة غير النفطي، غير صندوق البترول اسمه الى صندوق التقاعد الحكومي العالمي في عام 2006 (Arezki et al, 2011:112)، تميز الصندوق بتقسيم واضح للمهام والمسؤوليات بين مختلف الهيئات المكلفة بادارة ومراقبة نشاط الصندوق، ويدير صندوق الثروة النرويجي البنك المركزي النرويجي، وهو الهيئة المكلفة بادارة الصندوق، وقام البنك بتأسيس وحدة فرعية تابعة له تسمى ادارة الاستثمار النرويجي (Norges Bank Investment Management). فيما يخص الاستراتيجية الاستثمارية للصندوق فلقد شهدت تطوراً عبر الزمن، فهو يحافظ على معدل نمو طويل الأجل للثروة الوطنية النرويجية للاجيال القادمة، ووضع المعايير المثلى للاستثمار في الدول الاجنبية، ويتمتع الصندوق بأكثر الموارد المالية واستراتيجيات استثمارية شفافة وتنوعاً في العالم (Jumaniyazov, 2021:113).

ففي السنوات الاولى من انشاء الصندوق كان يعمل ضمن الاستثمار التقليدي، وتتكون المحفظة الاستثمارية للصندوق من السندات والاسهم والعقارات، اذ تتراوح نسبة السندات في المحفظة خلال مدة الدراسة 24.7% كأدنى نسبة عام 2020 واعلى نسبة 41% عام 2011، اما الاسهم ادنى نسبة كانت 58.7% عام 2011 واعلى نسبة 72.4% عام 2021، واخذت العقارات حصتها من المحفظة باقل نسبة 0.3% عام 2011 واعلى نسبة عام 3.2% عام 2016، مع العلم ان الاستثمار بالعقارات بدأ في عام 2011. (NBIM, 2021:20). اما ما يخص التوزيع الجغرافي للمحفظة الاستثمارية كانت محفظة السندات تستثمر في منطقة امريكا واوروبا ومنطقة اسيا والمحيط الهادي، وقد سجلت منطقة امريكا اعلى نسبة استثمار في السندات، وتستثمر محفظة الاسهم جغرافياً في منطقة امريكا واوروبا ومنطقة الشرق الاوسط وافريقيا ومنطقة اسيا والمحيط الهادي، وسجلت اعلى نسبة استثمار في امريكا، واستثمرت محفظة الاصول العقارية في الولايات المتحدة الامريكية وبريطانيا وفرنسا وسويسرا والمانيا وبعضاً من دول العالم (NBIM, 2021:29). يستثمر الصندوق في اربع قنوات استثمارية، اذ يستثمر الحصة الاكبر للصندوق في الاسهم، والجزء الاخر في السندات، والشريحة المتبقية في العقارات والبنية التحتية للطاقة المتجددة والتي تم ادراجها في مجالات الاستثمار الجديدة للصندوق عام 2020 وان اول استثمار في هذا المجال في عام 2021 (NBIM, 2021:7).

يقسم بنك الاستثمار النرويجي المخاطر المصاحبة للاستثمار الى اربعة انواع وهي مخاطر السوق ومخاطر الائتمان والمخاطر المقابلة والمخاطر التشغيلية (37: 2014, NBIM)، ويقوم بنك الاستثمار النرويجي بنشر تقارير فصلية وسنوية تبرز تطورات كل من القيمة السوقية لمحفظه الاستثمارات الخاصة بالصندوق بالاضافة الى العائد المتحقق ومقارنته بالعائد المرجعي المتوقع سلفاً، وعند اطلاع الباحثة على التقارير السنوية لمدة الدراسة (2010-2021) تشير التقارير الى تطور القيمة السوقية من (400-1600) مليار دولار امريكي، وهذا بسبب التحويلات الراسمالية الكبيرة من وزارة المالية نتيجة العائدات النفطية المرتفعة وما حققه الصندوق من عوائد سنوية قدرها 6.6% بين 1996 ونهاية 2021، وهذا يعكس نجاح الصندوق في ادارة الصندوق السيادي اذ حقق اعلى عائد ممكن على المدى الطويل مع وجود مخاطر مقبولة.

ثانياً: الاحتياطات الرسمية.

1. لمحة عن الاحتياطات الرسمية والغرض منها

تعرف الطبعة السادسة من دليل ميزان المدفوعات الصادرة عن صندوق النقد الدولي الاحتياطات الاجنبية للدولة بأنها (الاصول الخارجية المتاحة تحت تصرف السلطات النقدية والخاضعة لسيطرتها لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات او التدخل في اسواق الصرف للتأثير على سعر صرف العملة، او غير ذلك من الاعراض ذات الصلة) (IMF, 2013: 10). كما تعرف الاحتياطات الاجنبية من حيث عناصرها بانها (الاصول الخارجية، والعملات الاجنبية، وسندات بالعملة الاجنبية، والذهب تحت سيطرة البنك المركزي) (النوفلي و ابراهيم، 2020: 16). تعمل البنوك المركزية على تجميع الاحتياطات لاغراض متنوعة، واعتماداً على الدولة، فهي تسعى لتحقيق استقرار الاسعار والاستقرار المالي، والقدرة التنافسية للتصدير (6: 2019: Arslan & Cantu)، وسوف نتناقش بايجاز هذه الاغراض وبعض الفوائد من امتلاك الاحتياطات: (www.bankofengland.couk)

- ◀ يحتفظ بالاحتياطات لغرض دعم العملة المحلية، وهذا استخدام تقليدي جداً للاحتياطات وخاصة احتياطات الذهب، وفكرة استخدام الذهب على وجهه التحديد لدعم الثقة في العملة المحلية بالنسبة لمعظم البلدان.
- ◀ تستخدم الاحتياطات اداة لسعر الصرف او السياسة النقدية، وهذا الغرض يستخدم من قبل البلدان التي تنتهج سعر صرف ثابت، والتي تهدف الى التأثير في السوق من اجل الحفاظ على سعر صرف ثابت، وحتى بعض البلدان ذات العملات المعومة تحتفظ بالاحتياطات التي قد ترغب في التدخل لادارة التعويم والتأثير على معدل تداول عملتها.
- ◀ الغرض الثالث للاحتياطات توفير الاموال لخدمة المطلوبات بالعملات الاجنبية والتزامات الديون وهذا ليس مناسباً للعديد من البلدان بسبب ان اسواق العملات الاجنبية غير مواتية في وقت الحاجة اليها بتالي تنطوي هذه الاستراتيجية على مخاطر كبيرة 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.
- ◀ تحتفظ العديد من البلدان بالاحتياطات كمصدر للاموال لدفع النفقات الحكومية في الخارج.
- ◀ تستخدم الاحتياطات دفاعاً ضد حالات الطوارئ والكوارث من خلال صندوق لتمويل الانتعاش واعادة البناء وهذا مناسب اكثر للبلدان الصغيرة لتوفير التأمين الذاتي.

◀ أخيراً يمكن الاحتفاظ بالاحتياطيات كصندوق استثمار الغرض منه في المقام الأول تحقيق مكاسب مالية، فإن سبب الاحتفاظ بالاحتياطيات بالنسبة لاي بلد سوف تلعب دوراً مهماً في التخطيط لإدارة هذه الاحتياطيات والطريقة التي يسعى لاستثمارها.

2. استثمار الاحتياطيات الرسمية

تطورت فنون ادارة الاحتياطيات الاجنبية في البنوك المركزية بشكل كبير في العقود الاخيرة، تاريخياً، كان الجزء الاكبر من اصول البنوك المركزية محتفظة بها نقداً وودائع مصرفية وسندات حكومية قصيرة الاجل، على الجانب الاستثماري كان التركيز اكبر على السيولة بدلاً من العائد، فانها لم تستثمر اصولها في سندات الشركات والاوراق المالية المدعومة بالاصول، وديون الاسواق الناشئة، والجدير بالذكر ان الاحتياطيات الاجنبية التي تديرها البنوك المركزية قد نمت الى مستويات غير مسبوقة، لذلك فهي تشكل احد اكبر قطاعات المستثمرين المؤسسين ويمكن لقراراتهم الاستثمارية ان تحرك الاسواق (Castilli & Grelach, 2019:2).

تشير العديد من الدراسات الى ان المستويات الفائضة للاحتياطيات الاجنبية دفعت العديد من البنوك المركزية الى زيادة التركيز على تحقيق عوائد اضافية عن طريق تنوع الاصول والعملات في محافظهم وهذا يعكس العلاقة بين استخدام الاحتياطيات ضمن ثلاثية الاهداف التي يسعى البنك المركزي الى تحقيقها (الامان والسيولة والعائد)، في عملية بناء المحفظة الاحتياطية غالباً ما يتم شطرها الى محافظ فرعية منها (Fenderand et al: 2019):

1. شريحة السيولة (رأس المال العامل): وهي شريحة مخصصة حصرياً للاصول التي تفي بمتطلبات حد معين من السيولة، مما يحد من مدى استثمار احتياطيات العملات الاجنبية في الاصول التي تعتبر (اقل سيولة) ثم تحديد متطلبات الامان ومن ثم العائد، والتي تنعكس في اهداف وارشادات الاستثمار في السوق ومخاطر الائتمان، وهذا يحد من مدى استثمار احتياطيات العملات الاجنبية في الاصول التي تعتبر اقل أماناً.

2. شريحة الاستثمار: في هذه الشريحة يخصص الاحتياطي الفائض غير الضروري للسيولة او لاغراض رأس المال العامل بحرية اكبر كجزء من شريحة الاستثمار وهنا يحدد البنك المركزي اولاً متطلبات السيولة ولكن بعد ذلك يستثمر بأمان وهذا سوف يساهم في خلق الاستدامة المالية والتي تعني قدرة البنك المركزي على الوفاء بالالتزامات المالية وتحمل الصدمات والحفاظ على مستويات خدمة الدين بمستويات معقولة بالنسبة للدخل المستقبلي المتوقع (الوائي ونعمة، 2020: 52).

ويرى (Nugee, 2011: 7) ان الاحتياطيات الاجنبية عندما تكون كبيرة نسبياً سواء من حيث القيمة المطلقة او مقارنة ببقية الموارد الحكومية فأن عوائدها رغم انها ليست السبب الرئيس للاحتفاظ بها وهي ليست بغير المهمة، لكن من حق البنوك المركزية تعظيم العائد، في السابق كان ينظر الى العائد على انه مناسباً للقطاع الخاص فقط، ولكن مع مرور الوقت تبين ان السعي وراء العائد هو هدف مهم وحيوي في ادارة الاحتياطيات الاجنبية نظراً للاموال المعرضة للخطر التي يجب على الجهات المسؤولة ان تستثمر الوقت والجهد في عملية ادارة الاحتياطيات لضمان عدم هدر الدخل المحتمل او ضياعه. ومهم كانت الاسباب النهائية للاحتفاظ بالاحتياطيات فهناك اتفاق على ثلاثية الاهداف الكلاسيكية (الامان والسيولة والعائد) وهناك اتفاق ايضاً على ان العائد هو في معظم الحالات ثالث اهم الثلاثة، أخيراً الهدف من وراء ادارة الاحتياطيات الاجنبية هو تعظيم العائد مع مراعاة الحفاظ على امان كافٍ للاصول وسيولة كافية لتلبية طلبات الاحتياطي.

المحور الثاني: التغطية التحليلية لمحفظة الاحتياطيات الرسمية للعراق.

2. المحفظة الاحتياطية الرسمية للبنك المركزي العراقي

استناداً إلى البيانات المعلنة في القوائم المالية للبنك المركزي العراقي للمدة (2010-2021)، فقد تم حساب المكونات الرئيسية للمحفظة الاحتياطية الفعلية، ووضحت النتائج ان الاحتياطيات الرسمية تراوحت بين (47,102) مليون دولار امريكي خلال عام 2016، وهي ادنى قيمة سجلها رصيد الاحتياطيات خلال مدة الدراسة، اما اعلى قيمة سجلت كانت عام 2013 اذ بلغت (80,408) مليون دولار امريكي، والجدول (1) يوضح اهم المكونات الرئيسية للمحفظة الاحتياطية الفعلية واجمالي الاحتياطيات خلال مدة الدراسة.

يتضح جلياً من الجدول (1) التفاوت في قيمة الاحتياطيات الرسمية خلال مدة الدراسة، ويعزا السبب الى ان العراق من البلدان المنتجة للنقط ويمكن ان يؤثر الانخفاض الحاد في سعر النفط بشكل كبير على قيمة الاحتياطيات، فضلاً عن الظروف الاقتصادية والسياسية التي مر بها البلد خلال ذات الفترة. وادناه اهم المكونات الرئيسية للمحفظة الفعلية للبنك المركزي العراقي:

جدول (1)

مكونات المحفظة التقليدية للاحتياطيات الرسمية للبنك المركزي العراقي للمدة (2010-2021) (مليون دولار امريكي)

2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	التفاصيل	
1,875	3,371	983	2,075	1,549	2,052	1,877	5,303	4,584	1,981	1,321	1,310	النقد في خزان البنك	النقد الاجنبي
24,35	22,59	21,56	18,20	17,17	16,96	16,19	18,84	26,82	20,72	18,62	17,43	النقد في خزان البنك الاجنبية	
5	9	5	0	5	5	6	8	2	6	5	8	استثمارات محتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق	
30,42	22,02	38,41	40,54	26,90	22,89	32,66	38,75	43,81	43,54	39,65	30,61	مجموع النقد الاجنبي	
2	7	7	3	3	5	8	9	9	5	3	0	النسبة من اجمالي الاحتياطي	
0,88	0,86	0,90	0,91	0,89	0,89	0,90	0,91	0,94	0,93	0,94	0,93	الذهب في خزان البنك	احصاء الذهب
252	262	211	178	180	161	147	166	166	230	218	194	الذهب في الخارج	
5,384	5,594	4,505	3,751	3,566	3,188	2,922	3,299	1,466	1,365	81	72	مجموع الذهب	
5,636	5,855	4,716	3,928	3,746	3,349	3,069	3,465	1,632	1,595	298	266	النسبة من اجمالي الاحتياطي	
0,09	0,10	0,07	0,06	0,07	0,07	0,05	0,05	0,02	0,02	0,00	0,01	القيمة	SDR
1,923	1,979	1,900	1,911	1,952	1,841	2,645	2,448	3,551	3,383	3,557	3,604	النسبة من اجمالي الاحتياطي	
0,03	0,04	0,03	0,03	0,04	0,04	0,05	0,04	0,04	0,05	0,06	0,07	القيمة	المجموع
64,21	55,83	67,58	66,65	51,32	47,10	56,45	68,82	80,40	71,23	63,45	53,22	النسبة %	
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	سعر صرف الدينار العراقي مقابل الدولار	
1,450	1,450	1,182	1,182	1,184	1,182	1,182	1,166	1,166	1,166	1,170	1,170		

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على:

-البنك المركزي العراقي، القوائم المالية(2010-2022).

-البنك المركزي العراقي، دائرة الاحصاء والابحاث، التقرير الاقتصادي السنوي(2010-2021).

-البنك المركزي العراقي، دائرة الاستثمارات والتحويلات الخارجية، الاسعار المعتمدة لبيع وشراء العملات الاجنبية والذهب(2010-2021)

1. النقد الاجنبي : سجلت محفظة الاستثمار بالنقد الاجنبي نمواً في الاعوام 2010 الى 2013 على التوالي بقيمته (49,358) مليون دولار امريكي ما نسبته 93% من اجمالي محفظة الاحتياطيات الاجنبية لتصل الى (75,225) مليون دولار امريكي بنسبة 94%، كذلك شهدت محفظة الاستثمار بالنقد الاجنبي تذبذباً خلال المدة المتبقية من 2014 الى 2021 بسبب الاوضاع التي مر بها العراق من حرب داعش 2014 وما خلفه وباء كوفيد 19، اذ سجلت محفظة الاستثمار بالنقد الاجنبي اقل مستوى لها عام 2020 لتصل الى (47,997) مليون دولار بنسبة 86 % من اجمالي محفظة الاحتياطيات الاجنبية، لتعاود الارتفاع مجدداً عام 2021 بقيمة (56,652) مليون دولار امريكي اي بنسبة 2% مقارنة بعام 2020.

2. احتياطي الذهب: تضح من خلال الجدول(1) ان محفظة الاستثمار بالذهب شهدت نمواً ايجابياً بقيمة (266) مليون دولار امريكي عام 2010 بنسبة اقل من 1% من اجمالي محفظة الاحتياطيات الاجنبية الى (5,636) مليون دولار امريكي عام 2021 اي بنسبة اكثر من 8% مقارنة بعام 2010، ويعزى السبب الى ارتفاع كمية الذهب المقتناه من قبل البنك المركزي وارتفاع القيمة التعادلية للذهب خلال المدة المذكورة.

3. حقوق السحب الخاصة (SDR): يبين الجدول(1) ان حصة العراق من وحدة حقوق السحب الخاصة بلغت (3,604) مليون دولار امريكي عام 2010 بنسبة 7% من اجمالي محفظة الاحتياطيات وهي اعلى نسبة سجلتها المحفظة خلال مدة الدراسة، وقد شهدت تراجعاً واضحاً في السنوات اللاحقة حتى وصلت الى ادنى مستوى لها عام 2016 بقيمة (1,841) مليون دولار امريكي وبنسبة انخفاض (0.04%).

كذلك سجلت المحفظة تذبذباً ما بين (1,952) مليون دولار امريكي عام 2017 و (1,923) مليون دولار امريكي عام 2021 وبنسب تراوحت من (0.04%) و(0.03%)، ويعزى السبب قيام البنك المركزي العراقي الى زيادة استثمارات الاجنبية في الخارج والتوسع بالاستثمار بالسندات واذونات الخزينة والودائع، كما شهدت محفظة الاستثمار بالذهب نمواً ايجابياً فضلاً عن نمو استثماراته في الصكوك الاسلامية التي يصدرها البنك الاسلامي للتنمية. كما قام البنك المركزي بتوزيع استثماراته على ثمانية دول تأتي في مقدمتها الولايات المتحدة الامريكية وفرنسا وسويسرا وبريطانيا (www.cbi.iq).

3. المتحصلات النقدية للمحفظة الاحتياطية الرسمية للبنك المركزي العراقي

يبين الجدول (2) المتحصلات النقدية للمحفظة الاحتياطية الرسمية الفعلية، ومدى مساهمتها في تحقيق اهداف البنك المركزي، اظهرت نتائج الجدول اعلاه ان رصيد المتحصلات النقدية سجل انخفاضاً في الاعوام (2010، 2011، 2014، 2015، 2016، 2021)، وبمبالغ (-1,647.4 -431.7، -2,306.2، -1,205.7، -902.3، -283.0) مليون دولار على التوالي، ويعزى هذا الانخفاض الى التغيير الحاصل في اسعار الذهب في سوق لندن، ويتضمن الاحتياطي الاجنبي للبنك المركزي العراقي سلة من العملات الاجنبية والودائع والسندات المالية لدى البنوك الاجنبية وقد ادى انخفاض اسعار صرف العملات الاجنبية مقابل سعر صرف الدولار الى انخفاض الايرادات، اذ بلغت نسبة مساهمة الدولار الامريكي (61%) من مجموع الاحتياطيات الاجنبية، ويليه اليورو بنسبة (26.6%)، والباون الاسترليني (12%) والدولار الاسترالي (0.4%) من مجموع الاحتياطيات (35: 2015، CBI).

عمل البنك المركزي على تنويع محافظته الاستثمارية في عام 2016 التي تضمنت سلة من العملات الاجنبية والودائع والسندات المالية في البنوك الاجنبية فضلاً عن الذهب وشراء سندات بنك انكلترا (Gilts) بعملة الباوند الاسترليني، كما عقد البنك المركزي اتفاقية مع البنك الاسلامي للتنمية لغرض الاستثمار في الصكوك الاسلامية

للحصول على عائد اعلى من السندات والودائع (CBI, 2017:22)، يلاحظ من الجدول(2) انخفاض رصيد المتحصلات النقدية لجميع الادوات المالية للمحفظة في عام 2016، ويظهر تأثيرها ايجابياً في عام 2017 اذ سجلت المحفظة نمواً ايجابياً خلال العام ليبلغ (2,344) مليون دولار امريكي مقارنة بالعام السابق، كما شهد رصيد المتحصلات النقدية انخفاضاً عام 2018 ليبلغ (325.2) مليون دولار امريكي، بينما حققت نمواً ايجابياً عام 2019 و2020 بواقع (1,843.4)، (10,704.5) مليون دولار امريكي على التوالي، ويعود هذا الارتفاع بالدرجة الاساس الى ارتفاع رصيد الذهب وزيادة الاستثمارات الاجنبية الخارجية، كما شهد رصيد المتحصلات النقدية انخفاضاً عام 2021 ليبلغ (-283) مليون دولار امريكي.

الجدول(2)

المتحصلات النقدية للمحفظة الاحتياطية الرسمية الفعلية للبنك المركزي العراقي للمدة(2010-2021) (مليون دولار امريكي)

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

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على :

- البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للاحصاء والابحاث والتقارير المالية للمدة (2010-2021).
- النسب المالية لجميع واحتساب الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للبنك المركزي العراقي للمدة (2010-2021).

يلاحظ من خلال الجدول (2) ان اجمالي المتحصلات النقدية خلال مدة الدراسة سجلت مبلغ اجمالي (9,947) مليون دولار امريكي، اذ كان اجمالي رصيد ايراد فوائذ السندات خلال مدة الدراسة (3,518) مليون دولار امريكي وبنسبة (35.36%)، واجمالي ايراد فوائذ الحسابات (1,322) مليون دولار امريكي وبنسبة (13.29%)، واجمالي ايراد اعادة تقييم الذهب (2,451) مليون دولار امريكي وبنسبة (24.64%)، واجمالي ايراد تحويل العملات (2,656) مليون دولار امريكي وبنسبة (26.70%) من اجمالي رصيد المتحصلات النقدية خلال مدة الدراسة.

4. تحديد المستوى الامثل للاحتفاظ بالاحتياطيات الرسمية في العراق

تحكم مستوى الاحتياطيات عدة اعتبارات تختلف من دولة الى اخرى، ولا يوجد حجم او مستوى امثل عام او مقياس كمي مطلق يصلح لكافة الدول، فالحجم المناسب والامن من الاحتياجات يجب البحث عنه وتحديد كميّاً على ضوء واقع كل دولة وما يحيط بها من ظروف ومشكلات (بلقاسم، 2009: 13)، سوف يتم استخدام مؤشر صندوق النقد الدولي على اعتبار انه استخدم من قبل العديد من الدول، وهو مؤشر حديث صادر عن صندوق النقد الدولي لعام (2011) واعتبر معياراً دولياً لقياس الحجم الامثل للاحتياطي الاجنبي، وهو مقياس مركب يتضمن عدة عناصر وحسب نظام سعر الصرف المتبع وكما يأتي (Mwase, 2012: 14).

- سعر الصرف الثابت: 10% من الصادرات + 10% من عرض النقد $M_2 + 30\%$ من الدين قصير الاجل + 15% من مطلوبات المحفظة المالية الاخرى.
- سعر الصرف الموعوم: 5% من الصادرات + 5% من عرض النقد $M_2 + 30\%$ من الدين قصير الاجل + 10% من مطلوبات المحفظة المالية الاخرى.

ويتضح جلياً من خلال الجدول (3) ان العراق يمتلك احتياطيات تفوق الحجم الامثل لكفاية الاحتياطيات لجميع سنوات الدراسة طبقاً للمعيار المذكور، ومن ثم يعتبر العراق من الدول عالية الاحتياطي. والجدول (3) يوضح المستوى الامثل للاحتياطيات الاجنبية للبنك المركزي العراقي للمدة (2010-2021).

عند تتبع تطور الحجم الامثل لكفاية الاحتياطيات في الجدول (3) يتضح ان الاحتياطيات الرسمية تتراوح ما بين (11,9) مليون دولار امريكي سنة 2015 وبنسبة (21%) من اجمالي الاحتياطيات البالغة (56,455) مليون دولار امريكي، وهي اقل قيمة للحجم الامثل للاحتياطيات، واعلى قيمة كانت عام 2012 بلغت (22,716) مليون دولار امريكي وبنسبة (31%) من اجمالي الاحتياطيات والبالغة (71,230) مليون دولار امريكي، واستناداً لهذا المقياس يعد العراق من الدول التي تبالغ في حجم الاحتياطيات الرسمية، فأن حجمها تجاوز الحجم الامثل، والبنك المركزي العراقي يحتفظ باحتياطيات رسمية تفوق من 300% الى 400% من الاحتياج للاحتياطيات الرسمية.

الجدول (3)

تقدير المستوى الامثل للاحتياطيات الرسمية للبنك المركزي العراقي للمدة (2010-2021) (مليون دولار امريكي)

السنة	الصادرات فوب		عرض النقد بالمفهوم الواسع M2		تدفقات الاستثمارات الاجنبية في الحافظة المالية		الدين الخارجي قصير الاجل		الاجمالي من كفاية الاحتياطيات الاجنبية		اجمالي الاحتياطيات الاجنبية		اجمالي الفائض عن الاحتياجات من الاحتياطيات الاجنبية	
	القيمة	%	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	43,471	77	
2011	79,681	7,968	61,691	6,169	26,190	3,928	0	0	18,066	27	66,712	48,646	73	
2012	94,209	9,421	66,199	6,620	44,502	6,675	0	0	22,716	31	73,017	50,301	69	
2013	87,768	8,777	76,768	7,677	19,692	2,954	0	0	19,407	24	82,327	62,920	76	
2014	83,981	8,398	79,750	7,975	2,199	330	0	0	16,703	25	67,895	51,192	75	
2015	43,442	4,344	71,512	7,151	2,597	390	0	0	11,885	21	56,083	44,198	79	
2016	40,759	4,076	76,536	7,654	5,238	786	0	0	12,515	27	45,679	33,164	73	
2017	57,559	5,756	78,427	7,843	5,172	776	0	0	14,374	29	49,615	35,241	71	
2018	86,360	8,636	80,703	8,070	5,115	767	0	0	17,474	27	64,641	47,167	73	
2019	81,585	8,159	87,514	8,751	1,285	193	0	0	17,103	26	64,815	47,712	74	
2020	46,829	4,683	82,694	8,269	9,350	1,403	0	0	14,355	28	51,956	37,601	72	
2021	73,084	7,308	96,473	9,647	7,796	1,169	0	0	18,125	30	60,499	42,374	70	

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على:

- البنك المركزي العراقي ، دائرة الاحصاء والابحاث ، التقرير الاقتصادي السنوي للمدة (2010-2021) .
- البنك المركزي العراقي ، تقرير السياسة النقدية للمدة (2010-2021) .

المحور الثالث: التغطية التحليلية لبناء الصندوق السيادي العراقي.

1. بناء الصندوق السيادي العراقي

تقوم فكرة هذا البحث في بناء صندوق سيادي عراقي لاستثمار الفائض عن الاحتياطيات الرسمية للعراق، ويعبر عن استراتيجية لاستثمار الاموال بصورة منتجة بدلاً من وضعها في سندات الخزنة الامريكية او حسابات مصرفية التي تدر دخول منخفضة بسبب هبوط اسعار الفائدة وارتفاع معدلات التضخم، وتنبع اهمية هذا الصندوق في حصول الاحتياطيات على دخول اضافية تغطي العجزات المالية وخلق تنمية مستدامة من خلال توجيهها نحو استثمارات هادفة، ومن ثم تنوع مصادر ايراداتها فضلاً عن المحافظة على قيمة الاحتياطيات الرسمية وحمايتها من التآكل.

يقدم هذا المقترح بديل لبناء صندوق سيادي عراقي يحاكي تجربة صندوق الثروة النرويجي والتي تعد من التجارب الرائدة وذلك بشهادة المنظمات العالمية على غرار صندوق النقد الدولي وبالاعتماد على مؤشرات قياس الاداء التي تصنف الصندوق ضمن المراتب الاولى، اهم ما يميز الصندوق النرويجي انه يمول من الفوائض النفطية عند ارتفاع اسعارها في الاسواق المالية، وتحويل الثروة النفطية الى ثروة مالية من خلال استثمارها في الاسواق المالية العالمية مع الاخذ بنظر الاعتبار مبدأ العائد - المخاطرة، كذلك فإنه يحقق أكبر عائد ممكن بالنظر الى مبدأ تنوع المحفظة المالية التي يمكن للصندوق الاستثمار فيها، وتجنب انخفاض قيمة الاصول في حالة الاحتفاظ بها في شكل سيولة نقدية، وله القدرة على مواجهة ومقاومة الازمات المالية والاقتصادية واستيعاب الصدمات الناتجة عن تقلب متغيراتها ومنع وتقليل الاثار السلبية التي تتركها المتغيرات الاقتصادية والمالية ومن ثم فهو يحقق السلامة المالية (العراقي والنرويجي، 2020: 24).

وبناءً على ذلك سوف نقوم بإنشاء الصندوق السيادي العراقي من خلال استغلال الفائض عن الاحتياطيات الرسمية واستثمارها وفقاً لمحاكاة الصندوق النرويجي على اساس النسب المستخدمة في الاستثمار في الاسهم والسندات والعقار مع دخول الصندوق في الفترة الاخيرة في استثمارات تخضير النظام المالي وهذا سيتم استبعاده لان خاص بعام 2022 وهو خارج المدى الزمني للدراسة، وسنستعرض ادناه الاجراءات المتبعة في بناء وحساب الصندوق وكما يلي:

1. حساب قيم الفائض الاجمالي عن الاحتياطيات الرسمية للعراق ، وحساب قيم الاستثمار للمتغيرات الثلاثة (الاستثمار بالاسهم والسندات والعقار) بالاعتماد على نسب استثمارها في صندوق الثروة النرويجي وبحسب ما منشور بالتقارير السنوية للصندوق عن البنك المركزي النرويجي (NBIM,2010-2021) وهو متاح على: (www.nbim.no) ، واستخدم الباحثان المعادلة التالية:

قيم استثمار (الاسهم، السندات، العقار) يساوي الفائض عن كل سنة مضروباً بالنسبة لكل متغير عن كل سنة
2. ما يخص ايرادات الصندوق والمتغيرات الثلاثة المكونة للصندوق (الاسهم والسندات والعقار)، تم الاعتماد على نسب عوائد الصندوق والاسهم والسندات والعقار المنشورة بالتقارير السنوية الصادرة عن البنك النرويجي خلال مدة الدراسة (NBIM,2010-2021) وهو متاح على: (www.nbim.no).

3. واخيراً تم اضافة الفرق بين العائد الفعلي والمقترح على اجمالي الفائض من كل سنة على فرض انها عوائد رأسمالية يعاد استثمارها مرة اخرى ضمن الصندوق، يتحمل الصندوق تكاليف جداً بسيطة ولا تؤثر على اجمالي العائدات لذلك تم اهمالها وفرض ان التكاليف تساوي صفر.

2. هيكلية بناء الصندوق السيادي العراقي

يمثل دور الصندوق في ادارة الفائض عن الاحتياطيات الرسمية للعراق بأمان وكفاءة ومسؤولية، والغرض منه تحقيق اعلى عائد ممكن على المدى الطويل ضمن قيود مقبولة من المخاطرة من خلال نشر الاستثمارات على نطاق واسع في جميع انحاء العالم، يمكن للصندوق الاستثمار في الاسهم والسندات والعقارات، والتي يمكن ان تحدد ادارة استثمار الاحتياطيات الرسمية في البنك المركزي العراقي مؤشرات معيارية حسب طبيعتها رؤيتها في كيفية القيام بتخاذ القرارات الاستثمارية اللازمة لذلك. يمكن ان يستثمر الصندوق في العقارات التي يتم تمويل شراؤها من خلال بيع

الاسهم والسندات، على غرار صندوق الثروة النرويجي يمكن ان ينوع الصندوق استثماراته بالاسهم والسندات والعقارات على اساس جغرافي كأن ينوع في اختيار الدول حسب تصنيفها الائتماني، وقد يختار الاستثمار في باقة متنوعة من القطاعات المالية والاقتصادية والاجتماعية على اساس دولي ، كأن تكون قطاعات مالية او تكنولوجية او القطاع الصحي...الخ. ويظهر الجدول(4) ان النسبة الاكبر هي الاستثمار بالاسهم اذ تراوحت النسب (58.7%- 72.8%)، وتراوحت نسبة الاستثمار بالسندات (24.7%- 38.5%)، اما العقارات فكانت النسب الاستثمارية الاقل تراوحت بين (0.2%- 3.2%) هذا ما يخص هيكلية الصندوق. والجدول (4) يوضح قيم ونسب الاستثمار في كل اداة وكما يلي:

الجدول (4)

مكونات صندوق الثروة السيادي للمدة (2010-2021) (مليون دولار)

السنة	الفائض الاجمالي للاحتياطيات	الاستثمار بالاسهم		الاستثمار بالسندات		الاستثمار بالعقار		اجمالي الصندوق	
		القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%
2010	40133.12	24681.87	61.5	15451.25	38.5	0	-	40133.12	100
2011	45388.45	26643.02	58.7	18609.26	41	136.17	0.3	45388.45	100
2012	48514.33	29690.77	61.2	18483.96	38.1	339.60	0.7	48514.33	100
2013	61000.93	37637.57	61.7	22753.35	37.3	610.01	1	61000.93	100
2014	52119.51	31949.26	61.3	19023.62	36.5	1146.63	2.2	52119.51	100
2015	44569.88	27276.77	61.2	15911.45	35.7	1381.67	3.1	44569.88	100
2016	34586.35	21616.47	62.5	11863.12	34.3	1106.76	3.2	34586.35	100
2017	36950.04	24608.73	66.6	11380.61	30.8	960.70	2.6	36950.04	100
2018	49183.88	32608.91	66.3	15099.45	30.7	1475.52	3	49183.88	100
2019	50478.02	35738.44	70.8	13376.68	26.5	1362.91	2.7	50478.02	100
2020	41476.60	30194.96	72.8	10244.72	24.7	1036.92	2.5	41476.60	100
2021	46085.50	33365.90	72.4	11567.46	25.1	1106.05	2.4	46039.41	99.9

المصدر: - تجميع واحتساب من قبل الباحثين بالاعتماد على الجدول(6).

- البنك المركزي النرويجي (NBIM,2010-2021) وهو متاح على: (www.nbim.no).

ويوضح الجدول (5) هيكلية المحفظة الاحتياطية المقترحة بحسب هذا السيناريو، على فرض قام البنك المركزي العراقي ببناء صندوق الاحتياطيات العراقي من فائض الاحتياطيات الرسمية، فإن كلاً من سندات الخزنة الامريكية ، ووحدة حقوق السحب الخاصة والذهب والعملات المقترحة سوف تنخفض وبحسب المبينة في الجدول(14) في ادناه، اذ شهدت محفظة صندوق الاحتياطيات العراقي نمواً ايجابياً طوال مدة الدراسة ما عدا الاعوام (2019، 2012، 2020)، ويعود السبب في عام 2012 قام الصندوق تسديد العجز الخاص بعام 2011 مما اثر سلباً على عوائد عام 2012 وادى الى انخفاض اجمالي الفائض المستثمر لنفس العام.

بناء صندوق سيادي عراقي من فوائض الاحتياطيات الرسمية للعراق (محاكاة الصندوق السيادي النرويجي للمدة من (2010-2021))

اما الاعوام المتبقية فقد شهدت ظهور جائحة الفيروس التاجي (COVID- 19)، الذي ظهر عام 2019 وانتشر اكثر عام 2020- 2021 الذي ادى الى تحركات كبيرة ومفاجئة في الاسواق المالية اذ تباينت العائدات بشكل كبير خلال هذه المدة، وساهمت الاجراءات المتخذة للحد من الوباء في انخفاض حاد في استثمارات الاسهم والعقارات والسندات مما ادى الى تحقيق عوائد سلبية.

الجدول (5)

مكونات محفظة الاحتياطيات المقترحة بضمها صندوق الاحتياطيات العراقي للمدة (2010- 2021)، (مليون دولار)

اجمالي الاحتياطيات مقترح	عملات مقترح		ذهب مقترح		سندات مقترح		مقترح SDR		مقترح الصندوق		السنة
	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	
53,228.30	9.0	4,612.37	0.1	65.51	14.0	7,530.65	2.0	886.65	75.0	40,133.12	2010
68,962.28	8.0	5,678.71	0.1	84.87	16.0	11,289.38	1.0	1,012.69	74.0	50,896.63	2011
70,509.20	10.0	7,241.48	0.7	508.79	20.0	13,886.93	2.0	1,078.87	68.0	47,793.13	2012
86,237.15	9.0	7,580.16	0.5	393.97	12.0	10,576.17	1.0	857.07	77.0	66,829.78	2013
77,754.82	8.0	5,861.37	1.1	840.82	12.0	9,406.68	1.0	594.12	79.0	61,051.82	2014
62,711.70	6.0	3,804.75	1.0	646.05	11.0	6,877.30	1.0	556.83	81.0	50,826.78	2015
49,528.41	10.0	5,052.93	1.8	889.72	12.0	6,083.34	1.0	489.16	75.0	37,013.26	2016
54,620.20	10.0	5,244.03	1.9	1,049.00	14.0	7,534.73	1.0	546.70	74.0	40,245.74	2017
69,360.41	8.0	5,314.87	1.5	1,029.79	15.0	10,627.91	1.0	500.95	75.0	51,886.88	2018
64,218.47	9.0	5,706.23	1.9	1,193.40	15.0	9,722.21	1.0	480.83	73.0	47,115.79	2019
64,058.40	10.0	6,677.14	2.4	1,505.48	9.0	5,663.36	1.0	508.82	78.0	49,703.60	2020
58,010.47	13.0	7,404.09	2.7	1,590.79	15.0	8,587.40	1.0	542.82	69.0	39,885.37	2021

المصدر: تجميع واحتساب الباحثين بالاعتماد ، الجدول (1) والجدول(4).

نستنتج مما سبق ان الاستثمارات بالصندوق بصورة عامة شهدت ارتفاعاً ملحوظاً في قيمة الفوائض الاحتياطية خلال مدة الدراسة، وهذا انعكس ايجابياً على اجمالي الاحتياطيات الرسمية للعراق، وهذا ما يوضحه الجدول (6) مقارنة بين اجمالي الاحتياطيات الرسمية المقترحة والمحفظة الفعلية للمدة (2010-2021)، وكما يلي:

الجدول (6)

اجمالي الاحتياطات الرسمية المقترحة والمحفوظة الفعلية للمدة (2010-2021) . (مليون دولار)

السنة	اجمالي الاحتياطات مقترح	اجمالي الاحتياطات الفعلية	مقدار التغيير	نسبة التغيير
2010	53228.30	53228.30	0.00	0.0
2011	68962.28	63454.10	5508.18	9.0
2012	70509.20	71230.40	-721.20	-1.0
2013	86237.15	80408.30	5828.85	7.0
2014	77754.82	68822.50	8932.32	13.0
2015	62711.70	56454.80	6256.90	11.0
2016	49528.41	47101.50	2426.91	5.0
2017	54620.20	51324.50	3295.70	6.0
2018	69360.41	66657.40	2703.01	4.0
2019	64218.47	67580.70	-3362.23	-5.0
2020	64058.40	55831.40	8227.00	15.0
2021	58010.47	64210.60	-6200.13	-10.0

المصدر: تجميع واحتساب الباحثين بالاعتماد على الجدول (1) و(5)

3. المتحصلات النقدية لمحفظه استثمار صندوق الاحتياطي العراقي

اظهرت نتائج الجدول (7) ان محفظة الاستثمار في صندوق الاحتياطي العراقي حققت نمواً ايجابياً في اغلب سنوات الدراسة ما عدا عامي (2011، 2018)، اذ كان عام 2011 عام مضطرب في رأس المال العالمية اذ اثرت سلباً على سوق السندات وتراجعت اسواق الاسهم، بالمقابل انخفضت عائدات السندات الحكومية ذات العشر سنوات في الولايات المتحدة الامريكية والمانيا وبريطانيا الى مستويات قياسية، واثرت ازمة الديون في اوربا وضعف النمو الاقتصادي العالمي على اسواق الاسهم لعام 2011، لا سيما على الاسهم في الصناعة المالية والاسواق الناشئة، كم ادى التوجه الى استثمارات اكثر اماناً الى زيادة اسعار السندات، في عام 2018 اثر الصراع بين الولايات المتحدة الامريكية والصين الى زيادة حالة عدم اليقين في الاسواق المالية العالمية مما ادى الى ضعف الطلب العالمي، مع تصاعد الصراع بين الدولار و عملات الاسواق الناشئة ادى الى انخفاض اسعار الاسهم في معظم انحاء العالم.

الجدول (7)

المتحصلات النقدية لمحفظه الاستثمار بالصندوق للبنك المركزي العراقي في ظل السيناريو الثالث

للمدة (2010-2021)

(مليون دولار امريكي)

السنة	ايرادات فوائد		ايرادات فوائد		ارباح تحويل العملات		اعادة تقييم		ايرادات (خسائر)		اجمالي عائدات	
	سندات مقترح	حسابات مقترح	مقترح	الذهب مقترح	مقترح	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة
2010	47.12	1.36	-475.16	14.23	-13.75	0.41	3,860.81	111.73	3,455.52	100	47.12	100
2011	60.52	-4.74	-211.99	9.05	16.62	-0.71	-1,152.87	90.37	-1,275.76	100	60.52	100
2012	85.59	1.27	89.90	26.80	1.34	0.40	6,510.62	96.77	6,728.05	100	85.59	100
2013	45.27	0.46	246.45	-110.26	2.48	-1.11	9,729.65	98.06	9,922.09	100	45.27	100
2014	29.99	0.88	-558.45	-41.64	-16.47	-1.23	3,950.66	116.51	3,390.94	100	29.99	100
2015	30.66	3.17	-218.85	-73.45	-22.62	-7.59	1,221.21	126.24	967.39	100	30.66	100
2016	36.20	1.68	-368.92	74.34	-17.13	3.45	2,393.38	111.13	2,153.62	100	36.20	100
2017	57.06	1.00	447.33	112.75	7.84	1.98	5,047.38	88.49	5,703.96	100	57.06	100
2018	138.22	-4.74	-128.64	8.70	4.41	-0.30	-3,010.05	103.16	-2,917.73	100	138.22	100
2019	210.20	1.99	-25.78	189.12	-0.24	1.79	10,070.36	95.57	10,536.87	100	210.20	100
2020	106.26	1.46	2,089.88	517.13	28.80	7.13	4,504.36	62.07	7,256.59	100	106.26	100
2020	78.41	1.19	-105.82	-62.05	-1.60	-0.94	6,687.01	101.21	6,607.11	100	78.41	100
الاجمالي	925.50	1.76	779.94	664.72	1.48	1.27	49,812.51	94.83	52,528.64	100	925.50	100

المصدر: البنك المركزي النرويجي، التقرير السنوي للصندوق للمدة (2010-2021) ومتاح (www.nbim.no)

تجميع واحتساب الباحثين.

سجلت المحفظة اعلى نمواً لها عام 2019 اذ حقق الصندوق ايراد قيمته (10,070) مليون دولار امريكي وبنسبة 96% من اجمالي ايرادات المحفظة للعام ذاته، كذلك حقق الصندوق اعلى نسبة مساهمة في الايرادات عام 2015 بنسبة (126%) وبقيمة (1,221) مليون دولار امريكي مقارنة بنظيراتها من الادوات المالية التقليدية، اذ كانت تحويلات

العملات حققت خسارة بنسبة 16% والذهب 1% من اجمالي المتحصلات لعام 2015، اعلى خسارة حققها الصندوق كانت عام 2011 بقيمة (1,153) مليون دولار امريكي وبنسبة (90%) من اجمالي المتحصلات النقدية للمحفظة، على غرار الصندوق سجلت معظم ادوات المحفظة خسائر مالية ما عدا تحويلات العملات حققت ارباحاً بنسبة (17%) من اجمالي الاحتياطيات للعام ذاته.

هذا وقد تفوقت المحفظة المقترحة على نظيرتها في تحقيق ايرادات اجمالية لسنوات الدراسة (2010-2021) ما قيمته (52,529) مليون دولار امريكي مقابل (9,947) مليون دولار امريكي اي بفارق (42,581) مليون دولار امريكي. ويتبين من الجداول السابقة مجموعة من النتائج التي توصل اليها الباحثين اهمها :

يبالغ العراق في الاحتفاظ بحجم كبير من الاحتياطيات الرسمية ، وعلى الرغم من ذلك فإن اصوله عادة ما تدار وفقاً لأولويات الامان والسيولة ومن ثم السعي وراء مستوى معين من العائد، ان الاثار المترتبة على هذه التفضيلات صارمة، اذ تم استبعاد العديد من الاصول من عالم الاستثمار، فعندما يكون مستوى الاحتياطيات منخفضاً نسبياً فإن العائد ليس فقط الهدف الاقل اهمية للبنك المركزي، ولكنه ايضاً يصعب تحقيقه، هذه الاعتبارات تتغير مع مستوى الاحتياطيات فعندما تكون اقل من المستوى المناسب لا يستطيع البنك المركزي ان يتحمل تقلبات حادة وعليه يجب ان يخفف من المخاطرة المرتبطة بادارة الاحتياطيات، لكن من المحتمل ان يكون العامل الاكثر اهمية وراء التغيير السلوكي للاستثمار هو تراكم الاحتياطيات بما يصل الى تحقيق كلاً من الامان والسيولة. وقد اظهرت نتائج التحليل ان العراق يمتلك احتياطيات جيدة وان اغلب احتياطياته في سندات الخزانة الامريكية، وهو يركز في محفظته على الامان والسيولة على اعتبار ان السندات ذات دخل منخفض مقارنة بالاصول المالية الاخرى.

نستنتج مما سبق ان المحفظة المقترحة في ظل هذا المقترح هي متقدمة على نظيرتها في المتحصلات النقدية لسنوات الدراسة، ومن ثم يمكن ان يقوم العراق ببناء صندوق سيادي عراقي واتباع منهاج استثماري مدروس ومكثيف حسب تطلعاته بأن يحقق عوائد مرتفعة ضمن مخاطر معتدلة لاجال طويلة تخدم تحقيق استدامة مالية طويلة الاجل وهو الهدف الرئيس لهذا البحث.

الاستنتاجات والتوصيات

اولاً. الاستنتاجات

1. يستخدم البنك المركزي العراقي في ادارة احتياطياته استراتيجية الاستثمار السلبي، اذ يهيمن عليها تخصيص مبالغ كبيرة من النقد الاجنبي في اصول مالية يغلب عليها طابع الامان والسيولة وذات العوائد المنخفضة، وذلك لتأمين القفزات في تقلبات اسعار النفط والنفور من المخاطرة وهذا ينعكس سلباً على العائد. بتالي ان مثل هذه الاستراتيجية يمكن ان تؤدي الى تآكل القوة الشرائية للاحتياطيات في الاوقات التي تتيح فيها الاصول الاحتياطية التقليدية عوائد حقيقية سلبية.
2. اظهرت نتائج التحليل لهيكلية محفظة الصندوق السيادي العراقي الى ارتفاع اجمالي الاحتياطيات للمدة (2010-2021) مقابل المحفظة الفعلية، كما حققت المحفظة ارتفاع بالمتحصلات النقدية لذات المدة. اذ تمثل صناديق الثروة السيادية اليات لاستثمار الفوائض المتحققة عن الاحتياطيات الرسمية للبنوك المركزية، والهدف منها بناء اصول غير تقليدية تدر دخلاً يعوض تآكل الاصول الحالية واستغلال ايراداتها لتحقيق التنمية المالية المستدامة للجهات المستثمرة فيها، بتالي تمنح هذه الصناديق الاستثمار في اصول غير تقليدية ، وهذا يخلق نوع من الاستثمار الفعال، بغية استغلال الفوائض المالية المتحققة في فترات ارتفاعها في قنوات استثمارية فعالة.
3. اثبتت نتائج التحليل ان العراق بإمكانه الاستثمار ببدائل متنوعة تسهم في تحقيق اهدافه الرئيسية، وان امتلاك العراق استثمارات متنوعة يؤدي الى نمو الاحتياطيات وزيادة المتحصلات النقدية منها ومن ثم استدامتها، وهذا يؤكد على اثبات فرضية الدراسة.

ثانياً. التوصيات

1. الاحتياطات الرسمية هي اصول اجنبية تحتفظ بها البنوك المركزية، بهدف اقتصادي واستثماري، وتركز في اداراتها على ثلاثية من الاهداف السيولة والامان والعائد الذي تستطيع تحقيقها من خلال التخصيص الاستراتيجي للاصول الاجنبية، اذ يمكن للبنك المركزي العراقي بناء شريحتين الاولى شريحة السيولة، التي تعكس استثمار الاحتياطات في اصول آمنة، بغية تحقيق اهداف احترازية تلبى متطلبات السيولة قصيرة الاجل والامان بشكل عام، والثانية بناء شريحة الاستثمار، اذ تستثمر الارصدة الفائضة من الاحتياطات في اصول يكون تركيزها اكبر على العائد بعد تجرع البنك المركزي المزيد من المخاطرة.
2. يمكن للبنك المركزي العراقي الاخذ بالاصلاحات التي تركز على التنوع الاقتصادي والمالي، والتي تتضمن تعزيز الإيرادات غير النفطية والذهاب ابعد من تخفيف اثار الاحتفاظ بالاحتياطات الرسمية في ادوات مالية تدر عائداً منخفضاً، من خلال دعم العوائد المالية الناجمة عن استثمارات متنوعة لتقليل الاعتماد على النفط، والذي يعد امراً بالغ الاهمية لمستقبل العراق، وهذا يؤدي الى زيادة تراكم رأس المال غير المرتبط بالنفط، وتعزيز المتحصلات النقدية ومعالجة الاختلالات الناتجة عن عدم المشاركة في الاسواق الدولية، وسوف تجعل اصلاحات التنوع المالي اكثر جدوى وفائدة، بالتالي القيام بهذا التحول في اطار اصلاحي سيرفع العوائد بشكل عام ومردودات غير نفطية.
3. يمكن الاستفادة من تجربة صندوق الثروة السيادي النرويجي على اعتبار انه من التجارب الناجحة بشهادة المنظمات الاقتصادية العالمية ومختلف مراكز البحث المهمة، اذ يتمتع الصندوق بوجود اطار قانوني متكامل يحدد اهداف الصندوق ومهامه وصلاحيات المؤسسة، لذا يمكن للبنك المركزي العراقي محاكاة الصندوق النرويجي في بناء صندوق لاستثمار الفائض عن الاحتياطات الرسمية.

المصادر

أولاً. 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. بو فليح وطرشي، نبيل ومحمد، 2017، دور صناديق الثروة السيادية في اداء عوائد النفط صندوق الثروة السيادي النرويجي نموذجاً، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر، العدد 12، الصفحات 122-141، الواي، الجزائر.
 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. سلمان ومحمد، هزاع داود، محمد ناجي، 2012، الصناديق السيادية ودورها في الاقتصاد العالمي، مجلة اداب الكوفة، المجلد 1، العدد 11، الصفحات 185-228.
 5. (IMF,2013) صندوق النقد الدولي، 2013، الاحتياطيات الدولية والسيولة بالعملية الاجنبية: المبادئ التوجيهية لاعداد نموذج قياسي للبيانات، الطبعة العربية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية.
 6. عبد العزيز، محمد عماد، 2017، امكانية تطبيق صنديق الثروة السيادية كأحد وسائل تنوع مصادر الدخل الوطنية في العراق رؤيا مستقبلية، مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، مجلد 21، العدد 37، الصفحات 145-164.
 7. العراقي والنعمي، 2020، العمق المالي وأثره في تعزيز السلامة المالية في دول مجلس التعاون الخليجي للفترة 2000-2015، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 14، العدد 56، الصفحات 31-48.
 8. النوفلي وابراهيم، نعيم صباح جراح، مصطفى محمد، 2020، العلاقة المتبادلة بين التضخم المحتمل والاحتياطيات الاجنبية وسعر الصرف في ظل السياسة النقدية غير التقليدية للمدة (2014-2020)، اطروحة دكتوراه، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة البصرة.
 9. الوائلي ونعمة، خضير عباس حسين، زينب هادي، 2020، مديونية العراق وفرص تحقيق الاستدامة المالية، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 14، العدد 56، الصفحات 49-71.
 10. موراد وفاطمة، خطاب رقاني لالة، 2020، دورصناديق الثروة السيادية في تحقيق التنمية المستدامة الصندوق السيادي الكويتي انموذجاً، مجلة الاقتصاديات المالية والبنكية وادارة الاعمال، المجلد 09، العدد 02، الصفحات 134-154.
- ثانياً. التقارير والنشرات الرسمية
11. CBI، 2015، التقرير الاقتصادي السنوي، دائرة الاحصاء والابحاث- البنك المركزي العراقي، بغداد، العراق.
 12. CBI، 2017، التقرير الاقتصادي السنوي، دائرة الاحصاء والابحاث- البنك المركزي العراقي، بغداد، العراق.
 13. البنك المركزي العراقي، القوائم المالية (2010-2022).
 14. البنك المركزي العراقي، دائرة الاحصاء والابحاث، التقرير الاقتصادي السنوي (2010-2021).
 15. البنك المركزي العراقي، دائرة الاستثمارات والتحويلات الخارجية، الاسعار المعتمدة لبيع وشراء العملات الاجنبية والذهب (2010-2021).
 16. البنك المركزي العراقي، تقرير السياسة النقدية للمدة (2010-2021) وهو متاح ([https://cbi.iq/static/uploads/up/file-](https://cbi.iq/static/uploads/up/file-162997119969772.pdf)

ثالثاً. المصادر الاجنبية

17. Arslan & Cantu, Yavuz and Calos, 2019, (**The Size of Foreign reserves**), BIS papers Bank for International Settlements , JEL Classification Ne.: F3,F31,F36,F41.
18. Arezki et al , Rabah, Thorvaldur Gylfason, and Amadou Sy ,2011, (**Beyond the Curse Policies to Harness the Power of Natural Resources**), International Monetary Fund, Publication Services P.O. Box 92780, Washington, DC 20090, U.S.A.
19. Castelli & Gerlach, Massilniano and Stefan, 2019,(**Centerl Banks are too risk averse as investors**), SUERF POLICY NOTE,Lssue NO 78, www.suerf.org/policynotes , EUROPEAN MONEY AND FINCE FORUM .
20. Fender et al , Ingo, Mike McMorro, Vahe Sahakyan , Omar Zulaica ,2019,(**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, 2008, (**Sovereign Wealth Funds**), A Work Agenda, working paper, Washington. USA.
22. Jumaniyazov, I. T., 2021,(The Progressive Foreign Experiments in the Activity of Sovereign Wealth Funds), January Accepted 08 , Annals of R.S.C.B., ISSN:1583-6258, Vol. 25, Issue 2, Pages. 109 - 116 Received 20 .
23. Mwase ,Nkunde,2012."How MuchShould I Hold? Reserve AdequacyIn Emerging Markets andSmall Islands" international monetary fund, WP/12/205.
24. Nugee, John ,2011"**Center for Central Banking Studies, foreign exchange reserves management** " Bank of England,London, England.
25. (NBIM), Norges Bank Investment Management (**2010-2021**), (Government pension fund global Annual rePORT), Norge
26. Omer,Kouakou Thiédjé Gaudens, 2019,(**A Dynamic Model of Strategic Allocation of Sovereign Wealth Funds**), author(s) and Scientific Research Publishing Inc. This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0). <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/> .

رابعاً. Websites

27. www.bankofengland.co.uk
28. www.cbi.iq.
29. www.nbim.no