

# مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية Global Islamic Economics Magazine



مجلة شهرية علمية إلكترونية || العدد 78 || ربيع الأول 1440 هـ الموافق تشرين الثاني / نوفمبر 2018 م

هل ينبغي على الدول أن تُنوع احتياطات مصارفها  
المركزية كما هو حال المحافظ الاستثمارية؟ وأن يكون  
للذهب حصة تحوطية ثقيلية؟ لتعمل كالمرساة.



سياسة التنويع التحوطية وضرورة التثقل بالذهب



# جامعة كاي

جامعة مرفضة من التعليم العالي

متخصصة في الاقتصاد الإسلامي وعلومه

[www.kie.university](http://www.kie.university)

---

## سياسة التنويع التحوطية وضرورة التثقيف بالذهب

الدكتور سامر مظهر قنطقجي

رئيس تحرير مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية

المُرساة؛ رغم خفة ثقلها نسبة لوزن السفينة التي تمسكها وتمنعها من الحركة؛ فهي تُثبتها في قاع المياه في نقطة محددة. فهل ينبغي على الدول أن تُنوع احتياطات مصارفها المركزية كما هو حال المحافظ الاستثمارية؟ وأن يكون للذهب حصة تحوطية تثقيفية؛ لتعمل كالمرساة؟!

إن التنويع هو أحد أقدم المبادئ التي يحاول الناس من خلالها المحافظة على ثروتهم وكذلك الدول، مهما قلت تلك الثروات. والتنويع لم يُصمم لتعظيم الأرباح أو خفض التكاليف فحسب؛ بل للحد من الإخفاق والفشل؛ فالأصل أن لا يوضع كل البيض في سلة واحدة، كما ليس بالضرورة سلامة كل البيض.

### الحفاظ والثروات السيادية: الدول والحكومات:

يصدر صندوق النقد الدولي IMF بيانات ربع سنوية عن احتياطي النقد الأجنبي الرسمي<sup>١</sup> COFER، على شكل بيانات ربع سنوية لثمانى بلدان يتم الإبلاغ عنها؛ تشمل الدولار الأمريكي، واليورو، والين الياباني، والجنه الاسترليني، والدولار الاسترالي، والدولار الكندي، والفرنك السويسري، إضافة للعملة الصينية RMB<sup>٢</sup>.

ويتم الإبلاغ عن تلك البيانات إلى صندوق النقد الدولي على أساس طوعي وسري، ويوجد ١٤٦ مراسلاً من البلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي، وعدد من البلدان غير الأعضاء، وكيانات أخرى لديها احتياطات من العملات الأجنبية، حيث يتم نشر البيانات علناً وبشكل مجمل حماية لمعلومات كل دولة على حدة. ويلحظ المتابع لتقارير COFER إشارات مقلقة بشأن بقاء الدولار الأمريكي؛ العملة الاحتياطية العالمية؛ فهي تكشف انخفاض نصيبه من تلك الاحتياطات على التوالي ليصل لأدنى مستوى له في الربع الثاني ٢٠١٨ حيث بلغ ٦٢.٢٥٪، الجدول (١).

<sup>١</sup> Composition of Official Foreign Exchange Reserves

<sup>٢</sup> <http://data.imf.org/regular.aspx?key=41175>

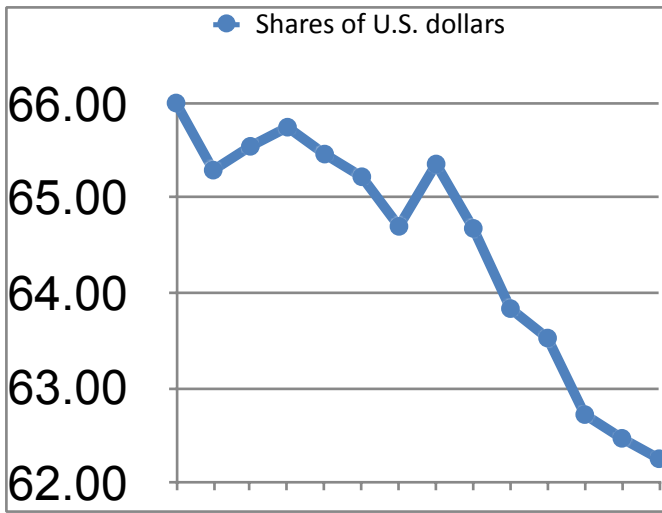
الجدول ( ١ ) نصيب الدولار من احتياطات COFER

2015 Q1	2015 Q2	2015 Q3	2015 Q4	2016 Q1	2016 Q2	2016 Q3	2016 Q4	2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017 Q4	2018 Q1	2018 Q2
66.00	65.29	65.54	65.74	65.46	65.22	64.70	65.36	64.68	63.83	63.52	62.72	62.47	62.25

المرجع: موقع صندوق النقد الدولي [رابط](#)

وبررت الصحيفة الاسترالية SYDNEY MORNING HERALD ذلك الانخفاض؛ بأن البنوك المركزية الأجنبية، وصناديق الثروة السيادية والمستثمرين يرون ازدياد مخاطر الاحتفاظ بالدولار؛ وذلك بسبب الاقتراض غير المسبوق للحكومة الأمريكية لسداد عجز ميزانيتها الذي قارب التريليون دولار؛ مما يجعل الدولار معرضاً لخطر أنه لم يعد عملة الاحتياط الرئيسية في

العالم<sup>١</sup>.

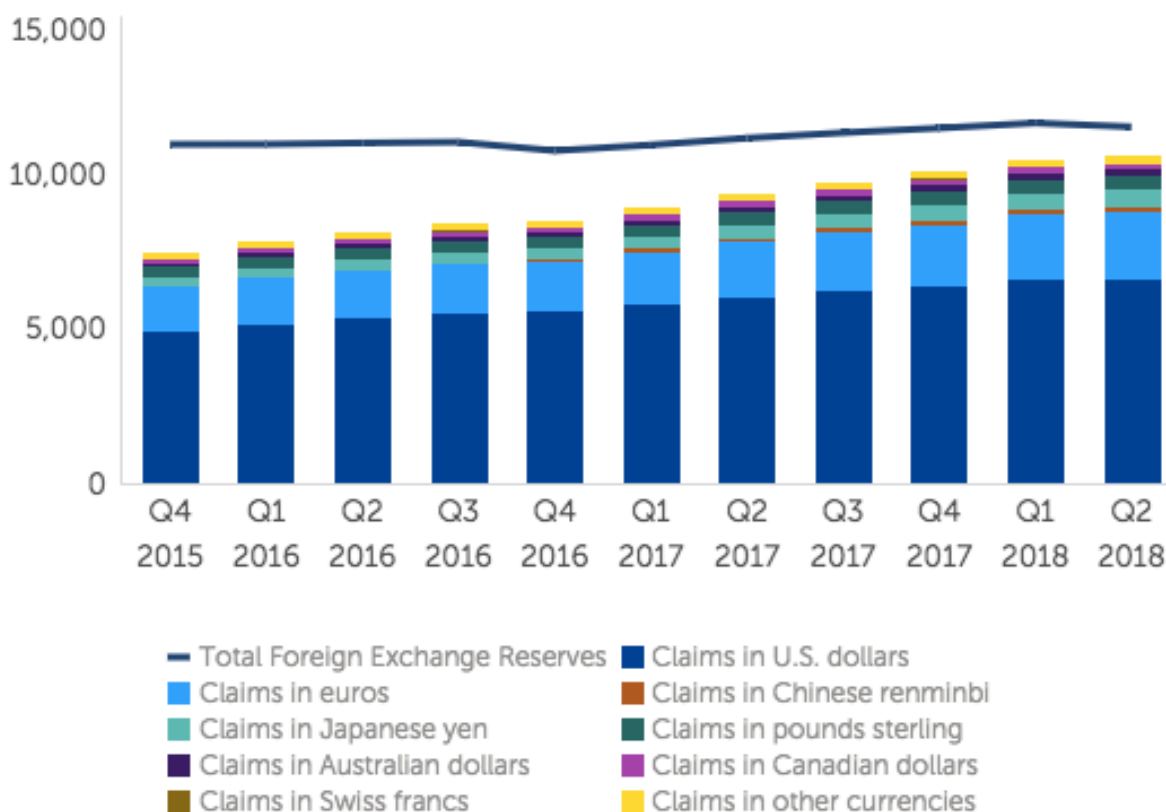


وبتمثيل بيانات الجدول ( ١ ) في الشكل ( ١ ) يبدو بوضوح تراجع الدولار الأمريكي كعملة احتياط عالمية. لكن هذا التراجع لن يكون سريعاً بل سيحتاج فترات طويلة من الزمن لافتقاد البديل؛ فال يورو بعيد نسبياً عن مستوى الدولار الأمريكي كاحتياطي، وقد أدت أزمة ٢٠٠٨ لإيقاف الاقبال عليه.

الشكل ( ١ ) نسب حصص الدولار من COFER

<sup>١</sup> Robert Burgess, US dollar's 'exorbitant privilege' takes another hit: Robert Burgess, THE SYDNEY MORNING HERALD, 29 September 2018, ([link](#))

ويوضح ذلك الشكل (٢) التالي:



الشكل (٢) الاحتياطي العالمي من العملات COFER مقومة بمليارات الدولارات - المصدر: موقع صندوق النقد الدولي: [رابط](#)

يظهر الجدول (٢) <sup>١</sup> قيمة الأصول المقومة بالدولار الأمريكي التي ارتفعت إلى ٦.٥٥ تريليون دولار، بسبب الزيادة الإجمالية في احتياطيات العملات الأجنبية، وانخفضت حصة الأصول المقومة بالدولار بين هذه الاحتياطيات إلى ٦٢.٢٥٪، وهو أدنى مستوى منذ الفترة ٢٠١٢-٢٠١٣.

الجدول (٢) أصول احتياطيات COFER مقومة بالدولار الأمريكي

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
Total Foreign Exchange Reserves	10,897,675.22	11,117,863.88	11,291,231.77	11,441,121.34	11,604,541.10	11,482,379.33
Allocated Reserves	8,833,420.83	9,256,996.64	9,642,808.50	10,014,156.43	10,402,304.65	10,523,409.82
Claims in U.S. dollars	5,713,349.57	5,909,133.13	6,125,490.39	6,280,714.87	6,498,135.38	6,551,155.23
Claims in euros	1,703,136.99	1,847,188.58	1,934,673.25	2,019,246.59	2,122,477.29	2,131,639.62
Claims in Chinese renminbi	94,888.27	99,449.72	108,155.27	123,473.32	145,881.25	193,381.99
Claims in Japanese yen	400,762.76	428,603.00	436,192.13	491,011.33	501,794.78	522,594.56
Claims in pounds sterling	376,975.70	408,666.94	433,281.71	454,117.84	486,573.20	471,044.64
Claims in Australian dollars	155,980.62	161,871.09	170,762.38	180,009.14	177,340.52	179,307.43
Claims in Canadian dollars	167,491.30	178,769.42	192,885.01	202,798.47	193,778.45	200,791.17

<sup>١</sup> Wolf Richter, US Dollar Refuses to Die as Global Reserve Currency — But Loses Ground, Wolf Street, Sep 30, 2018, ([link](#))

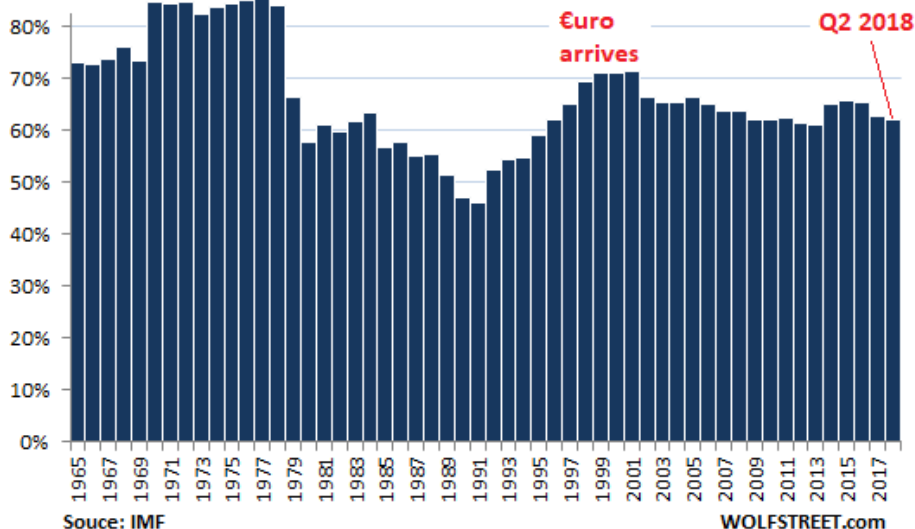
Claims in Swiss francs	14,752.40	16,034.82	16,530.33	18,088.67	18,251.53	16,913.51
Claims in other currencies	206,083.22	207,279.92	224,838.03	244,696.20	258,072.24	256,581.65
Unallocated Reserves	2,064,254.39	1,860,867.25	1,648,423.27	1,426,964.91	1,202,236.45	958,969.50
Shares of Allocated Reserves	81.06	83.26	85.40	87.53	89.64	91.65
Shares of U.S. dollars	64.68	63.83	63.52	62.72	62.47	62.25
Shares of euros	19.28	19.95	20.06	20.16	20.40	20.26
Shares of Chinese renminbi	1.07	1.07	1.12	1.23	1.40	1.84
Shares of Japanese yen	4.54	4.63	4.52	4.90	4.82	4.97
Shares of pounds sterling	4.27	4.41	4.49	4.53	4.68	4.48
Shares of Australian dollars	1.77	1.75	1.77	1.80	1.70	1.70
Shares of Canadian dollars	1.90	1.93	2.00	2.03	1.86	1.91
Shares of Swiss francs	0.17	0.17	0.17	0.18	0.18	0.16
Shares of other currencies	2.33	2.24	2.33	2.44	2.48	2.44
Shares of Unallocated Reserves	18.94	16.74	14.60	12.47	10.36	8.35

المصدر: موقع صندوق النقد الدولي: [رابط](#)

وحسب الرسم البياني التالي، الشكل (٣)؛ فإن حصة الدولار من العملات الاحتياطية انخفضت في عام ١٩٩١ إلى ٤٦٪. عند إصدار اليورو:

### USD Share of Allocated Global Official Reserves

% of allocated reserves

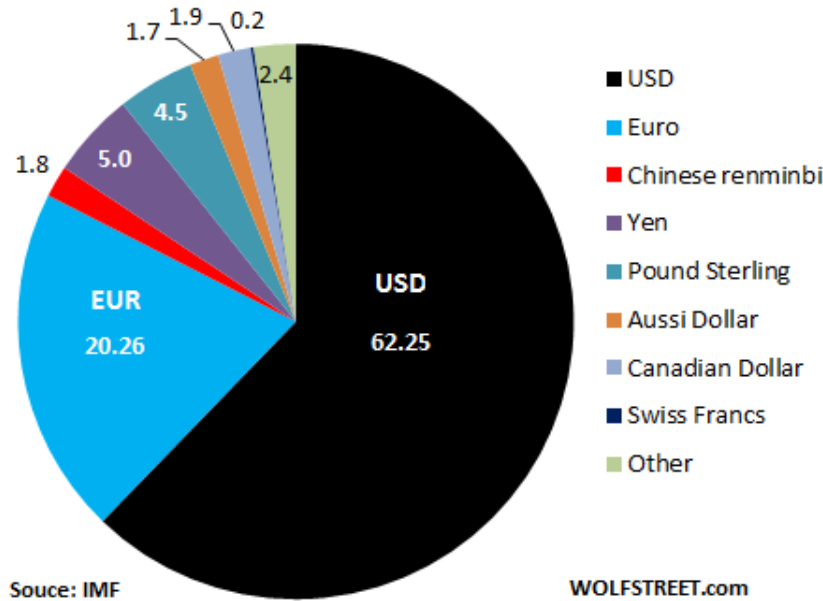


الشكل (٣) مساهمة الدولار في احتياطات COFER

إن اليورو قد أصبح رسمياً عملة حسابية في الأسواق المالية في عام ١٩٩٩، ثم ظهرت أوراقه النقدية والمعدنية في ١ يناير ٢٠٠٢؛ وفي حينها. كانت حصة الدولار من العملات الاحتياطية ٧١.٥٪ في عام ٢٠٠٢، ثم انخفضت إلى ٦٦٪ بحلول الربع الأول من عام ٢٠١٥، لتصل إلى ٦٢.٢٥٪ في الربع الثاني ٢٠١٨. ويعتبر إنشاء اليورو وطرحه في الأسواق من أنجح الجهود للحد من هيمنة الدولار – قبل الأزمة المالية، وأزمة الديون

الأوروبية –، فالهدف أن يكون اليورو "مكافئاً" للدولار على نطاق الهيمنة؛ إلا أن هذه الفرضية تلاشت خلال أزمة الديون الأوروبية.

ويعتبر ارتفاع العملة الصينية RMB إلى عملة احتياطية عالمية اعتباراً من ١ أكتوبر ٢٠١٦، هو آخر الجهود لتقليص هيمنة الدولار، عندما أضافها صندوق النقد الدولي إلى سلة حقوق السحب الخاصة SDR؛ لكن مكاسبها بطيئة، وحسب الرسم البياني التالي، الشكل (٤)، مثلت العملة الصينية (اللون الأحمر) حصة ١.٨٤٪ فقط، لكن هذا الارتفاع من ١.٣٩٪ في الربع الأول، ومن ١.٠٢٪ في الربع الرابع من عام ٢٠١٧ – هو قليل، باعتبار الصين ثاني أكبر اقتصاد في العالم؛ لكن يبدو أن البنوك المركزية لا تزال حذرة من الاحتفاظ بالأصول المقومة بالعملة الصينية، لكنهم بدأوا العمل بها.



الشكل (٤) نسب تمثيل العملات الاحتياطية

أما الفرنك السويسري (الخط الأسود)؛ فبالكاد يبدو في المخطط أعلاه؛ وقد بلغ ٠.١٦٪ – ٠.١٨٪ منذ الربع الأول من عام ٢٠١٦.

إن الدولار الأمريكي المهيمن، انخفضت حصته من العملات الاحتياطية؛ فاليورو كان ٢٠.٢٦٪ في الربع الثاني Q2، متذبذباً بحدود ٢٠٪ لسنوات. وشكل كل من (الدولار واليورو) معاً ٨٢.٥٪ من احتياطيات العملات الأجنبية المخصصة في الربع الثاني. بينما تعتبر العملة الصينية منذ إدراجها في الربع الأخير من عام ٢٠١٦؛ أعلى بقليل من الفرنك السويسري، وبنفس القدر من القوة مع الدولار الكندي والدولار الأسترالي.

إن جميع البنوك المركزية لا تكشف لصندوق النقد الدولي عن كيفية "تخصيص" احتياطياتها من العملات الأجنبية بعملة معينة. لكن على مرّ السنين، زاد إفصاحها لصندوق النقد الدولي، وفي الربع الرابع من عام ٢٠١٤، استحوذ الاحتياطي "المخصص" على ٥٩٪ من إجمالي الاحتياطيات، وبحلول الربع الثاني من عام ٢٠١٨، ارتفعت هذه النسبة إلى ٩١.٦٪. أي أن بيانات COFER تزداد اكتمالاً.

### المحافظ الاستثمارية والثروات الفردية: الشركات والأفراد:

يعتبر البحث عن استقرار المحافظ عموماً مفهوماً حاسماً، ويقصر البعض تنويعه على تشكيلة الأسهم، وهذا تنويع محدود، كما يوسع البعض ذلك ليشمل العقارات وأصول أخرى، لكن ثمنية الذهب الدائمة تجعل منه تنويعاً للمخاطر مع فئات الأصول الأخرى.

فقد اعتاد الأفراد والشركات في النظم الرأسمالية تنويع محافظهم القائم على خليط من الأسهم والسندات والعقارات؛ حيث يُعتقد بأن العلاقة بين الأسهم والسندات هي علاقة عكسية؛ فعندما ترتفع الأسهم تنخفض السندات، وهذا ما يحدث جزئياً مع سياسات بنك الاحتياطي الفيدرالي، الذي يميل إلى رفع معدلات الفائدة لزيادة عائد السندات؛ لتوازن الأسهم والسندات بعضها بعضاً.

لكن ذلك لم يعد ينطبق اليوم؛ لأن الأسهم والسندات والعقارات ازدهرت معاً؛ منذ بدء التيسير الكمي في عام ٢٠٠٩. كما ازدهرت أصول أخرى؛ كالسيارات وغيرها. واستمر ارتفاع الذهب والفضة منذ ٢٠٠١ مما جعل التنويع صعباً للغاية.

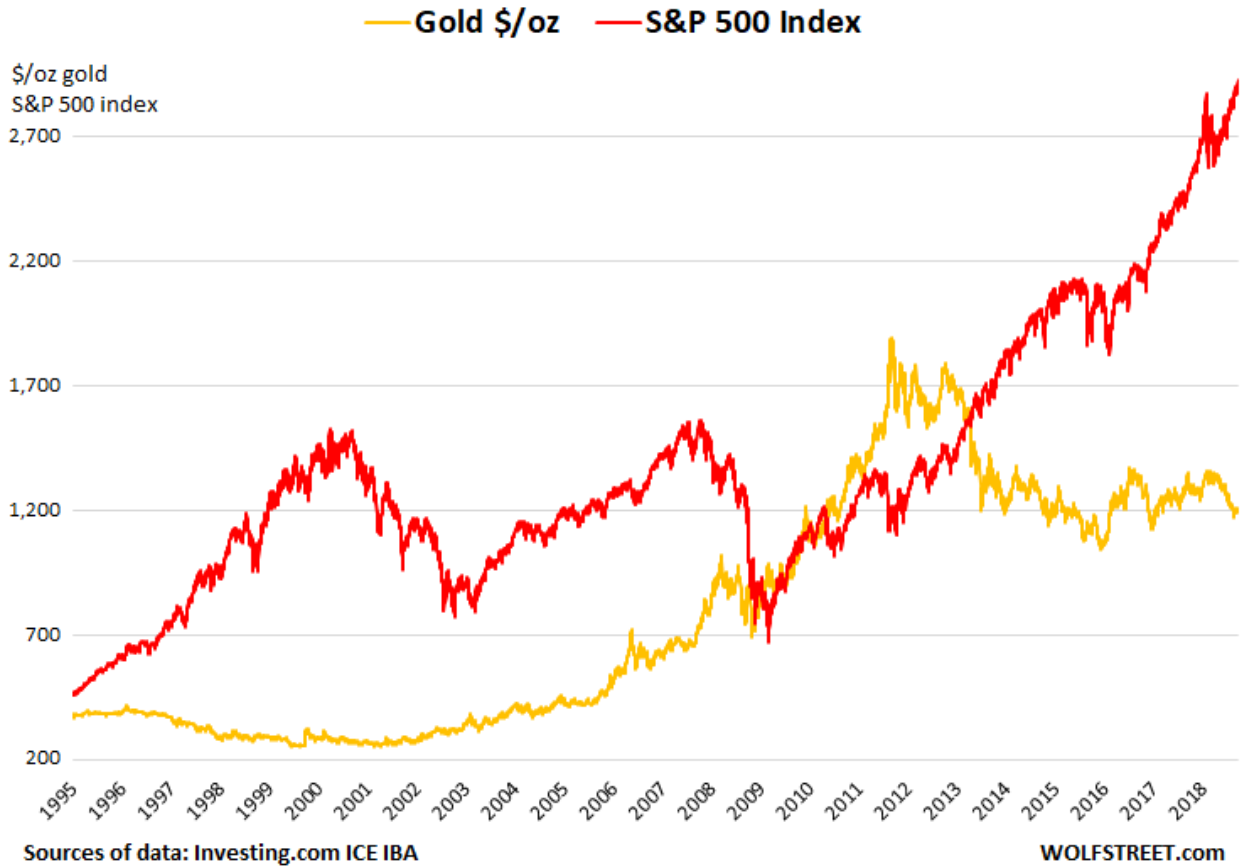
وكقاعدة: عندما تتحرك جميع فئات الأصول المملوكة معاً؛ أي باتجاه الصعود أو النزول؛ كما هو الحال في كل فقاعة؛ فالتنويع غير محقق!، وعندما ترتفع فئات الأصول على هذا النحو، يصبح من الصعب للغاية تحقيق التنويع في المستقبل؛ لأن الجميع صاروا عرضة لخطر الانهيار معاً.

### **فكيف يتناسب الذهب؟**

ارتفعت أسعار الذهب إثر أزمة ٢٠٠٨، ولمدة عقد تقريباً؛ وبذلك صار الذهب (تنويعاً) معقولاً للأسهم، باستثناء عامي (٢٠٠٩ - ٢٠١١)، عندما تحرك الذهب والأسهم بشكل متوازي كما هو موضح في مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ في الرسم البياني، الشكل (٥):

١ Gold in the "Everything Bubble": Effective Diversification?, Wolf Richter, Sep 24, 2018, [link](#)





الشكل ( ٥ ) تحرك أسعار الذهب مقابل الأسهم حسب مؤشر اس أند بي ٥٠٠

وحسب الرسم البياني فإن الاحتفاظ بالذهب بدل الأسهم يمثل لعبة خاسرة بين عامي ١٩٩٥-٢٠٠٨، ثم بتهاولي الأسهم، يعود الذهب تنويعاً فعالاً. وقد استمر الذهب في الارتفاع لسنتين أخيرين - وهذا ما يحبه ملاك الذهب -.

يعمل التنويع بشكل صحيح خلال الأوقات الجيدة رغم ما فيه من ألم؛ فعندما ترتفع فئة من الأصول، تنخفض أخرى، فتحظى إجمالي الأصول ببعض الثبات، وهذا مما يخفف الأداء. وقد شهد الملاك ذروة الألم في عام ٢٠١١، رغم ارتفاع معظم فئات الأصول الأخرى.

اتجهت السندات بالفعل نحو الانخفاض بعد صعود سوقها الذي دام ٣٥ عاماً، كما تستعد الأسهم لانتجاء هبوطي معقد وطويل. كما أن العديد من قطاعات العقارات التجارية والسكنية معدة لذات السلوك، وتستعد أصول أخرى تتكون منها "فقاعة كل شيء" لفعل ذات الشيء.

فهل سيقدم الذهب تنويعاً فعالاً؟

كما هو الحال في الفترة ٢٠٠٩-٢٠١١، فإن الأسهم والسندات والعقارات والذهب يمكن أن تتحرك معاً، وقد تحركوا بالفعل معاً، وعليه فمن الآن وصاعداً سيمكنهم التحرك معاً لعدم وجود ضمان يجعل التنويع يعمل كما هو مخطط له!

المشكلة أن لا أحد يشكو عندما ترتفع جميع الممتلكات المتنوعة بشكل جيد. لكن الصراخ يحصل عندما تنخفض هذه الحيازات المتنوعة بشكل واضح، وعلى كل حال، هناك فرصة جيدة لحدوث ذلك بعد فترة. ورغم ذلك، لا يزال الذهب (في الغالب) خارج نطاق هذه القفزات؛ لأن الارتباط بينه وبين معظم فئات الأصول كان مؤقتاً منذ عام ١٩٩٥، لذلك يوفر الذهب تنوعاً، ولو من الناحية النظرية.

لكن دورات الذهب طويلة للغاية: فقد استمر دون ذروته من عام ١٩٨٠ ولمدة ٢٠ سنة؛ أي حتى عام ٢٠٠١. وليس هناك ما يضمن أنه سيستدير أو يرتفع، أو حتى أن يظل ثابتاً، عندما تبدأ فقاعة كل شيء بالتخلص من كل أنواع الأصول. وهذا ما يوضح صعوبة تحقيق التنوع، بعد تسع سنوات من تضخم أسعار الأصول.

وكقاعدة، يجب أن يكون لديك ٥-١٠٪ من محفظتك ذهباً في المدى الطويل الأجل لأغراض التنويع. (وهذا ما ينصح به عدد من المستشارين الماليين؛ بمن فيهم جيم كريمر وهو أكبر مستثمر في الأسهم على الإطلاق)، ويسمى ذلك بـ: **التأمين ضد الكارثة الاقتصادية.**

فأبسط استراتيجية للذهب هي شراء بعضه، على أمل ألا تضطر لبيعه؛ فإذا لم تبعه، فاستراتيجيتك جيدة، وإذا تحتم عليك بيعه؛ فأنت ممتن أنك تملكها للبيع.

فالذهب دائم اللمعان؛ ومع كل الفقاعات، والغش، والتكنولوجيات الفائقة التي تستنزف مدخراتك، فقليل من الذهب فكرة جيدة. وهذا ما يجعل البنوك المركزية تسميها احتياطياً..

حماة (حماها الله) في ١٠ ربيع الأول ١٤٤٠ هـ الموافق ١٨ تشرين الثاني (نوفمبر) ٢٠١٨ م