

جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -  
كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الإقتصادية



محاضرات في مقياس:

# المالية الدولية

لطلبة السنة الأولى ماستر اقتصاد دولي والسنة الثالثة اقتصاد نقدي زبنكي

إعداد:

الدكتور: بودخدخ كريم

السنة الجامعية 2015\_2016

## فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
I-III	فهرس المحتويات
	مقدمة
14_2	الفصل الأول: العولمة المالية والتمويل الدولي
2	1_ العولمة المالية
4	1_1_ مفهوم العولمة المالية
5	1_2 عوامل تطور العولمة المالية
6	1_3 الجدول حول إيجابيات وسلبيات العولمة المالية
8	2_ التمويل الدولي
8	2_1 ماهية التمويل الدولي
8	2_2 أشكال التمويل الدولي
13	2_3 تطور التمويل الدولي
27_16	الفصل الثاني: ميزان المدفوعات: دراسة تحليلية
16	1_ مفهوم ميزان المدفوعات
17	2_ أقسام ميزان المدفوعات
17	2_1 الحساب الجاري
18	2_2 الحساب الرأسمالي
18	2_3 الحساب المالي
20	3_ أمثلة تطبيقية عن التسجيل في ميزان المدفوعات
21	4_ التحليل الإقتصادي لميزان المدفوعات
22	5_ الإختلال في ميزان المدفوعات
23	5_1 أنواع الإختلال في ميزان المدفوعات
24	5_2 أسباب الإختلال في ميزان المدفوعات
25	5_3 آليات تعديل الإختلال في ميزان المدفوعات
49_29	الفصل الثالث: سعر الصرف، أنظمة الصرف والنظريات المفسرة له
29	1_ ماهية سعر الصرف

29	2_ أنواع سعر الصرف
29	2_1_ سعر الصرف الثنائي
31	2_2_ سعر الصرف المتعدد
32	3_ أنواع أنظمة الصرف
32	3_1_ نظام الصرف الثابت
34	3_2_ نظام الصرف الوسيط
35	3_3_ نظام الصرف المعموم
38	4_ سوق الصرف
38	4_1_ ماهية سوق الصرف
39	4_2_ أنواع أسواق الصرف
40	4_3_ عمليات سوق الصرف الأجنبي
44	4_4_ المتدخلون في سوق الصرف
45	5_ النظريات المحددة لسعر الصرف
45	5_1_ نظرية تكافؤ القوى الشرائية
47	5_2_ نظرية تعادل أسعار الفائدة
49	5_3_ نظرية الأرصدة
<b>64-51</b>	<b>الفصل الرابع: تطور النظام النقدي الدولي</b>
51	1_ ماهية النظام النقدي الدولي
51	2_ مراحل تطور النظام النقدي الدولي
52	2_1_ نظام قاعدة الذهب: 1870_1914
54	2_2_ نظام الصرف-ذهب ما بين الحربين العالميتين الأولى والثانية
55	2_3_ نظام "بريتون وودز"
60	2_4_ الإتحاد النقدي الأوروبي
63	3_ النظام النقدي الدولي الحالي
63	3_1_ واقع النظام الدولي الحالي
64	3_2_ أوجه قصور النظام النقدي الدولي الحالي
<b>76-66</b>	<b>الفصل الخامس: الأسواق المالية الدولية</b>
66	1_ السوق النقدية الدولية

66	1_1_ سوق اليورو عملات
68	1_2_ سوق اليورو قروض
71	2_ سوق السندات الدولية
71	1_2_ ماهية سوق السندات الدولية
71	2_2_ تطور سوق السندات الدولية
72	3_ سوق الأسهم الدولية
72	4_ الأطراف الفاعلة في الأسواق المالية الدولية
72	1_4_ صناديق الثروة السيادية
74	2_4_ صناديق التحوط
<b>87_78</b>	<b>الفصل السادس: المشتقات المالية</b>
78	1_ ماهية المشتقات المالية
78	2_ أنواع عقود المشتقات المالية
79	1_2_ العقود الآجلة
80	2_2_ العقود المستقبلية
82	2_3_ عقود الخيارات
85	2_4_ عقود المبادلة
<b>89</b>	<b>قائمة المراجع</b>

يعد مجال المالية الدولية من أكثر المجالات الإقتصادية استحوذا على اهتمام الباحثين وحتى رجال السياسة والإعلام في العصر الحديث، نظرا لما يشمله من عديد الموضوعات التي تؤثر على اقتصاديات الدول خصوصا مع تطور العولمة المالية وما نتج عنها من زيادة الترابط والتكامل بين الأنظمة المالية لمختلف اقتصاديات العالم. حيث ازدادت التدفقات المالية الدولية المرافقة لتدفقات السلع والخدمات التي ازدهرت بشكل كبير من جهة وتطورت احتياجات التمويل بغرض الإستثمار والمضاربة من جهة أخرى مما جعل الأسواق المالية عصب الإقتصاد العالمي والمرآة العاكسة لأي مسار تطور فيه.

وعلى هذا الأساس جاء هذا العمل ليتناول مختلف موضوعات المالية الدولية، أين نتطرق في الفصل الأول إلى موضوع العولمة المالية والتمويل الدولي من خلال استعراض مسار تطور العولمة المالية وما نتج عنها من تطور في التمويل الدولي بمختلف أشكاله، ثم يأتي الفصل الثاني لنتناول فيه بالتحليل ميزان المدفوعات أين نبرز مختلف أقسامه الرئيسية وحالات الإختلال التي تحدث فيه وآليات معالجتها المختلفة. ثم يتمحور الفصل الثالث حول ماهية سعر الصرف وأنظمة الصرف التي تعكس كيفية تحديده من طرف السلطات النقدية، وأسواق الصرف وميزاتها الرئيسية والنظريات الرئيسية المفسرة لسعر الصرف. في الفصل الرابع نبرز مراحل تطور النظام النقدي الدولي ومختلف السمات التي تميزت بها كل مرحلة وصولا للنظام النقدي الدولي الحالي، أما الفصل الخامس فنتناول فيه موضوع الأسواق المالية الدولية الثلاثة وظروف نشأتها وتطورها وهي سوق النقد الدولية، سوق السندات الدولية وسوق الأسهم الدولية، ثم نعرض في الفصل السادس والأخير لنتناول موضوع المشتقات المالية حيث نبرز ماهيتها ومختلف أنواعها الرئيسية المتداولة في الأسواق المالية.

إننا نأمل من خلال هذا العمل أن نوفر لطلبة كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير عموما والمعنيين بمقياس المالية الدولية في المقرر الدراسي خصوصا مرجعا يتناول أهم الموضوعات الرئيسية التي يشملها المقياس، وذلك بنوع من التبسيط والشرح اللذان يمكننا الطالب من الفهم والإستيعاب.

# الفصل الأول: العولمة المالية والتمويل الدولي

1\_ العولمة المالية

2\_ التمويل الدولي

### 1\_ العولمة المالية

يعتبر موضوع التمويل الدولي من الموضوعات الجديدة بالاهتمام في الحياة الاقتصادية، خصوصاً في ظل التطورات العديدة التي شهدتها ولا يزال يشهدها النشاط الاقتصادي مع بروز ظاهرة العولمة المالية، التي أعطت مفهوماً واسعاً للعلاقات الاقتصادية الدولية تجارية كانت أو مالية، حيث أنه وفي ظل الجوانب العديدة المرتبطة بها والآثار التي قد تنتج عنها، فإنها تزيد من أهمية دراسة موضوع التمويل الدولي كمحور رئيسي في تحقيق النمو والتنمية الاقتصادية ومن ثم في تطور النشاط الاقتصادي.

جاءت العولمة الاقتصادية (تجارية كانت أو مالية) في إطار السعي لتوفير حرية أكبر ومجال أوسع للنشاط الاقتصادي، سواء كان ذلك في جانبه الحقيقي (سلع وخدمات) أو في جانبه المالي (رؤوس أموال)، وذلك من خلال إزالة أية قيود من شأنها أن تؤثر سلباً على تطور النشاط الاقتصادي. فجاءت العولمة المالية مصاحبة للعولمة التجارية بحكم الترابط الوثيق بين المعاملات المالية والمعاملات التجارية، لكنها سلكت منحى تصاعدي منفصل آخذة بذلك استقلالية خاصة عن العولمة التجارية كان من نتائجها تزايد الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي.

تعود بوادر بروز ظاهرة العولمة الاقتصادية إلى بدايات الفكر الاقتصادي مع المدرسة الكلاسيكية بزعامة "آدم سميث"، التي كان من أهم مبادئها ضرورة تعزيز الحرية الاقتصادية للأعوان الاقتصاديين بما يضمن تعزيز المنافسة في النشاط الاقتصادي ومن ثم الدفع نحو الإبداع والابتكار بما يعود بالإيجاب على تطور النشاط الاقتصادي.

واستمر نفوذ الفكر الكلاسيكي في الاقتصاديات العالمية حتى أزمة الكساد الكبير سنة 1929 التي شكلت تحولاً رئيسياً في الفكر الاقتصادي، أين أدى عجز الفكر الكلاسيكي عن الخروج بحلول لمواجهة تداعيات الأزمة من جهة، وثبوت عدم صحة مبادئه وافتراضاته من جهة أخرى المتمثلة أساساً في فكرة اليد الخفية وتلقائية عودة السوق للحالة التوازنية، إلى لجوء العديد من الدول لاتباع سياسات حمائية لدعم صادراتها من خلال فرض الضرائب والرسوم على الواردات وتخفيض قيمة العملة قصد انعاش اقتصادياتها في خطوة اعتبرت تمهيداً لانتشار مبدأ الدولة المتدخلية وانحسار فكر تعزيز الحرية الاقتصادية وبالتالي بداية تلاشي معالم العولمة الاقتصادية، خصوصاً مع ظهور فكر اقتصادي جديد بزعامة البريطاني "كينز" يركز على ضرورة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي والحد من الحرية المطلقة للأعوان الاقتصاديين.

ومع خروج العالم من تداعيات الحرب العالمية الثانية التي أنهكت الإقتصاد العالمي، جاء مؤتمر "بريتون-وودز" سنة 1944 الذي كان هدفه الرئيسي إعادة بناء نظام نقدي دولي يكرس معالم ظاهرة العولمة الإقتصادية وتعزيز الحرية في النشاط الإقتصادي، حيث كان انعقاد هذا المؤتمر بمثابة إعادة إحياء لمبادئ الفكر الكلاسيكي الليبرالي الذي اكتملت عودته للساحة الإقتصادية العالمية مع أزمة الكساد التضخمي منتصف السبعينات من القرن العشرين، أين دفع عجز الفكر الكينزي عن التصدي لتداعيات هذه الأزمة إلى عودة الحديث عن ضرورة تعزيز الحرية الإقتصادية والإفتتاح الإقتصادي في الإقتصاد العالمي.

وتتشكل العولمة الإقتصادية عموما نتيجة ثلاث قوات تتفاعل مع بعضها البعض وهي<sup>1</sup> :

ـ **التكنولوجيا:** على مر معظم فترات التاريخ كانت الابتكارات التكنولوجية والفكرية هي القوة المحركة للعولمة. فقد أدت إلى خفض تكاليف النقل والاتصالات وزيادة فرص التبادل الاقتصادي المريح على مسافات أطول، بما ساعد العديد من الإقتصاديات على استغلال ما توفره من فرص وإمكانيات للنمو والتطور على المدى الطويل.

ويعد تكامل الاتصالات والمعلومات بمثابة الثورة التكنولوجية في العصر الحديث، إذ أنه بحلول سنة 2014، كان هنالك 96 مشتركا في خدمة الهواتف المتنقلة و 40 مستخدما للإنترنت من بين كل 100 نسمة على المستوى العالمي وهي مستويات كانت جد بعيدة منذ عشرين سنة مضت، أين تحولت المعلومات إلى شكلها الرقمي الذي ساع أكثر فأكثر على تطورها ونموها وانتشارها بسرعة أكبر بشكل زاد من ترابط العالم بشكل كبير.

ـ **المؤسسات:** كانت الإمبراطوريات في الماضي تسهل التجارة عبر مسافات طويلة من القرن السادس عشر إلى القرن العشرين، لكن في العصر الحديث اختلف الأمر أين تحولت المعاهدات والمنظمات المتعددة الأطراف مثل منظمة التجارة العالمية وصندوق النقد الدولي والتكتلات الإقليمية الإقليمية مثل الاتحاد الأوروبي إلى المؤسسات التي تعمل وتقف على ازدهار وتطور التجارة بين مختلف الإقتصاديات والمناطق في العالم.

كما كان للمؤسسات الخاصة وشبه العامة خصوصا التجارية منها دورا كبيرا في ازدهار التجارة الخارجية ومعها التمويل الدولي لما كان لها من دور كبير في تعزيز التوجه أكثر فأكثر نحو الإفتتاح على الآخر

<sup>1</sup> مارتن وولف: "تشكيل العولمة"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 51، العدد 03، سبتمبر 2014، ص ص 22، 23.

لكسب مزايا تجارية واقتصادية عموماً بما ساهم في ازدهار الأسواق ونموها وتحويلها إلى شبكات مترابطة رغم بعد المسافات.

**السياسات:** لم تكن لتصل العولمة الاقتصادية لما هي عليه الآن لولا التغيير الذي مس السياسة الاقتصادية في عديد الاقتصاديات العالمية بما ساهم في التأثير على اقتصاديات دول أخرى وطبيعة ما تتخذه من سياسات اقتصادية. إذ تنامي فكر التحرير الاقتصادي بعد الحرب العالمية الثانية عبر الاقتصادات مرتفعة الدخل تحت رعاية الولايات المتحدة خصوصاً في أواخر السبعينات وفي الثمانينات والتسعينات أين زاد التوجه في عديد الاقتصاديات العالمية نحو تطبيق خيار اقتصاد السوق من خلال تحرير السوق المحلية من حيث الأسعار والمنافسة، فتح التجارة الدولية وتخفيف ضوابط سعر الصرف.

ومن أمثلة السياسات الداعمة للعولمة وانتشارها هي اعتماد الصين لسياسة "الإصلاح والانفتاح" أواخر السبعينات، انتخاب مارجريت تاتشر كرئيسة وزراء بريطانيا في سنة 1979 ورونالد ريغان كرئيس للولايات المتحدة في عام 1980، إطلاق الاتحاد الأوروبي لبرنامج "السوق الواحدة" في سنة 1985، جولة أوروغواي من المفاوضات التجارية المتعددة الأطراف التي بدأت في عام 1986 وانتهت بعد ذلك بثماني سنوات، قرار عام 1992 بإطلاق الاتحاد النقدي الأوروبي، إنشاء منظمة التجارة العالمية في عام 1995 وغيرها من القرارات الاقتصادية التي كانت جد مفصلية في تطور فكر العولمة الاقتصادية عموماً.

### 1\_1\_ مفهوم العولمة المالية

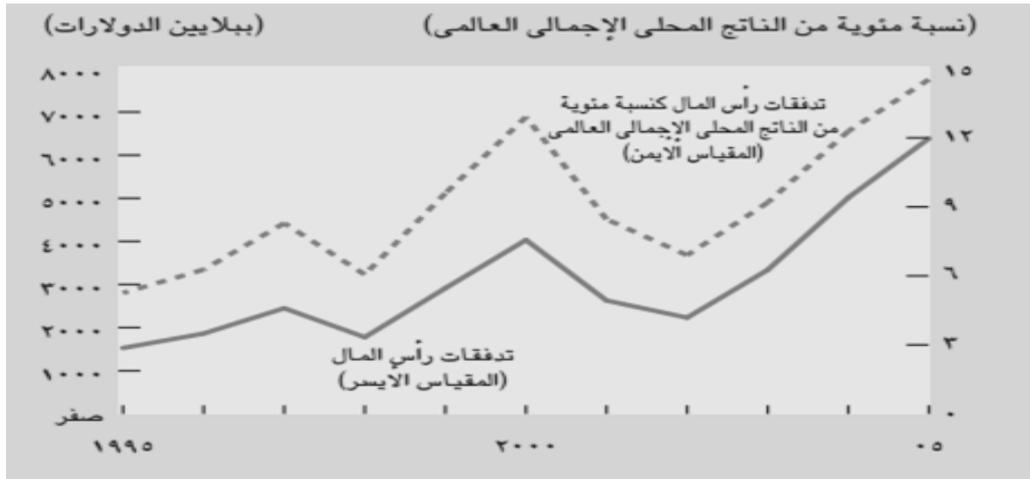
تعتبر العولمة المالية إحدى أهم جوانب ظاهرة العولمة، وهي تعبر عن تدويل عملية التمويل بشقيها المباشر (عبر القطاع المصرفي) وغير المباشر (عبر الأسواق المالية). إذ يمكن تعريفها على أنها اندماج الأنظمة المالية المحلية ضمن المؤسسات والأسواق المالية الدولية، حيث يتضمن هذا الإندماج من الحكومات تحرير القطاع المالي المحلي وتحرير حساب رأس المال. ويتحقق الإندماج شيئاً فشيئاً عندما تشهد الاقتصاديات المتفتحة تزايد في التدفقات المالية العابرة للحدود، والتي تتضمن مشاركة للمقرضين والمقترضين المحليين في الأسواق المالية الدولية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Sergio L. Schmukler: « Benefits and Risks of Financial Globalization: Challenges for Developing Countries », Development Research Group, World Bank, 2004, p 1.

## 1\_2\_ عوامل تطور العولمة المالية

عرفت رؤوس الأموال العابرة للحدود تطورات متسارعة خصوصا منذ منتصف تسعينات القرن العشرين كما يوضحه الشكل 01، حيث ارتفعت قيمتها من حوالي 1.5 تريليون دولار بما نسبته 3% من إجمالي الناتج العالمي سنة 1995 إلى حوالي 6 تريليون دولار سنة 2005 بما نسبته 15% من إجمالي الناتج العالمي.

الشكل 01: تطور تدفقات رؤوس الأموال العابرة للحدود



المصدر: مانجال كوسوامي وآخرون: "تدفقات رأس المال العالمي"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 44، العدد 1، مارس 2007، ص 14.

ويفسر هذا التطور نتيجة العديد من الأسباب والعوامل أهمها:

\_\_ طغيان الفكر الليبرالي في صناعة قرار السياسة الاقتصادية عالميا: إن فشل الفكر الكينزي \_الداعي لتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي\_ في إيجاد حلول لأزمة الكساد التضخمي منتصف سبعينات القرن العشرين سمح شيئا فشيئا لعودة الفكر الليبرالي الداعم بقوة لتعزيز الحرية في النشاط الاقتصادي التي تعتبر أساس التطور والإزدهار. حيث كان لتبني المؤسسات المالية الدولية للفكر الليبرالي التحرري في برامجها وتوصياتها للدول الأعضاء فيها أثرا كبيرا في نهج العديد من الدول لسياسات اقتصادية داعمة للحرية الاقتصادية والانفتاح الاقتصادي، خصوصا مع ما شهدته الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا في تلك الفترة من انتشار للفكر الاقتصادي التحرري مع مجيء كل من الرئيس "رونالد ريغان" ورئيسة الوزراء "مارغريت تاتشر" على التوالي.

ـ تطور تكنولوجيا الإتصال والمعلومات: شهد العالم ولا يزال منذ تسعينات القرن العشرين تطورا كبيرا في تكنولوجيا الإتصال والمعلومات حق عليه أن يسمى "ثورة"، نظير التحول الكبير الذي نتج عنه في جميع مجالات الحياة، كان للجانب الإقتصادي منها جزءا أساسيا ومؤثرا. إذ أن تطور أجهزة الحاسوب وشبكات الإتصال زاد من تدفق المعلومات بشكل أسرع وهو ما أدى بالإمكان إلى سهولة كبيرة في انتقال رؤوس الأموال العابرة للحدود بقيم كبيرة في وقت وجيز و فقط في ديناميكية غير مسبوقة.

ـ **تطور الأسواق المالية:** إن تطور حجم رؤوس الأموال العابرة للحدود لم يكن بالإمكان أن يتحقق بدون المستوى المتطور الذي وصلت له الأسواق المالية محل تداول تلك الأموال. حيث أنه ونتيجة ما تلعبه الأسواق المالية من دور رئيسي في الحياة الإقتصادية من حيث تعبئة المدخرات وتوفير التمويل بأقل تكلفة وبأعلى عائد ممكن، زاد الإهتمام بتطويرها سواء من حيث القوانين والآليات المنظمة لها، أو من حيث الأدوات المتدولة فيها. إذ يعتبر ظهور المشتقات المالية من أهم التطورات التي مست الأسواق المالية والتي كان لها الأثر الكبير على تدفقات وحركة رؤوس الأموال عموما، سواء من حيث دورها كأداة لإدارة المخاطر المالية أو من حيث دورها كأداة لتعظيم الأرباح والمكاسب المالية.

### 1\_3\_ الجدول حول إيجابيات وسلبيات العولمة المالية

يبرز الكثير من الجدل بين الأكاديميين وصناع القرار حول منافع العولمة المالية وتكاليفها في الإقتصاديات العالمية، حيث يعتبر عديد الإقتصاديين مثل: "جوزيف ستيجليتز" و "داني رودريك" أن التدفقات الرأسمالية الحرة لها تأثيرات سلبية كبيرة على الإستقرار المالي للإقتصاد العالمي، مستدلين على ذلك بعدد الإضطرابات المالية التي شهدتها الإقتصاد العالمي كنتيجة للتحرير المالي غير المدروس، مما يستوجب فرض ضوابط وقيود على حركة رؤوس الأموال دوليا.

ففي هذا الصدد فإن تحرير الأنظمة المالية يجعلها عرضة لعديد الإضطرابات بحكم تأثرها بسلوكيات المستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء الذين لا تتوافق استجابة كلا الطرفين لحالة اختلال بعض المؤشرات الأساسية المحلية لاقتصاد ما. كما أن العولمة المالية تزيد من انتقال عدوى الأزمات المالية \_حتى في الإقتصاديات ذات المؤشرات الإقتصادية المستقرة\_ سواء كانت فقاعات مالية، هجمات مضاربة أو انهيارات مالية، وتعاضم تلك التأثيرات السلبية خصوصا في الإقتصاديات التي تركز على رأس المال الأجنبي في تطوير

اقتصادياتها، بحكم أن هذا الأخير شديد الحساسية لأية اختلالات كانت تؤدي لخروج مفاجئ له بسبب آثار سلبية على الإقتصاد المعني من حيث التمويل ومن ثم ارتفاع إمكانية التعرض لأزمة مالية<sup>1</sup>.

في حين يرى جانب آخر من الإقتصاديين أمثال "ستانلي فيشر" و "لورانس سامرز" أن الإنفتاح المتزايد أمام تدفقات رؤوس الأموال كان له تأثيرات جد إيجابية على عديد الإقتصاديات التي حققت معدلات نمو جد مؤثرة في مسار تطورها. وذلك من خلال المساهمة في تطوير أنظمتها المالية المحلية بما يتماشى والتطورات الخاصة في عمل الأنظمة المالية الدولية من حيث زيادة تدفقات رؤوس الأموال وتطوير: طبيعة هيكلته، الإجراءات المنظمة فيه، العمليات والأدوات المتاحة بما يمكن من إضفاء المرونة والفعالية والإنسيابية في آلية عمله، وبالتالي الإستفادة من دخول أكبر لرؤوس أموال ومستثمرين جدد للإقتصاد المحلي<sup>2</sup>.

وبين هذا وذاك تشير العديد من الدراسات إلى أن تحقق منافع العولمة المالية وبالتالي تجنب آثارها السلبية مرتبط بتوفر جملة من الشروط الرئيسية هي<sup>3</sup>:

– **تنمية القطاع المالي:** إن تطور القطاع المالي من حيث عدد المتدخلين فيه من بنوك ومؤسسات مالية ومستثمرين من جهة ومن حيث نوعية التشريعات المنظمة للنشاط المالي فيه من جهة أخرى عامل جد ضروري للإستفادة من ميزة تدفق رؤوس الأموال وتحقيق الكفاءة والجودة في الخدمات المالية المقدمة.

– **نوعية المؤسسات:** إن خصائص الجهات الرقابية والمنظمة للنشاط المالي من حيث الشفافية والعدالة والمرونة تلعب دورا كبيرا في التأثير على نوعية وحجم وكفاءة التدفقات الرأسمالية وعلى الخصوص حجم الثقة في النظام المالي المعني بما يؤثر بشكل كبير في استقراره.

– **انضباط السياسات الإقتصادية الكلية:** إن نوعية السياسات الإقتصادية الكلية التي تتبعها الدولة لها تأثير كبير على حجم تدفقات رؤوس الأموال وتركيبتها من جهة وعلى احتمال تعرض الإقتصاد المعني لأزمات مالية أو اقتصادية من جهة أخرى. وعلى هذا الأساس فإن حسن إدارة هذه السياسات وانضباطها يساهم في تكريس منافع الإنفتاح المالي، ويساعد على امتصاص أية صدمات مالية محتملة من شأنها تعريض الإقتصاد المحلي لهزات عنيفة قد تنسف إلى حد كبير المنافع المتولدة عن التحرير المالي.

<sup>1</sup> Ibid, pp 7-9.

<sup>2</sup> Idem, pp 6,7.

<sup>3</sup> إيهان كوزي و آخرون: "العولمة المالية: فيما وراء لعبة إلقاء اللوم"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 44، العدد 1، مارس 2007، ص 14.

### 2\_ التمويل الدولي

إن تطور ظاهرة العولمة المالية من خلال ازدياد الترابط المالي بين الإقتصاديات العالمية كان له تأثير واضح على تطور التمويل الدولي باعتباره العصب الرئيسي لنمو الإقتصاد العالمي وازدهاره.

#### 2\_1\_ ماهية التمويل الدولي

يقصد بالتمويل الدولي ذلك الجانب من العلاقات الاقتصادية الدولية المرتبط بتوفير رؤوس الأموال دولياً، إذ تشمل هذه العلاقات الإقتصادية الدولية على جانبين رئيسيين: جانب تجاري يتمثل في حركة السلع والخدمات بين الإقتصاديات العالمية، وجانب مالي يتمثل في حركة رؤوس الأموال سواء أكان ذلك لحاجيات تمويلية للتجارة الدولية أو الإستثمارات الخارجية، أو لحاجيات التداول في الأسواق المالية.

فهذه العلاقات تشمل بعدين أساسيين الأول يتمثل في الجانب السلعي للاقتصاد الدولي و الثاني هو الجانب النقدي أو المالي بالإضافة إلى التدفقات الدولية لرأس المال لأغراض الاستثمار الخارجي بمختلف أشكاله و بالتالي تظهر أهمية التمويل الدولي كنتيجة حتمية للعلاقات المالية و النقدية في الاقتصاد الدولي والتي يمكن تصنيفها إلى المجموعات الرئيسية التالية :

- الحسابات المترتبة على المبادلات التجارية بما في ذلك الصادرات و الواردات بين مختلف الدول ؛
- التدفقات الدولية لرؤوس الأموال بكل أشكالها ؛
- الالتزامات المالية على البلدان المترتبة على الأوضاع السياسية السائدة في العالم كما هو الحال في تعويضات الحروب .

إن زيادة رأس المال شرط ضروري للتطور الاقتصادي في الدول النامية و من هنا كان رأس المال الأجنبي هاما في هذه العملية التنموية خاصة في المراحل الأولى للتنمية ، و إن أهم العوائق التي تواجه إخفاق برامج التنمية في البلدان النامية هي مشكلة التمويل خاصة في ظل قصور المدخرات المحلية التي لا تكفي لاقامة المشاريع الاستثمارية الأمر الذي أدى إلى لجوء هذه البلدان للحصول على تدفقات مالية من مصادر خارجية.

#### 2\_2\_ أشكال التمويل الدولي

يكون التمويل الدولي وفق 3 أشكال رئيسية كما يتوضح فيما يلي:

- 2\_2\_1\_ الإستثمار الأجنبي المباشر: يعرف هذا الشكل من التمويل الدولي على أنه قيام مستثمر ما بتملك حصة 10% من رأسمال مشروع أجنبي تؤهله لامتلاك القدرة على المشاركة في اتخاذ القرار فيما تعلق بإدارة المشروع وتسييره.

يعرف دليل ميزان المدفوعات الذي يصدره صندوق النقد الدولي الإستثمار الأجنبي المباشر على أنه شكل من أشكال الإستثمار المباشر عبر الحدود الذي يرتبط بمقيم في اقتصاد ما يتمتع بالسيطرة أو بدرجة عالية من النفوذ في إدارة مؤسسة مقيمة في اقتصاد آخر.

وتتحقق السيطرة أو النفوذ مباشرة عن طريق امتلاك أسهم رأس المال في المؤسسة المقيمة في اقتصاد آخر والتي تمنح لحائزها القوة التصويتية، أو على نحو غير مباشر من خلال امتلاك القوة التصويتية في مؤسسة أخرى لديها القوة التصويتية في المؤسسة المعنية.

ومن ناحية عملية، تنشأ علاقة الإستثمار المباشر بين المستثمر والمؤسسة المعنية إذا امتلك أكثر من 10% من القوة التصويتية في مؤسسة الإستثمار المباشر المعنية. إذ تتحقق السيطرة إذا كان يمتلك أكثر من 50% من القوة التصويتية، وتتحقق الدرجة العالية من النفوذ إذا امتلك ما بين 10% و 50% من القوة التصويتية<sup>1</sup>.

وتنفذ الإستثمارات الأجنبية المباشرة من مستثمرين سواء كانوا في شكل شركات عمومية دولية النشاط تكون مملوكة للدولة أو من قبل مستثمرين خواص يتمثلون أساسا فيما يعرف بـ"الشركات المتعددة الجنسيات" التي تعتبر بمثابة شركات كبرى تملك فروعاً عديدة لها في دول العالم. إذ تختلف تعاريفها من حيث الأساس الذي يستند إليه في التفرقة بين شركة متعددة الجنسيات وبقية الشركات، إذ تعدد تعريفاتها كما يبرز فيما يلي<sup>2</sup>:

\_\_ الشركات المتعددة الجنسيات هي الشركات التي تحقق ما نسبته 25% أو أكثر من إيراداتها في الخارج؛

\_\_ الشركات المتعددة الجنسيات هي الشركات التي تمتلك على الأقل خمسة فروع تابعة لها في الخارج؛

\_\_ الشركات المتعددة الجنسيات هي الشركات التي تمتلك أكثر من ثلثي نشاطها في الخارج.

وقد جاء نمو هذا النوع من الشركات متزامناً مع ما شهدته الإستثمارات الأجنبية المباشرة من نمو وانتشار في مختلف أنحاء العالم في ظل ما توفره من مزايا وإيجابيات، مما عزز من تزايد المنافسة بين المؤسسات الدولية النشاط للإستحواذ على النصيب الأكبر منها، إذ تبرز أهم أسباب نموها وتطورها في<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي: "دليل ميزان المدفوعات ووضع الإستثمار الدولي"، الطبعة السادسة، 2009، ص ص 100، 101.

<sup>2</sup> سعود جايد العامري: "المالية الدولية: نظرية وتطبيق"، الطبعة الثانية، دار زهران، عمان، 2010، ص 13.

<sup>3</sup> ماهر كنج شكري و مروان عوض: "المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق"، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص ص 53-56.

\_ البحث عن المواد الأولية؛

\_ البحث عن أسواق جديدة لمنتجاتها وخدماتها؛

\_ تخفيض تكاليف الإنتاج.

وبرز الإستثمار الأجنبي المباشر كأحد أهم أشكال التمويل الدولي منذ تسعينات القرن العشرين خصوصاً على مستوى الدول النامية باعتباره تحول للبروز كبديل للتمويل عن طريق القروض الذي أدخل الدول المعنية في أزمة مديونية في ثمانينات القرن العشرين كانت لها عواقب كبيرة على اقتصادياتها، زيادة على ما يوفره الإستثمار الأجنبي المباشر من إيجابيات عديدة على الإقتصاد المستضيف مقارنة بأشكال التمويل الأخرى، من حيث الإستفادة من كفاءة رأس المال الأجنبي وما يرتبط به من تطور في الخبرات والتقنية التكنولوجية التي تؤثر إيجاباً في الإقتصاد المحلي.

إن استقطاب الإستثمارات الأجنبية المباشرة يتطلب تهيئة مناخ ملائم لها يرتكز بالأساس على : توفر الإستقرار السياسي، استقرار وملائمة ومرونة البيئة التشريعية والقانونية المنظمة، توفر فرص ربحية، تحرير السوق (الحد من تدخل الدولة) وحماية حقوق الملكية.

**2\_2\_2 الإستثمار في المحفظة المالية:** يعبر الإستثمار في المحفظة المالية على أنه القيام بالمعاملات التي تتعلق سواء بالأسهم (أوراق ملكية) أو بالسندات (أوراق دين) على مستوى الأسواق المالية الدولية. وتجدر الإشارة إلى أن حيازات الأسهم التي تمنح حاملها القوة التصويتية التي تمكنه من التدخل في إدارة المشروع تقيد على أنها استثمار مباشر ولا تدخل في حساب الإستثمار في المحفظة المالية<sup>1</sup>.

إن بروز الإستثمار في المحفظة المالية جاء بالتوازي مع تطور الأسواق المالية الدولية \_خصوصاً منذ بداية تسعينيات القرن العشرين \_باعتبارها مصدر هذا التمويل، أين دفع التطور التكنولوجي الذي مس أجهزة الإتصال والمعلومات من جهة وتنامي موجة تحرير الأسواق المالية من جهة أخرى إلى تزايد حجم الإستثمار في المحفظة المالية، والذي ينعكس من خلال المستوى المرتفع لحجم الأصول المالية الدولية \_سواء في شكل أسهم أو سندات\_ الذي بلغ حوالي 225 تريليون دولار منتصف سنة 2012 بعد أن كان يقدر سنة 1990 بحوالي 56 تريليون دولار<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي: مرجع سبق ذكره، ص 110.

<sup>2</sup> Susan lund et al: « Financial globalization; retreat or reset, », Mckinsey global institute, March 2013, p 2.

**2\_2\_3\_ القروض والمساعدات الدولية :** تعبر القروض الدولية عن التزام تعاقدى بين طرفين أجنبيين تلتزم فيه جهة مقرضة بتحويل قيمة مالية إلى جهة مقترضة لفترة متفق عليها وبسعر فائدة محدد قد يكون ثابتا وقد يكون متغيرا.

تمثل مصادر القروض الدولية في مصادر خاصة قد تكون ثنائية كالبنوك أو قد تكون متعددة الأطراف كنادي لندن وهو عبارة عن مجموعة من الدائنين الخواص، كما قد تكون مصادر رسمية ثنائية كالبنوك المركزية للدول أو رسمية متعددة الأطراف كالهيئات الدولية كالبنك العالمي وصندوق النقد الدولي.

مثلت القروض منذ تدويل التمويل الدولي في ستينات القرن العشرين الشكل الغالب للتدفقات الرأسمالية الدولية حتى منتصف ثمانينات القرن العشرين \_ باعتبار أنها كانت مرحلة سيطرة البنوك على عملية التمويل وعدم وصول الأسواق المالية للمستوى الذي يسمح لها بالانتشار دوليا\_، أين دفعت أزمة المديونية التي مست العديد من الدول النامية آنذاك إلى تراجع العديد من البنوك عن منح هكذا قروض لتزايد خطر عدم القدرة على التسديد، في مقابل توجه العديد من الدول المقترضة أيضا للإعتماد على التمويل عن طريق الإستثمار الأجنبي المباشر كبديل للتمويل عن طريق القروض الدولية لما لذلك من مزايا عديدة على اقتصادياتها.

أما المعونات الدولية فتعرف على أنها كافة التحويلات التي تتم وفق شروط ميسرة بعيدا عن القواعد و الأسس التجارية السائدة وفقا لظروف السوق. وتبرز حسب عدة أشكال كما يبرز فيما يلي:

\_\_ من حيث طبيعتها : نجد:

- **المنح :** و هي عبارة عن التحويلات النقدية و العينية التي تقدمها بعض الدول لغيرها سواء لاعتبارات اقتصادية أو سياسية أو إنسانية، و هي تحويلات لا ترد، و هي لا تتضمن المعونات العسكرية فرغم تشابهها مع المعونات الأجنبية إلا أنه هناك اختلاف في الأهداف.

- **القروض الميسرة :** هذا النوع من المعونات تحكمه قواعد و شروط تختلف عن غيرها السائدة في الأسواق المالية الدولية من ناحية مدة السداد أو فترات السماح التي تكون أطول.

فلقد قامت الهيئة الدولية للتنمية IDA بعقد قروض تسدد في حدود خمسين سنة بفترة سداد قدرها عشر سنوات تبدأ الدولة المقترضة السداد في السنة الحادية عشر بدفع 1 % من أصل القرض سنويا لمدة 10 سنوات ثم 3% من أصل القرض سنويا ابتداء من السنة الحادية عشر و لمدة 30 عاما الباقية و تتحمل الدولة المقترضة فوائد بقيمة 0.75 % فقط و هذا لتغطية المصاريف الإدارية.

— من حيث مصادرها : نجد:

- المعونات الثنائية : التي تسند على العلاقات الثنائية بين الدولة المانحة و الدولة المستفيدة ، مثل معونات الدول الغربية و غيرها التي تقدم على بموجب إتفاقيات ثنائية .
- المعونات الجماعية : تتمثل في المنح و القروض الميسرة التي تقدمها الهيئات الدولية المتخصصة في التنمية الاقتصادية .

— من حيث ضوابطها: نجد:

- المعونات الأجنبية غير المقيدة: و هي التي تقدم دون أن تلتزم بإنفاقها في الدولة المانحة، بل قد يصل عدم التقييد في تقديمها بعملات من غير عملات الدول المانحة و لكن هذه المعونات لا تقدم إلا في نطاق ضيق جدا و محدود .
- المعونات المقيدة : تتميز بانخفاض أسعار الفائدة و طول كل من أجل السداد و فترة السماح، مقابل مطالب الدول المانحة التي تصل إلى حد إملاء بعض الشروط التي تسمح لها بممارسة بعض أساليب الرقابة لضمان تنفيذها، و تستخدم هذه المعونات في تنمية صادرات الدول المقرضة، لأن الدول المانحة تشترط ربط هذه المعونة بتصدير منتجاتها و نقلها على بواجرها و التأمين عليها لدى شركات التأمين الوطنية فيها، بالإضافة إلى اشتراط قيام بيوت الخبرة المعتمدة لديها بالقيام بالدراسات الفنية و الاقتصادية لهذه المشروعات بمعنى إنفاق الجانب الأكبر من المعونة في الدول المانحة لها و حرمان الدول النامية الاستفادة من إنخفاض تكاليف خبرات و منتجات الدول الأخرى.

وعليه هناك العديد من الآراء التي انتقدت المعونات الأجنبية و هي كالتالي:

- تستخدم المعونات الأجنبية للدول النامية المسقلة حديثا لاستمرار تبعيتها لهذه الدول؛
- لا تنفق المعونات مع مطالب التنمية الوطنية في الدول النامية بقدر ما تخدم المصالح السياسية و الاقتصادية للدول المتقدمة لذلك فهي تنقطع أو تنخفض بمجرد حدوث أي خلاف بين الدولتين؛
- ترتبط غالبية المعونات بقيود تفرضها الدول المانحة لها بحيث تلزم الدول المستفيدة من استخدام اعتماداتها لشراء كافة احتياجاتها من الدول المانحة .

## 2\_3\_ تطور التمويل الدولي

شهد التمويل الدولي من خلال التدفقات الرأسمالية الدولية نموا متزايدا كما يوضحه الشكل أدناه أين بلغ أقصى مستوى له سنة 2007 بحوالي 11.8 تريليون دولار مقارنة بما سجله سنة 2000 بـ 4.9 تريليون دولار و 0.5 تريليون دولار سنة 1980، أين يعزى هذا التطور بالأساس إلى:

— انتشار موجة التحرير المالي والحد من الضوابط على حركة رؤوس الأموال؛

— تطور العولمة المالية وازدياد الترابط المالي والإقتصادي بين الإقتصاديات العالمية؛

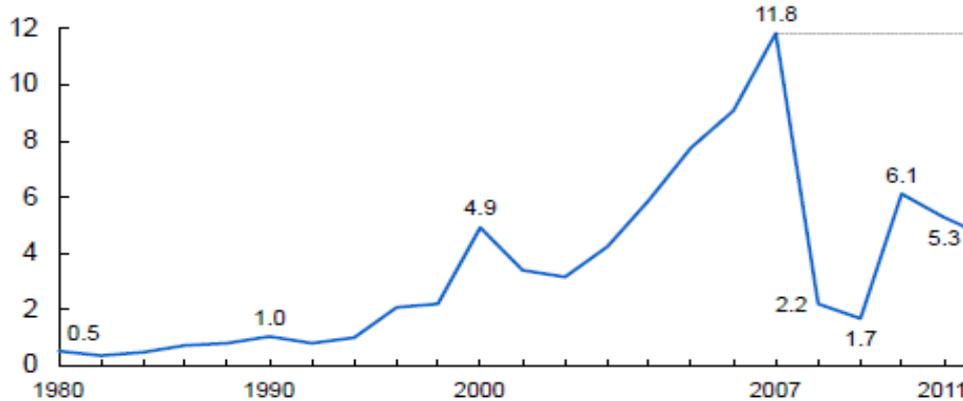
— الإزدهار الإقتصادي العالمي الذي زاد من الحاجيات التمويلية؛

— تطور آليات عمل البنوك والأسواق المالية بعل التطور التكنولوجي.

وكما هو ملاحظ من الشكل أدناه، عرف التمويل الدولي عصرا ذهبيا منذ تسعينات القرن العشرين إلى غاية سنة 2007 سنة بداية تعرض الإقتصاد العالمي لبوادر ثاني أكبر أزمة اقتصادية في تاريخه، أين سجل بعدها انهيار كبيرا في سنة واحدة من 11.8 تريليون دولار سنة 2007 إلى 2.2 تريليون دولار سنة 2008، وذلك نتيجة ما سببته هذه الأزمة من: انهيارات كبيرة ومتعددة للبنوك والمؤسسات المالية وعلى مستوى الأسواق المالية، تزايد حالات عدم الثقة واللايقين في أوساط المستثمرين، تراجع حاجيات التمويل خصوصا مع تدهور التجارة العالمية، وهو ما يبرز حجم الأثر السلبي الكبير للأزمة المالية العالمية لـ 2008 على القطاع المالي ويفسر تداعياتها السلبية الكبيرة على الإقتصاد العالمي.

### الشكل 02: تطور التدفقات الرأسمالية الدولية

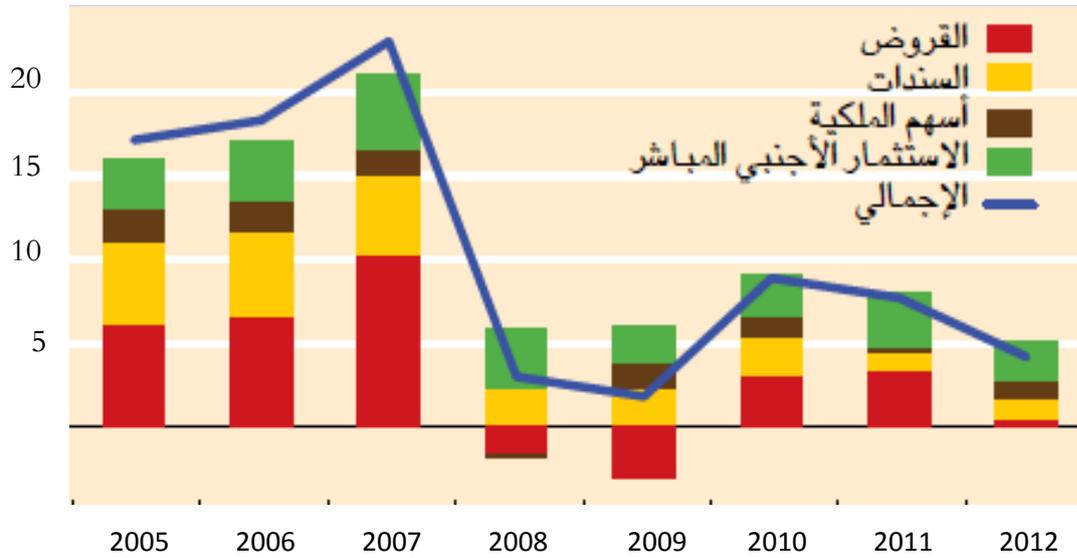
(الوحدة: تريليون دولار)



Source : Susan lund et al : « Financial globalization ; retreat or reset, », Mckinsey global institute, March 2013, p 4.

ولتفصيل أكثر حول تأثيرات الأزمة المالية العالمية لـ2008 على مختلف أشكال التمويل الدولي، يوضح الشكل 03 أن التمويل عن طريق السندات وعن طريق الإستثمار الأجنبي المباشر تأثرا بشكل صغير على عكس التمويل عن طريق القروض الدولية الذي برز في سنتي 2008 و 2009 كأكثر الأشكال التي تأثرت سلبيا بالأزمة المالية باعتبار أن هذه الأخيرة وقعت أساسا على مستوى الجهاز المصرفي الذي شهد حالات إفلاس عديدة للبنوك في مختلف أنحاء العالم رافقها تعرض بنوك أخرى لحالات تعثر وخسائر وانعدام للسيولة ساهمت كلها في الحد من وفرة رؤوس الأموال المعروضة للإقراض، زيادة على التراجع المسجل سنة 2008 في حيازات الأسهم نظرا لما تعرضت له غالبية المؤسسات والشركات من خسائر عقب الصدمة التي سببتها الأزمة المالية مما دفع إلى تشكل حالة ذعر مالي دفعت إلى موجة بيع وتخلي عن الأسهم في أوساط المستثمرين دون تسجيل وجود أية حالات إصدار جديدة.

الشكل 03: تطور التدفقات الرأسمالية الدولية



المصدر: مارتن وولف: "تشكيل العولمة"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 51، العدد 03، سبتمبر 2014، ص ص 22، 23.

## الفصل الثاني: ميزان المدفوعات: دراسة تحليلية

1\_ مفهوم ميزان المدفوعات

2\_ أقسام ميزان المدفوعات

3\_ أمثلة تطبيقية عن التسجيل في ميزان  
المدفوعات

4\_ التحليل الإقتصادي لميزان المدفوعات

5\_ الإختلال في ميزان المدفوعات

## الفصل الثاني: ميزان المدفوعات: دراسة تحليلية

### 1\_ مفهوم ميزان المدفوعات

ميزان المدفوعات هو بيان إحصائي يلخص المعاملات بين المقيمين وغير المقيمين خلال فترة معينة، يتألف من: حساب السلع والخدمات، الحساب الرأسمالي والحساب المالي. يسجل لكل معاملة في ميزان المدفوعات\_ وفق نظام القيد المزدوج \_ قيدان: مدين ودائن، حيث يكون مجموع القيود الدائنة يساوي مجموع القيود المدينة<sup>1</sup>.

كما يمكن تعريفه على أنه سجل محاسبي أو إحصائي موثق رسمياً، يعتمد قيوداً مزدوجاً لخلاصة المقبوضات والمدفوعات التي تترتب عليهما حقوق دائنية والتزامات مديونية للمقيمين من الأشخاص الطبيعيين والقانونيين في دولة ما مع الخارج نتيجة للمبادلات الإقتصادية والتحويلات الخارجية سواء كانت من طرف واحد أو من طرفين خلال فترة زمنية عادة ما تكون سنة<sup>2</sup>.

يتوضح لنا من هذا التعريف ما يلي:

\_ ينصب اهتمام ميزان المدفوعات فقط على المعاملات الاقتصادية سواء تولد عنها حقوقاً للمقيمين لدى غير المقيمين أو نتج عنها حقوق لغير المقيمين يتعين على المقيمين أدائها ، أما المعاملات الاقتصادية الداخلية بين المقيمين على إقليم نفس الدولة فلا يتم تسجيلها في ميزان المدفوعات.

\_ الإقامة و ليست الجنسية هي المعيار الذي يعول عليه للفرقة بين ما يعتبر دولياً فيدرج في ميزان المدفوعات و مالا يعتبر كذلك فلا يدرج فيه.

\_ تقييم الوحدة الإقتصادية في إقليم اقتصادي واحد محدد لها يمثل مركز المصلحة الإقتصادية الخاص بها، ويقصد بذلك أن تملك الوحدة الإقتصادية مثلاً مسكناً أو مصنعاً أو موقعا ما تمارس فيه قدرًا معيناً من الأنشطة والمعاملات الإقتصادية لفترة لا تقل في الغالب عن سنة قصد تسهيل الحسابات على المستوى الدولي<sup>3</sup>.

\_ هنالك استثناءات وحالات خاصة فيما تعلق بموضوع الإقامة يستدعي توضيحها كما يأتي فيما يلي<sup>4</sup>:

\_ بالنسبة للطلاب الذين يتوجهون للخارج بغرض إتمام الدراسة لمدة تتجاوز السنة، يعدون مقيمين بالنسبة للإقليم الذي قدموا منه لأن غرض تغيير الإقليم كان مؤقتاً وبالتالي فمركز مصلحتهم الإقتصادية يظل في

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي: مرجع سبق ذكره، ص 9.

<sup>2</sup> هوشيار معروف: "تحليل الإقتصاد الدولي"، الطبعة الأولى، دار جرير للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 235.

<sup>3</sup> صندوق النقد الدولي: مرجع سبق ذكره، ص 70.

<sup>4</sup> المرجع السابق، ص 71.

## الفصل الثاني: ميزان المدفوعات: دراسة تحليلية

إقليم موطنهم، لكن في حال قرروا البقاء في إقليم الدراسة بعد انتهاء فترة دراستهم عندها يعدون مقيمين في ذلك الإقليم وغير مقيمين بالنسبة للإقليم الذي قدموا منه؛

— بالنسبة للديبلوماسيين والعسكريين العاملين في قنصليات وقواعد عسكرية بالخارج، يعتبرون وعائلاتهم مقيمين في إقليم الحكومة التي يعملون لديها.

— يسجل في الجانب الدائن لميزان المدفوعات لدولة ما كل المعاملات التي يترتب عليها تحصيل مداخيل وإيرادات ورؤوس أموال من غير المقيمين للمقيمين في الدولة المعنية، في حين يسجل في الجانب المدين كل المعاملات التي يترتب عليها دفع رؤوس أموال أو مستحقات من المقيمين في الدولة المعنية إلى غير المقيمين.

وتكمن أهمية ميزان المدفوعات في كونه يعتبر أداة هامة للتحليل الإقتصادي<sup>1</sup>، باعتباره المرآة التي تنعكس من خلالها وضعية الإقتصاد المحلي بالنسبة للإقتصاديات العالمية سواء من حيث قوة الجهاز الإنتاجي التي تنعكس من خلال وضعية الحساب الجاري أو من خلال تطور النظام المالي الذي تعكسه وضعية الحساب المالي ومن ثم يساعد صانعي قرار السياسة الإقتصادية على اتخاذ القرارات المناسبة.

### 2\_ أقسام ميزان المدفوعات

يتكون ميزان المدفوعات من 3 أقسام رئيسية هي<sup>2</sup>:

#### 2\_1\_ الحساب الجاري:

تسجل فيه حسابات القيود الدائنة والمدينة للمعاملات الجارية التي تتم بين المقيمين وغير المقيمين والتي تخص:

#### 2\_1\_1\_ حساب السلع والخدمات:

يقيد حساب السلع والخدمات المعاملات في البنود التي تمثل مخرجات من أنشطة الإنتاج، والتي قد تكون في شكل سلع عينية (تجارة منظورة) أو في شكل خدمات (تجارة غير منظورة) ك: خدمات النقل والتأمين، خدمات البنوك والسياحة.... الخ، ويعبر عنها عموماً من خلال الصادرات (إنتاج من جهة المقيمين) والواردات (إنتاج من جهة غير المقيمين).

<sup>1</sup> هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 236.

<sup>2</sup> لتفصيل أكثر حول أقسام ميزان المدفوعات، أنظر المرجع السابق الذكر:

صندوق النقد الدولي: دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي"، الطبعة السادسة، 2009.

## الفصل الثاني: ميزان المدفوعات: دراسة تحليلية

### 2\_2\_2 حساب الدخل الأولي:

يبين هذا الحساب تدفقات الدخل الأولي بين المقيمين وغير المقيمين والتي قد تكون مستحقة التحصيل للمقيمين تسجل في الجانب الدائن أو مستحقة الدفع عليهم تسجل في الجانب المدين. يتمثل الدخل الأولي في العائد على الوحدة الإقتصادية نظير مساهمتها في عملية الإنتاج، وقد يكون إما دخلا مرتبطا بعملية الإنتاج كأجور العاملين والضرائب والدعم على الإنتاج والمنتجات، أو قد يكون مرتبطا بملكية أصول مالية غير منتجة يعبر عنه بدخل الإستثمار في شكل توزيعات أرباح وفوائد.

### 2\_2\_3 حساب الدخل الثانوي:

يبين هذا الحساب التحويلات الجارية التي تتم بين المقيمين وغير المقيمين، والتي تتخذ شكل نقديا أو عينيا، في حين أن التحويلات الرأسمالية لا تقيد إلا على مستوى الحساب الرأسمالي.

### 2\_2\_2 الحساب الرأسمالي:

تسجل فيه الحسابات المتعلقة بالمعاملات بين المقيمين وغير المقيمين الخاصة بالتحويلات الرأسمالية \_ من دون مقابل \_ مستحقة القبض والمستحقة الدفع، وكذا ما تعلق باقتناء أو التخلي عن الأصول غير المنتجة وغير المالية كالموارد الطبيعية وعقود الإيجار والتراخيص والأصول التسويقية (كالإسم التجاري والعلامة التجارية). وتتمثل التحويلات الرأسمالية في التحويلات التي تنتقل فيها ملكية أصل معين (ما عدا النقدية والمخزونات) من طرف لآخر، حيث تتمثل في: إعفاءات الدين، مطالبات التأمين على غير الحياة، إعانات الإستثمار... الخ.

### 2\_3\_2 الحساب المالي:

يعرض هذا الحساب القيود الدائنة والمدينة المتعلقة بعمليات اقتناء الأصول والخصوم المالية. كما يمكن أن تكون هذه القيود قيودا مقابلة لقيود ما في حساب السلع والخدمات أو الدخل أو الحساب الرأسمالي أو بنود الحساب المالي الأخرى. إذ نجد على سبيل المثال أن تسوية معاملات التصدير يعبر عنها بزيادة في الأصول المالية كالعملة أو الإئتمان التجاري أو الودائع، كما قد تنطوي معاملة ما على قيدين في الحساب المالي.

تنقسم الأصول المالية إلى صنفين رئيسيين: الأصول المالية طويلة الأجل تتجاوز مدة استحقاقها السنة الواحدة وهي ما تعلق منها بالإستثمار المباشر (الأسهم) والإقتراض (القروض طويلة الأجل أو السندات)، كما قد تكون أصولا مالية قصيرة الأجل لا تتجاوز مدة استحقاقها سنة واحدة كالكمبيالات والقروض تحت الطلب وأذونات الخزنة.

## الفصل الثاني: ميزان المدفوعات: دراسة تحليلية

يسمى رصيد الحساب المالي بصافي الإقراض أو صافي الإقتراض، إذ أنها إذا كانت حالة وضعية صافي إقراض فذلك يعني أن الإقتصاد يقدم رؤوس أموال للعالم الخارجي أكثر مما يحصل عليه والعكس في حالة وضعية صافي الإقتراض. ويساوي صافي الإقراض أو صافي الإقتراض مجموع رصيد الحساب الجاري والحساب الرأسمالي، لأنه إذا زادت القيم الدائنة عن القيم المدينة في الحسابين الجاري والرأسمالي يظهر في الحساب المالي صافي اقتناء أصول مالية أو انخفاض خصوم مالية بنفس القيمة.

وزيادة على الأقسام الرئيسية الثلاثة المكونة لميزان المدفوعات، هنالك ما يعرف بـ"حساب التسويات الرسمية" الذي يضم: صافي التغيرات في التزامات الإقليم الرسمية اتجاه الأجانب والتغيرات في الأصول الإحتياطية الرسمية للدولة ( الذهب، العملات القابلة للتحويل، حقوق السحب الخاصة، و حصة البلد في المؤسسات الدولية) خلال السنة. و الغرض من هذا الحساب هو التسوية الحسابية لميزان المدفوعات سواء في التزاماتها وحقوقها مع الأجانب أو عن طريق تحركات في الأصول الإحتياطية الرسمية و تتم هذه التسوية بالكيفية التالية:

### ـ في حالة العجز :

- ـ إما تسديد قيمة العجز ذهباً أو عملات قابلة للتحويل و بالتالي تخفيض مستوى احتياطاتها من الصرف؛
- ـ أو بطلب قرض قصير الأجل من بلد دائن ، و بالتالي ارتفاع مديونية البلد صاحب العجز؛
- ـ أو بتخفيض دائنية البلد اتجاه العالم الخارجي؛
- ـ أو بالاقتراض من السوق المالية الدولية أو من مؤسسة مالية دولية كصندوق النقد الدولي.

### ـ في حالة الفائض :

- ـ اما بزيادة احتياطاتها من الذهب و العملات الصعبة؛
- ـ أو بتقديم قروض قصيرة الأجل للدول المدينة ، و بالتالي زيادة دائيتها اتجاه العالم الخارجي؛
- ـ أو بتسديد ديونها السابقة.

و نظراً لعدم قدرة الجهاز الإحصائي للبلد على حصر جميع المعاملات الاقتصادية التي تتم مع العالم الخارجي لأسباب عديدة منها دواعي الأمن القومي التي تحتم عدم إدراج بعض المعاملات للعلن أو لتغيرات في أسعار الصرف ومعدلات الفائدة، يتم ادراج حساب السهو و الخطأ ليتطابق في ميزان المدفوعات مجموع الحسابات الدائنة مع مجموع الحسابات المدينة.

## الفصل الثاني: ميزان المدفوعات: دراسة تحليلية

ويكون ميزان المدفوعات متعادلا دائما من الناحية المحاسبية أي يتساوى فيه بالضرورة الجانب الدائن مع الجانب المدين، لكن من الناحية الإقتصادية لا يتحقق التوازن فيه بالضرورة، لأن هذا التوازن يعبر عنه من خلال رصيد الحسابات الثلاثة الرئيسية والتي قد تكون في حالة فائض كما قد تكون في حالة عجز.

يرتكز التسجيل على مستوى ميزان المدفوعات على نظام قاعدة القيد المزدوج التي تقوم على مبدأ أن كل معاملة يسجل لها قيدان متساويان ومتقابلان تعبيرا عن عنصري التدفق الداخلى والتدفق الخارج لكل عملية تبادل. فعند إجراء أي معاملة يسجل كل طرف فيها قيدا دائنا وقيدا مدينا مقابلا حيث نجد:

**القيد الدائن:** يضم صادرات السلع والخدمات، الدخل مستحق القبض، انخفاض الأصول أو زيادة الخصوم، زيادة في التزامات الدولة اتجاه الأجانب أو انخفاض التزامات الأجانب اتجاه الدولة.

**القيد المدين:** يضم واردات السلع والخدمات، الدخل مستحق الدفع، زيادة الأصول أو انخفاض الخصوم، زيادة التزامات الأجانب اتجاه الدولة أو انخفاض التزامات الدولة اتجاه الأجانب.

### 3\_ أمثلة تطبيقية عن التسجيل في ميزان المدفوعات

— تصدر شركة جزائرية سلعا قيمتها 100 مليون يورو إلى فرنسا وتتلقى الدفع بوديعة باليورو في حسابها لدى بنك "BNP" بباريس؛

هنا نسجل في الجانب الدائن لحساب السلع والخدمات للجزائر ما قيمته 100 مليون يورو، مقابل تسجيل ما قيمته 100 مليون يورو في الجانب المدين من الحساب المالي لأنه يعبر عن زيادة لالتزامات الأجانب اتجاه الجزائر.

— ينفق سائح جزائري ما قيمته 5000 يورو في لندن مقابل خدمات الفندق والسفر والأكل بالسحب من ودائعه باليورو على مستوى بنك HSBC بلندن؛

تسجل الجزائر ما قيمته 5000 يورو في الجانب المدين من حساب السلع والخدمات مقابل تسجيلها لما قيمته 5000 يورو في الجانب الدائن من حسابها المالي قصير الأجل لأن ذلك يمثل انخفاضا في التزامات الأجانب اتجاه الجزائر.

— يشتري مستثمر جزائري أسهما من بورصة باريس بما يعادل 1 مليون يورو وذلك بالدفع عن طريق السحب من ودائعه باليورو من بنك "BNP" بباريس؛

## الفصل الثاني: ميزان المدفوعات: دراسة تحليلية

تسجل الجزائر في الجانب المدين من حسابها المالي طويل الأجل ما قيمته 1 مليون يورو (زيادة في الأصول المالية الأجنبية) مقابل تسجيلها ما قيمته 1 مليون يورو في الجانب الدائن لحسابها المالي قصير الأجل لأن ذلك يمثل انخفاضاً في التزامات الأجانب تجاه الجزائر.

\_\_ تدفع الحكومة الجزائرية مساعدة لدولة افريقية بما قيمته 5 مليون يورو؛

تسجل الجزائر في الجانب المدين من حسابها الرأسمالي ما قيمته 5 مليون يورو (تحويلات حكومية دون مقابل) مقابل تسجيل ما قيمته 5 مليون يورو في الجانب الدائن من حسابها المالي طويل الأجل لأن ذلك يعبر عن زيادة في التزامات الجزائر تجاه الأجانب.

\_\_ يقترض مستثمر جزائري ما قيمته 10 مليون يورو لبناء مصنع في دولة مالي؛

تسجل الجزائر في الجانب الدائن من حسابها المالي قصير الأجل ما قيمته 10 مليون يورو لأنه يمثل زيادة في التزامات الدولة تجاه الأجانب مقابل تسجيل ما قيمته 10 مليون يورو في الجانب المدين من الحساب المالي طويل الأجل لأن ذلك يعتبر زيادة في الأصول الإستثمارية.

### 4\_ التحليل الإقتصادي لميزان المدفوعات

يوزع الناتج الكلي في اقتصاد دولة ما على عدة استخدامات كما تبرزه المعادلة التالية:

$$Y=C+I+G+X-M.....(1)$$

حيث:

$Y$ : الناتج الكلي،  $C$ : استهلاك العائلات والأفراد،  $I$ : الإستثمار (تكوين رأس المال)،

$G$ : الإنفاق الحكومي،  $X$ : الصادرات،  $M$ : الواردات

وباعتبار أن الإدخار الوطني يعبر عنه كما يلي:

$$S=Y-C-G.....(2)$$

نجد:

$$S=I+X-M.....(3)$$

بمعنى:

$$S-I=X-M.....(4)$$

## الفصل الثاني: ميزان المدفوعات: دراسة تحليلية

أي أن وضعية الحساب الجاري تساوي إلى الفجوة بين الإدخار والإستثمار. ويمكن استعراض العلاقة المتبادلة بين ميزان الحساب الجاري والادخار والاستثمار بمزيد من التفصيل عن طريق التمييز بين القطاعين الخاص والحكومي. ويمكن تحديد الادخار الخاص والاستثمار الخاص على النحو التالي:

$$S - I = S_p + S_g - I_p - I_g \dots \dots \dots (5)$$

وعليه يمكن كتابة المعادلة 4 كما يلي:

$$X - M = (S_p - I_p) + (S_g - I_g) \dots \dots \dots (6)$$

وتوضح المعادلة 6 أنه ما لم تتم موازنة الإدخار الحكومي السالب بصافي الإدخار في القطاع الخاص، فسوف يسجل الحساب الجاري عجزا. وبمزيد من التحديد، تشير هذه المعادلة إلى أن التوازن المستهدف في ميزانية الحكومة  $S_g - I_g$  قد يكون عاملا مهما يؤثر في ميزان الحساب الجاري. وعلى وجه التحديد، قد يكون استمرار العجز في الحساب الجاري راجعا لاستمرار الحكومة في الإنفاق بما يتجاوز إيراداتها، وتفيد مثل هذه الزيادة المفرطة في الإنفاق بأن الإجراء الواجب اتخاذه على مستوى السياسات هو تشديد سياسة المالية العامة<sup>1</sup>.

### 5\_ الإختلال في ميزان المدفوعات

إن اختلال ميزان المدفوعات وعدم توازنه يعتبر أمرا واقعا بالنسبة لكافة الإقتصاديات العالمية<sup>2</sup>، باعتبار ديناميكية التطور التي تميز النشاط الإقتصادي من جهة والتقلبات العديدة التي تمسه من جهة أخرى، والتي تدفع لحالة عدم التوازن في موازين المدفوعات ما بين الفائض والعجز.

فقد تعاني الدولة من عجز في ميزان مدفوعاتها، و يترتب عن ذلك زيادة في مديونيتها للعالم الخارجي فتعيش في مستوى أكبر من إمكاناتها الحقيقية. كما يترتب عن هذا العجز أيضا الإقبال على عملات الدول الدائنة و انخفاض الطلب على العملة المحلية، و استمرار هذا الوضع يجعل مركز هذه الدولة ضعيفا في الاقتصاد الدولي فتنهار سمعتها الاقتصادية بين المؤسسات المالية الدولية و الإقليمية.

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي: مرجع سبق ذكره، ص ص 223، 224.

<sup>2</sup> هوشيار معروف: مرجع سبق ذكره، ص 251.

## الفصل الثاني: ميزان المدفوعات: دراسة تحليلية

### 5\_1\_ أنوع الاختلال في ميزان المدفوعات

هناك العديد من أشكال الاختلال في ميزان المدفوعات (سواء كان حالة فائض أو حالة عجز) وتنقسم

إلى قسمين :

#### 5\_1\_1\_ الاختلال المؤقت: ينقسم بدوره إلى:

أ\_ **الاختلال الطبيعي:** وهو الإختلال الذي يحصل في الغالب نتيجة ظروف طبيعية قاهرة تؤثر على استمرارية المصانع والأراضي على الإنتاج ومن ثم تدفع لتراجع صادرات البلد المعني إلى مستوى يجعل من ميزان المدفوعات يبرز في حالة عجز.

ب\_ **الاختلال الموسمي:** يتوقف على المدة التي حدث فيها الاختلال و يمس خاصة الدول التي لهذه المحاصيل الموسمية أو منتجات موسمية. ففي فصل الشتاء مثلا يزيد الطلب على البترول و الغاز و مما يدفع لارتفاع أسعاره بالشكل الذي يؤدي إلى استفادة الدول المصدرة له من تزايد في جانب الصادرات الذي قد يدفع غالبا لتسجيل حالة فائض في ميزان المدفوعات، لكن بعد هذه الفترة عند تقلص الطلب على المنتجات الطاقوية يتلاشي الفائض المسجل سابقا تدريجيا ويتحول ميزان المدفوعات إلى حالة عجز أحيانا، حيث أن مواجهة هذا الإختلال يتطلب من النسءولين في الإقتصاد المعني تنويع الصادرات للحفاظ على مستوى مستقر من المداخيل لا تتأثر بالدورة الموسمية.

ج\_ **الاختلال الدوري :** يمس هذا النوع من الاختلال الأنظمة الرأسمالية في فترات الرواج و الكساد تنعكس آثارها على ميزان المدفوعات، فهو يحقق عجزا و تارة يحقق فائضا و هذا الفائض أو العجز يطلق عليه الاختلال الدوري نسبة إلى الدورة الاقتصادية، و مثل هذا النوع من الاختلال يمكن علاجه عن طريق اتباع السياسات الظرفية النقدية و المالية التي يمكن أن تكون سياسات توسعية أو انكماشية تبعا لوضعية الدورة الاقتصادية.

#### 5\_1\_2\_ الاختلال الدائم ( الهيكلي ): يعتبر الإختلال الدائم في ميزان المدفوعات بمثابة الإختلال الناتج عن

وضعية الهيكل الإقتصادي للإقتصاد المعني والتي تحول دون تمكنه من تحقيق التوازن في ميزان مدفوعاته ك: ضعف التقنية التكنولوجية في عملية الإنتاج نتيجة تراجع عمليات الإبتكار والبحث والتطوير، تراجع المنافسة في النشاط الإقتصادي، صرامة اللوائح التنظيمية لسوق العمل وسوق المنتجات وغيرها من الصعوبات الهيكلية، مما يستدعي تطبيق جملة إصلاحات هيكلية تؤثر على المدى الطويل في بنية الإقتصاد المحلي بما يمكن من العودة إلى حالة التوازن لميزان المدفوعات.

### 2\_5\_ أسباب اختلال ميزان المدفوعات

هناك عدة أسباب تؤدي إلى اختلال ميزان المدفوعات أهمها:

— **سعر الصرف المعتمد للعملة الوطنية :** إذا كان سعر الصرف أعلى من المستوى الذي يتناسب مع الأسعار السائدة في السوق المحلية ، فإنه يؤدي إلى جعل السلع المحلية مرتفعة السعر مقارنة بالدول الأخرى وهو ما يؤدي إلى انخفاض الطلب الأجنبي عليها و بالتالي ظهور عجز في ميزان المدفوعات. و العكس في حالة تحديد القيمة الخارجية للعملة المحلية عند مستوى أقل مما يتناسب و الأسعار السائدة في السوق المحلية مما ينتج عنه فائض في ميزان المدفوعات.

— **تغير بنية العلاقات الاقتصادية الدولية :** إن تغير الطلب العالمي على بعض المنتجات نتيجة الإبداع التكنولوجي المتسارع يؤدي إلى اختلال في موازين مدفوعات الدول المصدرة لهذه المنتجات تبعاً لقدرة على مواكبة هذا التطور التكنولوجي واستغلالها له في تطوير منتجاتها بما يساهم في زيادة الطلب الأجنبي عليها.

— **مرونة الصادرات والواردات:** إن مرونة الجهاز الإنتاجي تلعب دوراً كبيراً في تحديد وضعية ميزان المدفوعات من خلال ما تعبر عنه من قدرة على زيادة العرض والإنتاج في حال تراجع قيمة العملة المحلية ومن ثم زيادة الطلب الأجنبي على المنتجات المحلية. في حين أن مرونة الواردات هي أيضاً لها دور أساسي في تحديد وضعية ميزان المدفوعات باعتبار أنها تعبر عن مدى قدرة الإقتصاد المحلي على تقليص طلبه على السلع الأجنبية في حال ارتفاع أسعارها نتيجة تراجع في قيمة العملة المحلية.

— **الظروف الطبيعية :** تساهم الظروف الطبيعية في التأثير سلباً على القدرة الإنتاجية للإقتصاد المحلي من خلال ما قد تلحقه من ضرر على المنشآت والبنى التحتية والمصانع بما يؤثر من جهة سلباً على الإمدادات المحلية ومن جهة أخرى يؤثر سلباً على الإمدادات الخارجية التصديرية، مما يساهم في تزايد الطلب على المنتجات الأجنبية لتعويض النقص في الإنتاج المحلي وهو ما ينتج عنه عجز في ميزان المدفوعات.

### 5\_3\_ آليات تعديل الإختلال في ميزان المدفوعات

إن تعديل الإختلال في ميزان المدفوعات (من خلال وضعية الحساب الجاري أساسا) سواء كان في حالة فائض أو في حالة عجز يكون إما تعديلا آليا (تلقائيا) أو عن طريق التدخل بتطبيق سياسة معينة كما يتوضح فيما سيأتي:

#### 5\_3\_1\_ التعديل الآلي (التلقائي)

يتم تعديل الإختلال في ميزان المدفوعات بصفة آلية دون أي تدخل من صناع قرار السياسة الإقتصادية وفق الآليات التالية<sup>1</sup>:

**أ\_ آلية التعديل السعري في ظل نظام قاعدة الذهب:** تخص هذه الآلية نظام قاعدة الذهب الذي كان معمولا في الإقتصاد العالمي ما بين الفترة 1870\_1914، والذي كان يقوم بالأساس على افتراض: أن عرض النقود يرتكز على الذهب أو أي عملة مغطاة بالذهب، وأن المستوى العام للأسعار يتأثر بالتغير في كمية النقود. ومن ثم فإن أي تغير في وضعية ميزان المدفوعات يعدل آليا بالتغير في الأسعار الداخلية.

ففي حالة الفائض، فإنه يحدث دخول للذهب للإقتصاد المحلي يتسبب في زيادة عرض النقود الذي يؤدي حسب نظرية كمية النقود إلى ارتفاع في المستوى العام للأسعار الداخلية، وهو ما يدفع لتراجع تنافسية الصادرات وقلة الطلب عليها في مقابل تزايد الطلب على الواردات كبديل للسلع المحلية مرتفعة الأسعار، وهو ما يتسبب في تلاشي الفائض في ميزان المدفوعات تدريجيا حتى العودة لحالة التوازن.

**ب\_ آلية التعديل السعري في ظل نظام الصرف المرن:** في ظل نظام الصرف المرن، يتسبب العجز في ميزان المدفوعات في تراجع الطلب على العملة المحلية وزيادة المعروض منها مما يدفع إلى تراجع قيمتها بشكل يزيد من التنافسية السعريّة للصادرات التي يرتفع الطلب عليها في مقابل تراجع الطلب على الواردات التي تصبح مرتفعة الأسعار، وهو ما يعني تلاشي العجز وعودة ميزان المدفوعات تدريجيا لحالته التوازنية.

<sup>1</sup> دومينيك سالفاتور: الإقتصاد الدولي، ترجمة: محمد رضا علي العدل و عبد العظيم أنيس، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر،

## الفصل الثاني: ميزان المدفوعات: دراسة تحليلية

جـ\_ آلية التعديل عن طريق الدخل: تنص هذه الآلية التي تأتي في إطار التحليل الكينزي الذي يفترض تواجد الإقتصاد في وضعية ما دون التشغيل الكامل. ومن ثم فإنه وبناء على مفهوم آلية المضاعف فإن تغيرا في مستوى التجارة الدولية يؤثر على مستوى الدخل القومي الذي بدوره يؤثر على طلب الواردات. وعليه فإن زيادة قيمة الصادرات يتسبب في زيادة قيمة الدخل القومي بقيمة تعادل ما يعرف بـ"مضاعف التجارة الخارجية"، في حين أن زيادة الدخل القومي سوف تدفع عن طريق الميل الحدي للإستيراد إلى تزايد الطلب على الواردات، وهو ما يدفع لتلاشي الإرتفاع السابق في قيمة الصادرات تدريجيا وعودة ميزان المدفوعات إلى حالته التوازنية.

### 5\_3\_2\_ التعديل عن طريق أدوات السياسة الإقتصادية

يمكن تعديل الإختلال في ميزان المدفوعات عن طريق تطبيق سياسات معينة في حال عدم تحقق فعالية آلية التعديل الآلي خصوصا إذا لم تتوفر الإفتراضات التي تبنى عليها بالأساس. ويعتبر تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات بمثابة التوازن الخارجي لاقتصاد الدولة، في حين أن التوازن الداخلي يعني بمؤشرات النمو، البطالة، وضعية الميزانية ومعدل التضخم. وبالتالي ففي إطار السعي لتحقيق التوازن الإقتصادي العام يتوجب على صناع قرار السياسة الإقتصادية اختيار السياسات الملائمة التي تمكن من تحقيق كلا التوازنين كما يبرز فيما سيأتي<sup>1</sup>:

#### أ\_ السياسة المالية

تطبق السياسة المالية في شكلها التوسعي في حال ما إذا كان ميزان المدفوعات في حالة فائض، لأنها تدفع إلى زيادة الطلب على الواردات بما يمكن من تلاشي فائض الصادرات عن الواردات. في حين أنها تطبق في شكلها التقييدي إذا ما كان ميزان المدفوعات في حالة عجز لأنها تساهم في الحد من الطلب على الواردات إلى مستوى يوازي قيمة الصادرات لتحقيق توازن ميزان المدفوعات.

وباعتبار السياسة المالية التوسعية فعالة في تحقيق التوازن الخارجي في حالة الفائض، فإنها تكون فعالة في تحقيق التوازن الداخلي إذا كان الإقتصاد المعني في حالة انكماش لأنها تساهم في دفع الطلب الكلي للإرتفاع بما

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص ص 189-193.

## الفصل الثاني: ميزان المدفوعات: دراسة تحليلية

يساهم في انعاش الإقتصاد المحلي، لكنها لن تكون فعالة في تحقيق التوازن الداخلي إذا كان الإقتصاد في حالة تضخم لأنها ستدفع حينئذ إلى تزايد معدلات التضخم لمستويات مرتفعة.

أما السياسة المالية المقيدة الفعالة في تحقيق التوازن الخارجي في حالة العجز، فإنها تساهم في تحقيق التوازن الداخلي إذا كان الإقتصاد في وضعية تضخم لأنها سوف تدفع لتراجع الطلب الكلي المحلي، لكنها لن تكون فعالة في تحقيق التوازن الداخلي إذا كان الإقتصاد المحلي في حالة انكماش لأنها حينئذ سوف تزيد من تراجع الطلب الكلي ومن ثم دخول الإقتصاد المحلي في حالة انكماش قصوى قد تصل به إلى مرحلة الكساد.

### ب\_ السياسة النقدية

تساهم السياسة النقدية في تعديل اختلال ميزان المدفوعات في ظل نظام الصرف الثابت عن طريق سياسة تخفيض قيمة العملة التي تؤثر على الأسعار النسبية للسلع المحلية والأجنبية وبالتالي التأثير على حركة الصادرات والواردات. إذ أن تواجد ميزان المدفوعات في حالة عجز يدفع صناع القرار إلى تخفيض قيمة العملة بما يمكن من إعطاء تنافسية للصادرات لترتفع قيمتها في مقابل تراجع الطلب على الواردات التي تصبح مرتفعة الأسعار بالنسبة للداخل ومن ثم عودة ميزان المدفوعات لحالته التوازنية.

وتتحقق فعالية سياسة تخفيض قيمة العملة في تصحيح عجز ميزان المدفوعات في حال تحقق ما يعرف بـ"شرط مارشال-ليرنر" الذي يشير إلى ضرورة أن يكون مجموع القيم المطلقة للمرونة السعرية للصادرات والمرونة السعرية للواردات أكبر من 1.

## الفصل الثالث: سعر الصرف، أنظمة الصرف والنظريات المفسرة له

1\_ ماهية سعر الصرف

2\_ أنواع سعر الصرف

3\_ أنواع أنظمة سعر الصرف

4\_ سوق الصرف

5\_ النظريات المحددة لسعر الصرف

## الفصل الثالث: سعر الصرف، أنظمة الصرف والنظريات المفسرة له

### 1\_ ماهية سعر الصرف

إن أهم ما يميز العلاقات الإقتصادية الدولية تجارية كانت أو مالية هو أنها تتم وفق أساس معين يربط بين مختلف عملاتها يسمى بسعر الصرف، الذي يعرف على أنه النسبة التي تتم على أساسها مبادلة عملة دولة ما بعملة دولة أخرى. وفي هذا الصدد نجد ما يعرف بالتسعير على التأكيد الذي يعبر عن عدد الوحدات من عملة أجنبية اللازمة للحصول على وحدة واحدة من العملة الوطنية، مثلاً: 1دج = 0,2 دولار، في حين يعبر التسعير على عدم التأكيد بعدد الوحدات من العملة الوطنية اللازمة للحصول على وحدة واحدة من عملة أجنبية، مثلاً: 1 دولار = 5 دج.

### 2\_ أنواع سعر الصرف

تبرز أهم أنواع سعر الصرف في<sup>1</sup>:

#### 1\_2\_ سعر الصرف الثنائي

سعر الصرف الثنائي هو المعدل الذي يربط بين عمليتي دولتين، ونجد فيه:

#### 1\_1\_2\_ سعر الصرف الثنائي الإسمي

يعرف سعر الصرف الثنائي الإسمي على أنه عدد الوحدات التي على أساسها يتم مبادلة عملة دولة ما مقابل عملة دولة أخرى، مثلاً: 1 دولار = 5 دينار، 1 يورو = 0,5 دولار، 1 دج = 0,2 دولار.... الخ. في حال تغير سعر الصرف الثنائي الإسمي للدولار مقابل الدينار نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب على العملة في سوق الصرف بحيث يشتري الدينار الواحد وحدات أكثر من الدولار أين يصبح مثلاً 1 دج = 0.5 بدل 1 دج = 0.2 نقول أن سعر صرف الدينار ارتفع، أما في حال ما إذا تغير واشترى الدينار وحدات أقل من الدولار أين يصبح مثلاً 1 دج = 0.1 بدل 1 دج = 0.2 نقول أن سعر صرف الدينار انخفض. وينقسم سعر الصرف الثنائي الإسمي إلى: سعر صرف رسمي أي المعمول به فيما يخص المبادلات التجارية الرسمية، وسعر صرف موازي وهو السعر المعمول به في الأسواق الموازية، وهذا يعني إمكانية وجود أكثر من سعر صرف اسمي في نفس الوقت لنفس العملة في نفس البلد.

<sup>1</sup> Henry Bourguinat: « Finance internationale », presses universitaires de France, 1992, pp 200-206.

## الفصل الثالث: سعر الصرف، أنظمة الصرف والنظريات المفسرة له

### 2\_1\_2\_ سعر الصرف الثنائي الحقيقي

يعبر سعر الصرف الثنائي الحقيقي عن المعدل الذي يمكن من خلاله مبادلة سلة من السلع والخدمات لبلد ما مقابل سلة سلع وخدمات لبلد آخر. مثلا إذا كان سعر سيارة في الجزائر هو ضعف قيمتها في اليابان فذلك يعني أن سعر الصرف الحقيقي هو 1 سيارة جزائرية مقابل 2 سيارات يابانية. ويتحدد سعر الصرف الثنائي الحقيقي من خلال تفاعل التغيرات على مستوى سعر الصرف الاسمي و معدلات التضخم، حيث يعبر عنه بالعلاقة التالية:

$$\text{سعر الصرف الثنائي الاسمي} \times \text{مؤشر الأسعار المحلية} = \text{سعر الصرف الثنائي الحقيقي} \\ \text{مؤشر الأسعار الأجنبية}$$

مثال: إذا كان سعر صرف الدينار مقابل الين هو : 1 دج = 0.8 ين، وكان سعر السيارة في الجزائر هو 25000 دينار مقابل سعرها في اليابان هو 10000 ين، فهذا يعني أن سعر الصرف الحقيقي يقدر وفق ما يلي:

$$2 = 10000 / (25000 \times 0.8)$$

وهذا يعني أن سعر الصرف الحقيقي يساوي إلى سيارة جزائرية مقابل 2 سيارات يابانية تكمن أهمية سعر الصرف الحقيقي في كونه يعتبر محددًا رئيسيًا لحركة الصادرات والواردات لاقتصاد الدولة المعنية، إذ أنه كلما ارتفعت قيمة سعر الصرف الحقيقي فذلك يعني ارتفاعا في المستوى العام للأسعار المحلية نسبة للأسعار الأجنبية، وهذا ما يساهم في زيادة الطلب على السلع الأجنبية مقارنة بالسلع المحلية بشكل يدفع لتسجيل عجز في الحساب الجاري لميزان المدفوعات والعكس صحيح في حال انخفضت قيمة سعر الصرف الحقيقي.

وبالنظر إلى قيمة سعر الصرف الحقيقي يمكن أن نستخلص الحالات التالية:

— إذا كان سعر الصرف الحقيقي يساوي 1 فهذا يعني أن سعر الصرف الاسمي يعكس النسبة بين المستوى العام للأسعار المحلية والمستوى العام للأسعار الأجنبية، وبالتالي فالعملة المحلية مقيمة عند قيمتها الحقيقية؛

— إذا كان سعر الصرف الحقيقي أكبر من 1، فهذا يعني أن سعر الصرف الاسمي لا يعكس النسبة بين المستوى العام للأسعار المحلية والمستوى العام للأسعار الأجنبية، وبالتالي فالعملة المحلية مقيمة بأعلى من قيمتها الحقيقية؛

## الفصل الثالث: سعر الصرف، أنظمة الصرف والنظريات المفسرة له

— إذا كان سعر الصرف الحقيقي أقل من 1، فهذا يعني أن سعر الصرف الإسمي لا يعكس النسبة بين المستوى العام للأسعار المحلية والمستوى العام للأسعار الأجنبية، وبالتالي فالعملة المحلية مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية.

### 2\_2\_2\_ سعر الصرف المتعدد (الفعلي)

يعبر سعر الصرف الفعلي عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر الصرف لعملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية معينة بالمقارنة مع فترة أساس، حيث نجد:

### 2\_2\_2\_1\_ سعر الصرف المتعدد الإسمي

سعر الصرف المتعدد الإسمي هو متوسط عدة أسعار صرف ثنائية يعبر عن متوسط التطور الإسمي في معدل تبادل عملة دولة ما مقارنة بسلة عملات أجنبية مختارة تمثل غالباً عملات الشركاء التجاريين الرسميين للدولة المعنية، يعبر عنه بالعلاقة التالية:

$$\text{سعر الصرف المتعدد الإسمي} = \frac{\text{سعر الصرف الثنائي الإسمي خلال الفترة } t}{\text{سعر الصرف الثنائي الإسمي خلال فترة الأساس}}$$

حيث أن:

$j$ : يعبر عن الدول الأجنبية والتي يبلغ عددها  $n$  دولة؛

$\alpha_j$ : يعبر عن الوزن الترجيحي للمعاملات التجارية للدولة المحلية مع كل دولة أجنبية عملتها ضمن سلة العملات الأجنبية المعنية، والتي يمكن حسابها من خلال نسبة صادرات الدولة المحلية للدولة الأجنبية المعنية إلى إجمالي صادراتها، أو من خلال نسبة مجموع صادراتها ووارداتها مع الدولة الأجنبية المعنية إلى إجمالي صادراتها ووارداتها.

### 2\_2\_2\_2\_ سعر الصرف المتعدد الحقيقي

يعبر سعر الصرف المتعدد الفعلي عن تطور المعدل الحقيقي لتبادل سلة سلع محلية مع سلة سلع لدول أجنبية مختارة، وهو يعتبر أكثر أنواع سعر الصرف أهمية بالنسبة لصناع قرار السياسة الاقتصادية لما يعكسه من تطور للقوة الشرائية للعملة المحلية مقارنة بالقوة الشرائية لعملات أهم الشركاء التجاريين للدولة المعنية، وبالتالي

## الفصل الثالث: سعر الصرف، أنظمة الصرف والنظريات المفسرة له

تطور القدرة التنافسية للإقتصاد المحلي مع بقية الإقتصاديات الأجنبية التي يتعامل معها الإقتصاد المعني، حيث يعبر عنه بالعلاقة التالية:

$$\text{سعر الصرف المتعدد الحقيقي} = \frac{\text{سعر الصرف الثنائي الحقيقي خلال الفترة } t}{\sum_{j=1}^n \alpha_j} \text{ سعر الصرف الثنائي الحقيقي خلال فترة الأساس}$$

### 3\_ أنواع أنظمة الصرف

تنقسم أنظمة الصرف من حيث كيفية تحديد سعر الصرف كما يصنفها صندوق النقد الدولي إلى ما يلي:

**3\_1\_ نظام الصرف الثابت:** يتحدد في ظلله سعر الصرف وفق ما تهدف إليه السلطة النقدية الممثلة في البنك المركزي للدولة المعنية، والتي تتدخل في سوق الصرف لشراء وبيع العملة بما يمكن من تثبيتها عند المستوى المستهدف. وتجدر الإشارة هنا أن تغير سعر صرف العملة المعنية إلى مستوى مستهدف أعلى من المستوى المستهدف السابق يعني أن هنالك "رفعا" في قيمة العملة، في حين أنه لو تغير سعر صرف العملة المعنية إلى مستوى مستهدف أدنى من المستوى المستهدف سابقا يعني أن هنالك "تخفيضا" في قيمة العملة.

تاريخيا، كان نظام الصرف الثابت أحد الركائز الأساسية في النظام النقدي الدولي منذ عهد نظام قاعدة الذهب، أين تم ربط قيمة كل عملة بنسبة محددة مع الذهب ثم مع الدولار الأمريكي في ظل نظام الصرف\_ذهب الذي اعتبر فيه الدولار الأمريكي عملة دولية تعمل نفس عمل الذهب، واستمر على ذلك الحال بعد مؤتمر بريتون وودز حتى سنة 1973 عندما تم الإعلان رسميا عن التخلي عن نظام الصرف الثابت والتوجه نحو نظام الصرف المرن بعد انهيار نظام بريتون وودز سنة 1971.

### 3\_1\_1\_ أشكال نظام الصرف الثابت

يكون نظام الصرف الثابت وفق الأشكال التالية<sup>1</sup>:

**أ\_ ترتيبات الصرف بغير عملة قانونية مستقلة:** تقتضي هذه الترتيبات أن تكون العملة القانونية المتداولة الوحيدة هي عملة بلد آخر (الدولة الرسمية)، أو أن يكون البلد عضوا في اتحاد نقدي أو اتحاد عملة يشترك

<sup>1</sup> روبا دوتاغوتا وآخرون: "التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومتى، وبأي سرعة؟"، قضايا اقتصادية، صندوق النقد الدولي، 2006، ص 2.

## الفصل الثالث: سعر الصرف، أنظمة الصرف والنظريات المفسرة له

أعضاؤه في عملة قانونية موحدة . وبعتماد هذا النوع من النظم تتخلى السلطات النقدية عن كل حق في السيطرة المستقلة على السياسة النقدية المحلية.

ب\_ **مجلس العملة:** هو نظام نقدي يقوم على التزام قانوني صريح بصرف العملة المحلية مقابل عملة أجنبية محددة بسعر صرف ثابت، مع فرض قيود ملزمة على سلطة الإصدار لضمان وفائها بالتزاماتها القانونية. ويعني ذلك عدم إصدار العملة المحلية إلا مقابل النقد الأجنبي وأن تظل مكفولة تماما بالأصول الأجنبية، مما يترتب عليه إلغاء وظائف البنك المركزي التقليدية، كالرقابة النقدية والمقرض الأخير، وترك مساحة محدودة للسياسة النقدية الإستثنائية. غير أنه قد يظل من الممكن الاحتفاظ بشيء من المرونة في النظام النقدي حسب درجة صرامة القواعد المصرفية التي يفرضها ترتيب مجلس العملة.

ج\_ **ترتيبات تقليدية أخرى من نوع الربط الثابت:** تنطوي هذه الترتيبات على ربط العملة المحلية (رسمياً أو بحكم الواقع) على أساس سعر ثابت بعملة بلد آخر أو بسلة تضم عملات أهم شركائه التجاريين أو الممالين، مع إعطائها أوزاناً ترجيحية تعكس التوزيع الجغرافي للتجارة أو الخدمات أو التدفقات الرأسمالية. وفي هذه الحالة، يكون السعر المركزي قابلاً للإلغاء، ويسمح لسعر الصرف بالتحرك في حدود ضيقة تقل عن  $\pm 1\%$  حول سعر الصرف المركزي، أو تظل القيم القصوى والدنيا لسعر الصرف ضمن هامش ضيق مقداره  $2\%$  لمدة ثلاثة أشهر على الأقل. وتظل السلطة النقدية متأهبة للتدخل حسب الضرورة للحفاظ على سعر التعادل الثابت من خلال التدخل المباشر (بيع/شراء النقد الأجنبي في السوق) أو التدخل غير المباشر (الإستخدام المكثف لسياسة أسعار الفائدة، أو فرض قواعد تنظيمية على تعاملات النقد الأجنبي، أو استخدام الضغط المعنوي، أو تدخل المؤسسات العامة الأخرى). وتحظى السياسة النقدية في هذه الترتيبات بدرجة أكبر من الإستقلالية رغم محدوديتها مقارنة بترتيبات أسعار الصرف بغير عملة قانونية مستقلة ورتيبيات مجلس العملة، لأنها تظل تسمح للبنك المركزي بأداء وظائفه التقليدية، وتتيح للسلطة النقدية تعديل مستوى سعر الصرف وإن كان بمعدل تواتر غير مرتفع نسبياً.

### 3\_1\_2\_ مزايا وسلبيات نظام الصرف الثابت

تبرز أهم مزايا نظام الصرف الثابت في:

\_\_ تعزيز الثقة بين المتعاملين الإقتصاديين من خلال زوال خطر سعر الصرف بما يساهم في تعزيز التجارة الدولية وحركة رؤوس الأموال؛

\_\_ الحد من المضاربة على الآجال المستقبلية؛

\_\_ تعزيز انضباط السياسات الإقتصادية الكلية بما يخدم ثبات سعر الصرف.

## الفصل الثالث: سعر الصرف، أنظمة الصرف والنظريات المفسرة له

أما سلبيات نظام الصرف الثابت فتبرز في:

\_\_ تقييد السياسة النقدية وتوجيهها فقط لاستهداف مستوى سعر الصرف دون غيره من بقية المؤشرات الاقتصادية الكلية الرئيسية؛

\_\_ تعزيز التوجه نحو المضاربة على القيمة إذا ما كانت العملة مقومة عند مستوى لا يعكس قيمتها الحقيقية؛

\_\_ إجبارية البنك المركزي على ضرورة الإحتفاظ الدائم برصيد من العملات الأجنبية لاستخدامه في التدخل على مستوى سوق الصرف تصحيحا لأية انحرافات في سعر صرف العملة عن المستوى المحدد لها.

**3\_2\_ نظام الصرف الوسيط:** هو النظام الذي يتحدد في ظلّه سعر الصرف وفق صيغة تجمع بين تدخل البنك المركزي من جهة وتفاعل قوى العرض والطلب في سوق الصرف من جهة أخرى، حيث برز هذا النوع من نظام الصرف بالأساس ليكون كمحطة عبور وانتقال وسيطة من نظام الصرف الثابت إلى نظام الصرف المرن لتفادي أية صدمات مالية محتملة ويكون الإنتقال سلسا.

برز نظام الصرف الوسيط وفق الأشكال التالية<sup>1</sup>:

**3\_2\_1\_ أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب أفقية:** تظل قيمة العملة في هذا الترتيب محصورة ضمن نطاقات تقلب لا تقل عن  $\pm 1\%$  حول السعر المركزي الثابت، أو يكون الهامش بين القيمة القصوى والدنيا لسعر الصرف أكثر من 2%. ومن أمثلة هذا النوع من الربط آلية سعر الصرف الأوروبية في النظام النقدي الأوروبي والتي خلفتها آلية سعر الصرف الأوروبية الثانية في 1 جانفي 1999. ويتيح هذا النظام قدرا محدودا من الصلاحية في تنفيذ السياسة النقدية تبعا لمدى اتساع نطاق التقلب (الهامش).

**3\_2\_2\_ نظم الربط الزاحف:** تعدل قيمة العملة وفقا لهذا الترتيب تعديلا دوريا طفيفا بمعدل ثابت أو استجابة للتغيرات في مؤشرات كمية مختارة، مثل فروق معدلات التضخم مقارنة بأهم الشركاء التجاريين في فترة سابقة، والفروق بين التضخم المستهدف والمتوقع لدى أهم الشركاء التجاريين، وغيرها من المؤشرات. ويمكن تحديد سعر الصرف الزاحف بحيث يتعدل تلقائيا باستبعاد أثر التضخم في فترات سابقة، أو تحديده بسعر صرف ثابت معلن سلفا و/أو عند مستوى أقل من فروق التضخم المتوقعة، ويفرض الربط الزاحف نفس القيود التي يفرضها الربط الثابت على السياسة النقدية.

<sup>1</sup> روبا دوتاغوبتا وآخرون: مرجع سبق ذكره، ص 3.

## الفصل الثالث: سعر الصرف، أنظمة الصرف والنظريات المفسرة له

**3\_2\_3\_ أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب زاحفة:** تظل قيمة العملة وفقا لهذا الترتيب ضمن هامش للتقلب لا تقل عن  $\pm 1\%$  حول السعر المركزي، أو يكون الهامش بين القيمة القصوى والدنيا لسعر الصرف أكثر من  $2\%$  مع تعديل السعر المركزي أو هامش التقلب دوريا بمعدل ثابت أو استجابة للتغيرات في مؤشرات كمية مختارة. وفي هذه الحالة تكون درجة المرونة في سعر الصرف دالة لاتساع نطاق التقلب، وتكون النطاقات إما متسقة حول سعر مركزي زاحف، أو تتسع تدريجيا بغير اتساق بين الحدين الأقصى والأدنى. ويفرض الإلتزام بنطاق لتقلب سعر الصرف قيودا على السياسة النقدية، حيث تكون درجة استقلاليتها دالة لاتساع نطاق التقلب.

**3\_3\_ نظام الصرف الموعوم (المرن):** هو النظام الذي يتحدد في إطاره سعر صرف عملة الدولة المعنية انطلاقا من تفاعل قوى العرض والطلب في سوق الصرف. إذ أن تغير سعر الصرف إلى مستوى أعلى يعني أن هنالك "ارتفاعا" في قيمة العملة، في حين أن تغيره إلى مستوى أدنى يعني أن هنالك "انخفاضاً" في قيمة العملة. تاريخيا، وبعد ائھيار نظام بروتن وودز عام 1971 شهدت أسواق الصرف الأجنبي فترة من التكيف شملت تعديل أسعار الصرف الثنائية التي كانت سائدة في ظل نظام بروتن وودز لتتلاءم مع حالات العجز أو الفائض في موازين مدفوعات دول العالم. واستمرت حالة التكيف هذه حتى عام 1973 حيث أعلنت معظم دول العالم الرئيسية تحولها إلى نظام الصرف الموعوم الذي يتحدد في إطاره أسعار الصرف وفقا لقوانين السوق أي وفقا لقوى العرض والطلب.

### 3\_3\_1 أشكال نظام الصرف الموعوم

يأخذ نظام الصرف الموعوم شكلين رئيسيين هما<sup>1</sup>:

**أ\_ التعويم الموجه:** تسعى السلطة النقدية في هذا النظام إلى التأثير على سعر الصرف دون مسار أو هدف محدد سلفا لهذا التأثير تجنباً لهجمات مضاربة قد تنتج عن ذلك. ومن بين المؤشرات المستخدمة في توجيه سعر الصرف مركز ميزان المدفوعات، ومستوى الإحتياطيات الدولية، وتطورات السوق الموازية. وقد يكون التدخل بمقتضى هذا النظام مباشراً أو غير مباشر.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص 4.

## الفصل الثالث: سعر الصرف، أنظمة الصرف والنظريات المفسرة له

ب\_ **التعويم الحر:** يتحدد سعر الصرف في هذا النظام وفق قوى السوق، ويكون التدخل الرسمي في سوق النقد الأجنبي على أساس استنسابي ولا يحدث بشكل متكرر، وعادة ما يستهدف خفضاً محدوداً في معدل تغير سعر الصرف والحيلولة دون تقلباته المفرطة، وليس تحديد مستوى معيناً له.

### 3\_3\_2\_ مزاي وسلبيات نظام الصرف المعموم

تبرز أهم مزايا نظام الصرف المرن في:

\_\_ تحرير استخدام السياسة النقدية في استهداف المؤشرات الاقتصادية الكلية بكل حرية دون تقييد؛

\_\_ عدم حاجة البنك المركزي للإحتفاظ برصيد دائم من العملات الأجنبية؛

\_\_ الحد من المضاربة على القيمة.

ورغم ذلك فإن لنظام الصرف المرن سلبيات أهمها:

\_\_ تعزيز من اللائقين وتراجع الثقة بين المتعاملين الإقتصاديين نتيجة تقلبات سعر الصرف مما يؤثر سلباً على حركة

التجارة الدولية وروؤوس الأموال؛

\_\_ تعزيز التوجه نحو المضاربة على الآجال المستقبلية؛

\_\_ الحد من فعالية السياسات الإقتصادية الكلية.

### 3\_3\_3\_ شروط التحول نحو نظام الصرف المرن

يتطلب التحرك نحو نظام صرف مرن توافر جملة من الشروط الأساسية لتفادي التعرض لاختلالات كبيرة

في قيمة العملة ومن ثم في الإستقرار النقدي والمالي للإقتصاد المعني تتمثل في<sup>1</sup>:

\_\_ **تطوير سوق الصرف:** من حيث العمق أي لا يمكن التأثير في مستوى أسعار الصرف بسهولة ومن

حيث السيولة أي لا توجد عوائق وصعوبات في إتمام المعاملات فيه، وهذا الشرطان جد ضروريان في توفير

الإستجابة الكافية لقوى العرض والطلب في السوق، ومن ثم الحد من التقلبات المفرطة عن المستوى التوازني لسعر

الصرف الذي يتوافق وأساسيات الإقتصاد المعني.

\_\_ **تدخل البنك المركزي:** إن التحرك نحو مرونة سعر الصرف لا يجمع من تدخل البنك المركزي لتصحيح

الإنحرافات وتوفير الإحتياجات من العملات وخصوصاً لدعم استقرار سوق الصرف، ومن ثم يتوجب على البنك

المركزي صياغة سياسات تحدد كيفية تدخله في سوق الصرف والهدف الذي يسعى لتحقيقه وتوقيت ذلك

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص ص 2-14.

## الفصل الثالث: سعر الصرف، أنظمة الصرف والنظريات المفسرة له

التدخل. فالبنوك المركزية عليها توحي الإنتقائية في تدخلاتها في سوق الصرف لأنها من جهة مطالبة برصد حالات الإختلال والإضطراب للحد منها ومعالجتها، ومن جهة أخرى عليها الحد من تدخلاتها في سوق الصرف لتعزيز الإعتقاد لدى المتدخلين فيه باعتمادها على نظام الصرف المرن.

— **وضع ركيزة اسمية ملائمة تحل محل سعر الصرف الثابت:** على الرغم من تطبيق عديد البنوك المركزية لنظام الصرف المرن دوغما ركيزة إسمية رسمية لسياساتها النقدية كما هو الحال في منطقة اليورو والولايات المتحدة الأمريكية وسويسرا بحكم المصدقية الكبيرة التي تتمتع بها والتي تسمح بكسب ثقة المتعاملين في أسواق الصرف، إلا أن الدول الأخرى خصوصا النامية منها التي تعاني من ضعف المصدقية في بنوكها المركزية وسياساتها الإقتصادية عموما تحتم وضع ركيزة إسمية عند التخلي عن نظام الصرف الثابت والذي تستند إليه البنوك المركزية في الإقتصاديات المعنية في بناء سياساتها النقدية قصد الحد من اللايقين وعدم الثقة في قراراتها. إذ يبرز في هذا الصدد هدف التضخم كأحد أهم الركائز الإسمية البديلة عند التخلي عن نظام الصرف الثابت بحكم ما يوفره من إشارات على الإستقرار النقدي.

— **وضع نظم فعالة لتقييم وإدارة مخاطر سعر الصرف:** إن التحول من نظام الصرف الثابت إلى نظام الصرف المرن يترتب عنه بروز مخاطر سعر الصرف التي قد ينتج عنها تأثيرات سلبية حادة تمز استقرار النظام المالي ككل، وهو ما يستدعي العمل على وضع إطار متكامل لإدارة مخاطر سعر الصرف يركز على أربعة عناصر رئيسية هي: وضع نظام معلومات لرصد المصادر المختلفة لخطر سعر الصرف، ضبط الأدوات اللازمة لقياس خطر سعر الصرف، صياغة الإجراءات اللازمة للحد من خطر سعر الصرف على المستوى الداخلي وما تعلق منها أيضا بالمستوى الخارجي.

وزيادة على أهمية اختيار نظام الصرف المناسب لتحقيق الإستقرار النقدي وتعزيز التطور الإقتصادي، فإن السلطة النقدية تركز أيضا على تحديد شروط تداول العملة الوطنية في مقابل العملات الأجنبية أو ما يعرف بـ"القابلية للتحويل" التي تتميز بها العملة الوطنية. إذ نجد أن العديد من الدول تعمل على تثبيت أسعار صرفها وضبط المبادلات والمعاملات بين المقيمين وغير المقيمين بإخضاعها إلى تراخيص إجبارية لتحويل العملة المحلية إلى عملات أجنبية في إطار ما يعرف بـ"سياسة الرقابة على الصرف" والتي تكون في إطارها العملة الوطنية "عملة غير

## الفصل الثالث: سعر الصرف، أنظمة الصرف والنظريات المفسرة له

قابلة للتحويل". كما يمكن أن تلجأ دول أخرى إلى تحرير التعامل بالعملة الوطنية مع العملات الأجنبية بما يجعل العملة الوطنية على أنها "عملة قابلة للتحويل"، أين تكون القابلية للتحويل على مستويين هما<sup>1</sup>:

ـ القابلية للتحويل على مستوى العمليات الجارية: تكون في إطارها العملة الوطنية قابلة للتداول بكل حرية مع العملات الأجنبية بغرض تسوية معاملات الحساب الجاري من تصدير واستيراد للسلع والخدمات، وهي الحالة المطبقة غي غالبية الإقتصاديات العالمية.

ـ القابلية للتحويل على مستوى العمليات الرأسمالية: تكون في إطارها العملة الوطنية قابلة للتداول بكل حرية مع العملات الأجنبية بغرض تسوية معاملات تدفقات رؤوس الأموال التي تكون دون قيود: الإستثمار الأجنبي المباشر، استثمارات المحفظة المالية والإقراض والإقتراض. ويقل تطبيق هذا النوع من القابلية للتحويل في عديد الدول نتيجة ما يرتبط بها من تحرير لحركة رؤوس الأموال من جهة وما يمكن أن تسببه من اختلالات للأنظمة المالية المحلية، وما ينتج عنها من جهة أخرى من تأثيرات سلبية على احتياطات الصرف بما يهدد من قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها وامتصاص الصدمات في المستقبل.

### 4\_ سوق الصرف

#### 4\_1\_ ماهية سوق الصرف

يمكن تعريف سوق الصرف الأجنبي بأنه الإطار المؤسسي الذي تتم خلاله عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية. حيث أن نسبة ضعيفة فقط من عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية تتم بمجارة حقيقية للعملة، في حين أن النسبة الأكبر منها تتم بتحويل ودائع بنكية بعملة أجنبية بين حسابات الأطراف المتعاقدة<sup>2</sup>. يعمل سوق الصرف وفق 3 مستويات هي<sup>3</sup>:

ـ المستوى الأول: المعاملات بين البنوك التجارية وعملائها: حيث تتولى البنوك النيابة عن عملائها في شراء وبيع العملات الأجنبية من أسواق الصرف لتلبية حاجياتهم المختلفة منها؛

ـ المستوى الثاني: المعاملات بين البنوك عن طريق وسطاء: يتولى الوسطاء شراء وبيع العملات الأجنبية لحساب البنوك التجارية فيما بينها لموازنة رصيدها من العملات الأجنبية؛

ـ المستوى الثالث: المعاملات بين البنوك ومختلف فروعها الأجنبية.

<sup>1</sup> Agnes Benassy Quéré et autres : « Politique économique », 3<sup>ème</sup> édition, De Boeck, Belgique, 2012, p 372.

<sup>2</sup> Robert Carbaugh : « International economics », 12<sup>th</sup> edition, South-Western, USA, 2009, 361.

<sup>3</sup> Ibid, pp 362, 363.

## الفصل الثالث: سعر الصرف، أنظمة الصرف والنظريات المفسرة له

يتميز سوق الصرف بثلاثة خصائص رئيسية هي<sup>1</sup>:

\_ الوحدة في الزمن: تنفذ عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية طوال اليوم دون توقف، وذلك كون أن انتهاء أوقات عمل سوق صرف في دولة ما يقابله بداية عمل سوق صرف في دولة أخرى وهكذا يمكن شراء وبيع العملات الأجنبية طوال 24 ساعة في أي وقت بفعل تطور تكنولوجيا الإتصال والمعلومات.

\_ الوحدة في المكان: وهو مفهوم ليس ذو بعد جغرافي بقدر ما هو مفهوم يعني امتداد شبكة تنفيذ عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية لتشمل مختلف أنحاء العالم، بحيث يمكن في أي سوق صرف ما تنفيذ أي عملية بغض النظر عن موقعها.

\_ الوحدة في العمليات: تتشابه إجراءات وأدوات وحتى التكنولوجيا المستخدمة في تنفيذ عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية بين مختلف أسواق الصرف العالمية.

### 4\_2\_ أنواع أسواق الصرف

تصنف أسواق الصرف الأجنبي إلى:

أ\_ **سوق الصرف العاجل**: هو السوق الذي تتم فيه مبادلة العملات فيما بينها بسعر يتحدد عند التعاقد ، والتسليم فوراً أو بعد يومين على الأكثر ، ويطلق على سعر الصرف المتعامل به في هذا السوق بسعر الصرف العاجل : ويمثل سعر الصرف هذا (العاجل) الأساس لكل المعاملات المالية الخاصة بتجارة الصرف الأجنبي.

ب\_ **سوق الصرف الآجل**: هو السوق الذي تتم فيه عمليات شراء وبيع العملات في تاريخ آجل بحيث يتم تحديد سعر التبادل وتاريخ التسليم وقيمة العملات المتبادلة في وقت إجراء العقد. والسعر المعمول به في هذا السوق هو سعر الصرف الآجل ويختلف هذا الأخير عن سعر الصرف العاجل (الآني) في الفارق الموجود بينهما غالباً، إذ نجد أنه:

إذا كان سعر الآجل أكبر من سعر الصرف العاجل فإن:

$$\text{سعر الصرف الآجل} = \text{سعر الصرف العاجل} + \text{علاوة.}$$

إذا كان سعر الصرف الآجل أقل من سعر الصرف العاجل فإن:

$$\text{سعر الصرف الآجل} = \text{سعر الصرف العاجل} - \text{خصم.}$$

<sup>1</sup> Henry Bourguinat : op-cit, pp 207, 208.

## الفصل الثالث: سعر الصرف، أنظمة الصرف والنظريات المفسرة له

### 4\_3\_ عمليّات سوق الصرف الأجنبي

توجد عدة عمليّات تتم في أسواق الصرف الأجنبي أهمها<sup>1</sup>:

أ\_ التحكيم أو المراجعة : ويقصد بها شراء العملات في سوق صرف ما تكون فيه منخفضة السعر وبيعها في سوق صرف آخر يكون سعرها فيه أعلى بهدف تحقيق الربح. إذ أن استمرار هذه العملية نتيجة الفوارق الموجودة في سعر العملة الواحدة في نفس الوقت بين سوقين مختلفين يدفع مع توالي عملية التحكيم إلى تطابق سعر العملة بين السوقين بحكم أن عملية الشراء تدفع لارتفاع السعر في السوق الأول من جهة وعملية البيع تدفع لانخفاض السعر في السوق الثاني من جهة أخرى حتى يتطابق السعران الخاصان بالعملة الواحدة بين كلا السوقين.

مثال تطبيقي: مستثمر جزائري يمتلك ما قيمته 1 مليون يورو، وكان سعر صرف الدولار مقابل اليورو في بورصتي باريس ونيويورك شراء وبيعاً على النحو التالي:

سعر البيع (اليورو)	سعر الشراء (اليورو)	
1,2355	1,2345	بورصة باريس
1,2365	1,2358	بورصة نيويورك

نتيجة لاختلاف أسعار شراء وبيع الدولار مقابل اليورو بين البورصتين فإن المستثمر يدرك وجود فرصة تحقيق ربح في حال قيامه بعملية التحكيم وذلك وفق الخطوات التالية:

— أولاً: بما أن المستثمر يمتلك "اليورو" فإن ما يقوم به هو بيع اليورو في البورصة (شراء الدولار)، وبالمقارنة بين البورصتين يجد المستثمر أن السعر الذي يناسبه هو سعر بورصة نيويورك لأنه الأعلى (1 يورو = 1,2358)، ومن ثم يبيع 1 مليون يورو ويحصل على ما يعادله من دولارات أي: 1235800 دولار.

— ثانياً: بعد أن يمتلك المستثمر الدولارات التي تعادل ما كان لديه من يورو، يحولها مرة أخرى إلى يورو بالمقارنة بين الأسعار في البورصتين، ومن ثم يجد المستثمر أن السعر الذي يناسبه هو السعر على مستوى بورصة باريس (1 يورو = 1,2355) لأنه سعر يمكنه من إعادة شراء اليورو بسعر أقل مقارنة بالسعر على مستوى بورصة نيويورك. وعليه بتحويل دولاراته (1235800) إلى يورو نجد: 1235800 دولار / 1,2355 = 1000242,8 يورو.

<sup>1</sup> دومينيك سالفاتور: مرجع سبق ذكره، ص ص 167، 168.

## الفصل الثالث: سعر الصرف، أنظمة الصرف والنظريات المفسرة له

وبالتالي في الأخير نجد أن عملية التحكيم مكنت المستثمر من تحقيق ربح قدره الفارق بين ما كان يمتلكه في البداية من يورو وما امتلكه في النهاية من يورو بعد القيام بعملية التحكيم حيث نجد:

$$1000000 \text{ يورو} - 1000242,8 \text{ يورو} = 242,8 \text{ يورو}.$$

وباستمرار عملية التحكيم نجد أن استمرار بيع اليورو (شراء الدولار) على مستوى بورصة نيويورك يدفع تدريجياً لانخفاض سعر شراء اليورو مقابل الدولار ليتطابق مع سعر شراء اليورو مقابل الدولار على مستوى بورصة باريس. ونفس الشيء استمرار شراء اليورو (بيع الدولار) على مستوى بورصة باريس يدفع تدريجياً لارتفاع سعر بيع اليورو مقابل الدولار ليتطابق مع سعر بيع اليورو مقابل الدولار على مستوى بورصة نيويورك. وبالتالي عند تطابق أسعار شراء وبيع العملات بين مختلف البورصات العالمية وزوال الفروقات تزول الجدوى من القيام بعملية التحكيم.

**ب\_ المضاربة:** ويقصد بها أن يتعاقد متعامل ما على شراء عملة أجنبية بسعر معين وبيعها في موعد آجل بسعر أعلى بناءً على توقعات معينة. وبالتالي فإنه من الممكن والمحتمل أن يتعرض المضاربين إلى الخسارة الناشئة عن الفرق في سعر صرف تلك العملة بين فترتين متباعدتين إذا لم تصدق التوقعات التي بني على أساسها دخول المتعامل للسوق. وبعبارة أخرى إذا توقع المتعاملين في سوق الصرف أن سعر إحدى العملات سيرتفع في المستقبل، في هذه الحالة سيتجه هؤلاء المتعاملين لشراء أكبر كمية ممكنة من هذه العملة وبيعها فيما بعد عندما يكون سعرها قد ارتفع وبالعكس، أي إذا توقع بعض المتعاملين في سوق النقد الأجنبي أن سعر إحدى العملات سينخفض في المستقبل، فإنهم يلجئون إلى بيع هذه العملة الآن وشراؤها فيما بعد والاستفادة من فرق السعرين. ولكن نلاحظ أن المضاربة تؤدي إلى الابتعاد عن التوازن في سوق الصرف الأجنبي، ففي الحالة الأولى يقوم المتعاملون بشراء العملة عندما يكون سعرها منخفض وعلى العكس أي في حالة توقع الانخفاض واللجوء إلى التخلص منها فإن ذلك في حد ذاته سيؤدي بسعر العملة إلى مزيد من الانخفاض، لذلك فإن المضاربة تعتبر من العوامل المحللة بالاستقرار في الأسواق.

وبالتالي يمكن القول أن المضارب يكون مقبلاً وباحثاً عن مخاطر الصرف الأجنبي على أمل الحصول على الربح، فإذا تحققت تنبأته وتوقعاته حول تغير أسعار الصرف فإنه سيحقق مكاسب وإذا لم تتحقق توقعاته فإنه سيتركب خسائر. ويطلق عادة على المضارب الذي يتوقع ارتفاع في قيمة العملة بالمضارب على الارتفاع، أما المضارب الذي يتوقع انخفاض قيمة العملة بالمضارب على الانخفاض، والمضاربون عادة هم الأفراد والشركات ذات الثروات الكبيرة أكثر من كونهم بنوك.

## الفصل الثالث: سعر الصرف، أنظمة الصرف والنظريات المفسرة له

مثال تطبيقي: إذا كان سعر صرف الدولار مقابل اليورو هو : 1 يورو = 1,2345 دولار، وتوقع مستثمر ما أن قيمة اليورو سترتفع بعد 3 أشهر \_ في ظل ترقب صدور بيانات إيجابية حول نمو الإقتصاديات الأوروبية وتحسن معدل العمالة والإنتاج الصناعي (كمؤشرات دالة ومحددة لسعر الصرف مثلاً) \_ إلى حدود 1 يورو = 1,2350 دولار، يقوم المستثمر بالدخول في عقد شراء مليون يورو لأجل 3 أشهر على أساس دفع 1234500 دولار كي يعيد بيعها بعد ذلك عند تحقق الإرتفاع لتحقيق ربح. بعد مرور 3 أشهر إذا تحققت توقعات المستثمر وارتفعت قيمة اليورو فرضاً إلى المستوى الذي توقعه، فإنه يدفع 1234500 دولار لشراء مليون يورو وبعد إعادة بيعها يحصل على 1235000 دولار ومن ثم يحقق ربحاً قدره 500 دولار. أما إذا لم تتحقق توقعاته وتراجعت فرضاً قيمة اليورو مثلاً لمستوى 1 يورو = 1,2343 دولار، يكون المستثمر قد اشترى مليون يورو بـ 1234500 دولار ليعيد بيعها بسعر أقل مما دفعه أي 1234300 دولار محققاً خسارة قدرها 200 دولار.

**جـ التحكيم بالفائدة:** وتشير إلى التدفقات الدولية لرؤوس الأموال السائلة القصيرة الأجل للحصول على عوائد عالية في الخارج، وهي على نوعين:

**ـ تغطية التحكيم بالفائدة:** ويقصد بها تغطية مخاطر الاستثمار بالعملات الأجنبية في الخارج بعقد اتفاق بيع لعملة الإستثمار، لأنه حينما تنتقل الأموال دولياً للحصول على مزايا أسعار الفائدة المرتفعة في المراكز النقدية الأجنبية فإن الأمر يستلزم تحويل العملة المحلية إلى العملة الأجنبية، لكن خلال فترة الإستثمار تحدث تغيرات في سعر صرف عملة الإستثمار من جهة في حين أن المستثمر من جهة أخرى مطالب بتحويل وسيتبعها رأسماله المستثمر بالعملة الأجنبية مع ما يتحصل عليه من فائدة، وهو ما يستوجب التغطية ضد هذه المخاطر مسبقاً (عند القيام بتحويل قيمة رأس المال بالعملة المحلية إلى العملة الأجنبية) بعقد اتفاق بيع ما يتوقع الحول عليه بعد نهاية فترة الإستثمار بالعملة الأجنبية وفق سعر صرف متفق عليه يكون أعلى من سعر الصرف المتوقع عند نهاية فترة الإستثمار لرأس المال.

**ـ عدم تغطية التحكيم بالفائدة:** ويقصد به عدم تغطية مخاطر الصرف الأجنبي عند تحويل المحصلة النهائية من عملية التوظيف من العملة الأجنبية إلى العملة المحلية.

## الفصل الثالث: سعر الصرف، أنظمة الصرف والنظريات المفسرة له

مثال تطبيقي: إذا كان سعر الفائدة على أذونات الخزانة لثلاثة أشهر هو 8% على أساس سنوي في سوق لندن و 4% على أساس سنوي في بورصة نيويورك، فإن مقيما مثلا في أمريكا يمكنه مبادلة دولاراته إلى جنيهات للحصول على فائدة أعلى على توظيف رأسماله (2% على أساس 3 أشهر) مقارنة بما يحصل عليه في سوق نيويورك (1% على أساس 3 أشهر).

ونظرا للتقلبات التي يشهدها سعر صرف الدولار مقابل الجنيه، يرغب المستثمر في التغطية ضد تلك المخاطر عن طريق القيام بعملية التغطية وهو ما يأتي في إطار ما يعرف بـ"تحكيم سعر الفائدة المغطى".

في هذا الصدد إذا كان المقيم يمتلك 100 ألف دولار وسعر صرف الدولار مقابل الجنيه كان: 1 جنيه = 1,5 دولار، عندما يحول رأسماله إلى جنيه يحصل على: 66666,66 جنيه. يقوم بتوظيف ما حصل عليه من جنيه في أذونات الخزانة ويحصل على إجمالي توظيف بعد 3 أشهر قيمته:  $66666,66 + (66666,66 \times 2\%) = 67999,99$  جنيه.

وبافتراض أن المستثمر قام بالتغطية مسبقا قبل توظيف رأسماله في أذونات الخزانة البريطانية أي عقد اتفاق بيع مستقبلي لرأسماله الناتج عن عملية التوظيف وفق سعر صرف 1 جنيه = 1,5 دولار لأنه يتوقع تراجع سعر صرف الجنيه مستقبلا، عندها يقوم بتحويل ما لديه من جنيه إلى دولارات كما يلي:

$$67999,99 \text{ جنيه} \times 1,5 = 101999,99 \text{ دولار.}$$

وعليه فإن المستثمر قد حقق ربحا من عملية التحكيم المغطى مقداره:

$$101999,99 - 100000 = 1999,99 \text{ دولار.}$$

لو افترضنا أن المستثمر لم يحم بالتغطية (تحكيم سعر الفائدة غير مغطى) وأن سعر صرف الدولار مقابل الجنيه تراجع بعد 3 أشهر (عند نهاية فترة التوظيف) إلى مستوى 1 جنيه = 1,3 دولار، بالتالي عندما يحول المستثمر ما حصله من جنيهات عند نهاية التوظيف إلى دولارات يحصل على:

$$67999,99 \text{ جنيه} \times 1,3 = 88399,98 \text{ دولار.}$$

وبالتالي نجد أن المستثمر من خلال عملية التحكيم غير المغطى لسعر الفائدة حقق خسارة مقداره:

$$100000 \text{ دولار} - 88399,98 \text{ دولار} = 11600,01 \text{ دولار.}$$

## الفصل الثالث: سعر الصرف، أنظمة الصرف والنظريات المفسرة له

د\_ التغطية: يقصد بها عقد اتفاق الزامي بشراء أو بيع عملة أجنبية في تاريخ مستقبلي وفق سعر متفق عليه على أن يكون التسليم والإستلام مستقبلا. وتتم عملية التغطية لتجنب خطر سعر الصرف الذي يسبب بتغيراته خسائر محتملة للمتعاملين سواء في المعاملات التجارية أو المالية.

مثال تطبيقي: مستثمر جزائري استورد ما قيمته 1 مليون أورو تجهيزات صناعية لإنشاء مصنع مقابل أن يتم التسديد بعد مرور فترة 6 أشهر. وعلى افتراض أن سعر صرف الدينار مقابل اليورو هو 1 يورو=110 دج وأن المستثمر الجزائري يتوقع ارتفاع قيمة اليورو مستقبلا بعد 6 أشهر لتصل مستوى 1 يورو= 120 دج، أي أن تكلفة الإستيراد نتيجة ارتفاع قيمة اليورو مستقبلا يتوقع ارتفاعها من 110000000 دج إلى 120000000 دج. على هذا الأساس يلجأ المستثمر الجزائري إلى التغطية ضد خطر سعر الصرف بأن يعقد اتفاق شراء مستقبلي لـ 1 مليون يورو مقابل سعر الصرف السائد وهو 1 يورو= 110 دج.

بعد مرور 6 أشهر إذا صدقت توقعات المستثمر وارتفع سعر صرف الدينار مقابل اليورو مثلا إلى مستوى 1 يورو=120 دج، عندها يكون المستثمر قد حقق ربحا من عملية التغطية (تجنب خسارة محققة) قدره 10000000 دج (لأنه دفع مقابل 1 مليون يورو ما قيمته 110000000 دج بدل 120000000 دج). أما إذا لم تصدق توقعاته وانخفض سعر صرف الدينار مقابل اليورو مثلا لمستوى 1 يورو= 105 دينار، عندها يكون المستثمر قد حقق خسارة من عملية التغطية التي قام بها قدرها 5000000 دج (لأنه دفع مقابل 1 مليون يورو ما قيمته 110000000 دج بدل 105000000 دج).

### 4\_4\_ المتدخلون في سوق الصرف

يتدخل في سوق الصرف<sup>1</sup>:

أ\_ البنك المركزي: باعتبار البنك المركزي مؤسسة عمومية تأتي في قمة هرم الجهاز المصرفي و يعد بنك البنوك فانه يقوم بمجموعة من المهام من بينها التدخل في سوق الصرف الأجنبي بهدف تحديد سعر صرف العملة حيث يتدخل عن طريق القيام بعمليات السوق المفتوحة على العملات الأجنبية، و من جهة ثانية بتنفيذ أوامر الحكومة باعتباره بنك الدولة في المعاملات الخاصة بالعملة ، يكون هذا التدخل من قبل البنك المركزي من اجل حماية مركز العملة المحلية أو بعض العملات الأخرى باعتباره مسؤولا عن سعر صرف العملة.

<sup>1</sup> Henry Bourguinat : op-cit, pp 209.

## الفصل الثالث: سعر الصرف، أنظمة الصرف والنظريات المفسرة له

ب\_ البنوك التجارية: وتقوم بشراء وبيع العملات الأجنبية إلى المستخدمين التقليديين و التجار و المضاربين و لحسابها الخاص فأعوان الصرف العاملون في البنوك يجمعون أوامر الزبائن، و يقومون بمقاصات و يحولون إلى السوق الفئاض من عرض أو طلب العملات الصعبة ويتوفرون على أجهزة إعلام آلي تنقل آخر الأسعار المطبقة بين البنوك في مختلف الساحات المالية العالمية، ومهمة أعوان الصرف هي معالجة الأوامر قصد تمكينها من الحصول على أفضل سعر وتحقيق مكاسب لصالح بنوكها.

ج\_ السماسرة (العملاء): هم وسطاء نشطين ذوي أهمية بالغة يقومون بتجميع أوامر الشراء أو البيع للعملات الصعبة لصالح عدة بنوك أو متعاملين آخرين و يقومون بضمان الاتصال بين البنوك و إعطاء معلومات عن التسعيرة المعمولة بها في البيع و الشراء دون الكشف عن أسماء المؤسسات البائعة و المشتريه لهذه العملات.

### 5\_ النظريات المحددة لسعر الصرف

لقد تعددت النظريات بتعدد الأنظمة النقدية التي اتخذت مقاييس مختلفة يتم على أساسها اختيار القاعدة النقدية. و هناك عدد من النظريات نافست و فسرت كيفية تحديد سعر الصرف من أوجه مختلفة.

### 5\_1\_ نظرية تكافؤ القوى الشرائية

تشير هذه النظرية إلى أن وحدة واحدة من عملة ما يتوجب أن تشري نفس الكمية من السلع والخدمات في جميع أنحاء العالم. حيث أن هذه النظرية تحدد المستوى العام للأسعار على أنه العامل الرئيسي في تحديد أسعار الصرف على المدى الطويل، وتم بنائها وفق ما يعرف بـ"قانون السعر الواحد".

يشير قانون السعر الواحد إلى أن جميع السلع يتوجب أن تباع بنفس السعر في مختلف دول العالم، وأن أي اختلاف في الأسعار لنفس السلعة بين الأسواق الدولية سوف يدفع من خلال عملية التحكيم إلى تطابق الأسعار بين الإقتصاديات المعنية بالاختلاف في الأسعار<sup>1</sup>.

من هذا المنطلق جاءت نظرية تكافؤ القوى الشرائية لتؤكد على أن العملة الواحدة يكون لها نفس القوة الشرائية في جميع دول العالم، وعليه فإن سعر الصرف الإسمي بين عمليتي دولتين هو عبارة عن النسبة بين المستويات العامة للأسعار في كلا البلدين، أي:

<sup>1</sup> Gregory Mankiw: « Macroeconomics », 5<sup>th</sup> edition, worth publishers, 2002, pp 137-139.

## الفصل الثالث: سعر الصرف، أنظمة الصرف والنظريات المفسرة له

حيث أن:

$e$ : سعر الصرف على عدم التأكد،  $p$ : المستوى العام للأسعار المحلية،  $p^*$ : المستوى العام للأسعار الأجنبية.

ورغم فعالية هذه النظرية في إعطاء تفسير صحيح إلى حد كبير لتحركات أسعار الصرف خصوصا على المدى الطويل إلا أنها عانت من انتقادات أكدت وجود قصور في مصداقية تفسيرها أهمها<sup>1</sup>:

— هنالك العديد من السلع والخدمات تختلف أسعارها بين الإقتصاديات العالمية لكنها لا تخضع للتجارة الدولية وبالتالي لن تكون محل عملية تحكيم تسمح بتطابق أسعارها كنتيجة لذلك ومن ثم بقاء اختلاف في أسعار بعض المنتجات نفسها بين الدول، ومن ثم تختلف سلة السلع والخدمات التي تشتريها العملة الواحدة من دولة لأخرى نظرا لاختلاف الأسعار وعدم تطابقها.

— عدم بروز العديد من السلع والخدمات القابلة للمتاجرة دوليا كبدائل تامة مما يزيد من احتمال بقاء الاختلاف في أسعار السلعة أو الخدمة الواحدة بين الدول، فعلى سبيل المثال يفضل بعض المستهلكين الجبن الإيطالي في حين يفضل آخرون الجبن الفرنسي، ومن ثم ورغم وجود اختلاف بين سعري الجبن في كلتا الدولتين، لن يكون هنالك وجود لعملية التحكيم بحكم أن المستهلكين لا يهتمون للسعر بقدر ما يهتمون بنوعية وجودة المنتج، ومن ثم فإن كمية الجبن الذي تشتريه العملة في فرنسا لن تكون هي نفس الكمية التي تشتريها العملة في إيطاليا بحكم اختلاف سعره في كلا البلدين.

— عدم الأخذ بعين الاعتبار لتكاليف النقل والمعاملات وحتى الرسوم الجمركية التي تدخل في تحديد سعر المنتج المتاجر به دوليا، مما يعني عدم تطابق سعر المنتج بين بلدين باعتبار سعر الصرف بينهما وبقاء الاختلاف في أسعار المنتج الواحد واردة بين الدول.

— تركز هذه النظرية في تفسيرها لتغيرات سعر الصرف على ما تخلقه حركة السلع والخدمات على المستوى الدولي من عرض وطلب للعملات الأجنبية، في حين أنها تتجاهل تأثير طلب وعرض العملات الأجنبية الخاص بتداول الأصول المالية والذي يتجاوز في اليوم الواحد ما يعادل شهر كامل من طلب وعرض العملات الأجنبية لأغراض التجارة الدولية، وبالتالي فهو يفسر أيضا إلى حد كبير التغير في مستويات أسعار الصرف لعديد الإقتصاديات العالمية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Ibid, p 139.

<sup>2</sup> Alan Blinder and William Baumol : « Macroeconomics ; principles and policy », eleventh edition, South-Western Cengage Learning, 2009, p 367.

## الفصل الثالث: سعر الصرف، أنظمة الصرف والنظريات المفسرة له

وعموما تبرز أربعة عوامل تؤثر بشكل رئيسي على مستويات أسعار الصرف على المدى الطويل هي<sup>1</sup>:  
\_ مستويات الأسعار النسبية: عند ارتفاع مستويات الأسعار المحلية نسبة إلى مستويات الأسعار الأجنبية التي تبقى مستقرة، فإن ذلك يعني تراجع طلب الأجانب على السلع المحلية مما يعني تراجع الطلب على العملة المحلية وانخفاض سعر صرفها، والعكس في حال بقاء مستويات الأسعار المحلية ثابتة مقابل ارتفاع مستويات الأسعار الأجنبية، فذلك يعني تزايد طلب الأجانب على السلع المحلية ومن ثم زيادة طلب العملة المحلية بما يؤدي لارتفاع سعر صرفها.

\_ الحواجز التجارية: تؤثر الحواجز التجارية كالرسوم الجمركية والضرائب وأنظمة الحصص على مستويات أسعار الصرف من حيث أنها تحد من الطلب على الواردات ومن ثم تدفع إلى تراجع عرض العملة المحلية بما يساهم في رفع مستوى سعر صرفها.

\_ تفضيلات المستهلكين: تؤثر تفضيلات المستهلكين على مستويات سعر الصرف من خلال الدور الطي تلعبه في اتجاه وحجم التجارة الدولية صادرات وواردات. فتفضيل المستهلكين المحليين للسلع الأجنبية مقارنة بالسلع المحلية رغم ارتفاع أسعارها يزيد من عرض العملة المحلية بما يساهم في تراجع مستوى سعر صرفها.  
\_ مستويات الإنتاجية: يساهم ارتفاع مستوى الإنتاجية في اقتصاد دولة ما مقارنة بمستوياتها في الخارج إلى دفع الأسعار المحلية للانخفاض بما يساهم في تزايد الطلب الأجنبي على السلع المحلية وبالتالي ارتفاع سعر صرف العملة المحلية.

### 5\_2\_ نظرية تعادل أسعار الفائدة

تعمل نظرية تعادل أسعار الفائدة على تفسير تغيرات أسعار الصرف على المدى القصير من خلال التركيز على تدفقات رؤوس الأموال التي تحددها أسعار الفائدة محليا ودوليا. إذ أنه ونتيجة للحجم الكبير للمعاملات المتعلقة بالأصول المالية والذي يتجاوز بشكل كبيرا جدا معاملات التجارة الدولية، فإن تغيرات سعر الصرف التي تتم يوميا من مستوى لآخر تفسرها ديناميكية العرض والطلب على الأصول المالية المقومة بمختلف العملات الأجنبية والتي تحركها المستويات المختلفة لأسعار الفائدة بين الإقتصاديات العالمية<sup>2</sup>.

ليكن  $i^D$  معدل الفائدة على الودائع بالعملة المحلية و  $i^F$  معدل الفائدة على الودائع بعملة أجنبية ما، اختلاف معدلات الفائدة على توظيف الأصول المالية هو ما يدفع المستثمرين إلى البحث عن المردودية الأكبر

<sup>1</sup> Frederic Mishkin: op-cit, pp 421, 422.

<sup>2</sup> Ibid, p 443.

## الفصل الثالث: سعر الصرف، أنظمة الصرف والنظريات المفسرة له

لتوظيف رؤوس أموالهم، لكن ذلك لا يجب أن يلغي ضرورة الأخذ بعين الاعتبار تقلب سعر صرف عملة التوظيف، إذ نجد مثلا أن ارتفاع قيمة العملة المحلية بنسبة 5% سيجعل من قيمة فائدة التوظيف بالعملة المحلية معبر عنها بالعملة الأجنبية أكبر بـ 5% عن مستواها السابق قبل تغير مستوى سعر الصرف، والعكس في حال تراجع قيمة العملة المحلية أين تصبح قيمة فائدى التوظيف بالعملة المحلية معبر عنها بالعملة الأجنبية منخفضة بـ 5% عن مستواها السابق قبل تغير مستوى سعر الصرف.

وبالتالي إذا اعتبرنا أن:  $E_t$  هو سعر الصرف الآني للعملة المحلية مقابل العملة الأجنبية و  $E_{t+1}$  هو سعر الصرف الآجل، فإن قيمة العائد المتوقع على التوظيف بالعملة المحلية  $R^D$  معبر عنه بالعملة الأجنبية يكتب وفق العلاقة التالية التي تعني مجموع الفائدة على التوظيف بالعملة المحلية و قيمة التغير في سعر صرف العملة المحلية كما يلي:

وباعتبار أن الفائدة المتوقعة على التوظيف بالعملة الأجنبية هي  $i^F$ ، نجد أن الفرق بين التوظفين هو:

أي أنه كلما ارتفع الفارق بين التوظيف بالعملة المحلية والتوظيف بالعملة الأجنبية ليكون موجبا كلما دفع ذلك لمزيد من تملك المستثمرين للودائع بالعملة المحلية، وعند مستوى معين من عرض وطلب الودائع بالعملة المحلية والودائع بالعملة الأجنبية، يصبح لا وجود للفرق بين التوظيف في كلا الأصلين، ومن ثم تصح المعادلة رقم (2) تساوي 0 أي نجد:

والمعادلة (3) أعلاه تسمى بشرط تكافؤ معدلات الفائدة، والتي تشير إلى أن معدل الفائدة المحلي يساوي إلى معدل الفائدة الأجنبي مخصوم منه الإرتفاع في سعر صرف العملة المحلية، كما يعبر عنه أنه يساوي إلى معدل الفائدة الأجنبي مضاف إليه الإرتفاع في سعر صرف العملة الأجنبية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Ibid, pp 444- 447.

### 5\_3\_ نظرية الأرصدة

تقوم هذه النظرية على اعتبار أن قيمة العملة الخارجية تتحدد على أساس ما يطرأ على أرصدة ميزان المدفوعات من تغير و ليس على أساس كمية النقود و سرعة تداولها. و بالتالي فإذا حقق ميزان المدفوعات لدولة ما فائضا فإن ذلك يعني زيادة الطلب على العملة الوطنية و هذا يؤدي إلى ارتفاع قيمتها الخارجية، و يحدث العكس عند حدوث عجز في ميزان المدفوعات الذي يدل على زيادة العرض من العملة الوطنية و بالتالي انخفاض قيمتها الخارجية.

يستدل البعض على صحة هذه النظرية من خلال تجربة ألمانيا مع المارك خلال الحرب العالمية الأولى بحيث أنه رغم الزيادة المعتبرة في كمية النقود المتداولة و سرعة تداولها و ارتفاعها فإن العملة الألمانية لم تتأثر و لم تعرف قيمتها الخارجية للانخفاض و السبب في ذلك هو تعادل جانب ميزان المدفوعات الذي لم يسمح لها بزيادة وارداتها عن صادراتها، أو بعبارة أخرى لم يكن هناك رصيد دائن أو مدين في ميزان المدفوعات يؤثر على القيمة الخارجية للعملة.

## الفصل الرابع: تطور النظام النقدي الدولي

1\_ ماهية النظام النقدي الدولي

2\_ مراحل تطور النظام النقدي الدولي

3\_ النظام النقدي الدولي الحالي

## الفصل الرابع: تطور النظام النقدي الدولي

### 1\_ ماهية النظام النقدي الدولي

يعبر النظام النقدي الدولي عن مجموع الإتفاقيات والقواعد والسياسات، والبيئة الإقتصادية والسياسية والمؤسسية التي تحدد تحقق إثنين من المنافع العامة الدولية وهي: عملة أو عملات الإحتياطات الدولية والإستقرار الخارجي.

حيث أن الإتفاقيات والقواعد والسياسات تشمل من بين عديد الأمور ما يتعلق ب: ضبط السيولة الدولية، تعديل الإختلالات الخارجية، تحديد أنظمة الصرف، ترتيبات الرقابة والإشراف وآليات تجنب الأزمات ومعالجتها. في حين أن البيئة الإقتصادية والسياسية والمؤسسية تشمل مثلاً: بيئة التجارة الحرة، درجة تأثير اقتصاد ما على النظام ككل، درجة التنسيق والتعاون الدولي في إدارة النظام... الخ<sup>1</sup>.

كما يعبر النظام النقدي الدولي عن مجموعة القواعد والإتفاقيات والمؤسسات التي تحكم: سير السياسات النقدية والتنسيق فيما بينها، أسعار الصرف وتوفير السيولة الدولية<sup>2</sup>. حيث تقيم فعاليته انطلاقاً من ثلاثة معايير رئيسية هي:

— الآليات التي يوفرها لمعالجة الإختلالات الدولية في موازين المدفوعات، من حيث تكلفتها وسرعتها في تحقيق التصحيح في وضعية ميزان المدفوعات.

— قدرته على توفير السيولة الكافية لتسوية المبادلات التجارية والمالية من جهة ومعالجة الإختلالات في موازين المدفوعات من جهة أخرى.

— قدرته على كسب ثقة مختلف الأطراف الفاعلة في الإقتصاد العالمي، وذلك يتجلى بالأساس من خلال فعالية آليات التصحيح فيه وتوفيره للسيولة الكافية.

### 2\_ مراحل تطور النظام النقدي الدولي

شهد الإقتصاد العالمي عديد المراحل التي مر بها النظام النقدي الدولي، والتي كانت نتاج التطورات الإقتصادية المتعاقبة التي كانت تستلزم بالضرورة تغييراً في شكل النظام النقدي الدولي السائد بما يساهم في تحقيق الإستقرار النقدي للإقتصاد العالمي.

<sup>1</sup> Ettore Dorrucci and Julie McKay : « The international monetary system after the financial crisis », European Central Bank, occasional paper series N° 123, February 2011, p 9.

<sup>2</sup> Emmanuel Farhi et al : « Reforming the International Monetary System », Centre for Economic Policy Research, 2011, p 7.

### 2\_1\_ نظام قاعدة الذهب: 1870\_1914

أشار عديد الاقتصاديين إلى أن هذا النظام كان الأكثر نجاحا في مراحل تطور النظام النقدي الدولي نتيجة ما تميزت به تلك الفترة من: التحرير النسبي للتجارة الدولية، تحرير الحساب المالي، قلة الحروب ودرجة التنافسية العالية لسوقي العمل والسلع. حيث ارتكز هذا النظام على تثبيت كل دولة لقيمتها بعملتها بنسبة ثابتة مع الذهب، وباعتبار بريطانيا القوة المالية الرئيسية آنذاك في الاقتصاد العالمي من جهة والتأثير الإيجابي لهذا النظام على الإقتصاد العالمي من جهة أخرى، اكتسب الجنيه الإسترليني دورا محوريا ضمن المبادلات الدولية بشكل جعله يبرز بمثابة "العملة القيادية" في الإقتصاد العالمي.

### 2\_1\_1\_ أصوله التاريخية

يرتكز نظام قاعدة الذهب على استعمال الذهب (القطع الذهبية) كوحدة تبادل، وحدة حساب ومخزن للقيمة، والتي تعبر بمثابة وظائف الذهب منذ القدم. ويعود بناء هذا النظام بشكل قانوني إلى سنة 1819 حينما أقر البرلمان البريطاني المركزي باستبدال الأوراق النقدية مقابل الذهب في حالة طلب ذلك وفق نسب ثابتة. ونتيجة لما نتج عن هذا النظام من آثار إيجابية على الإقتصاد البريطاني، تبنت دول أخرى إبان القرن 19 هذا النظام في محاولة منها للإستفادة من ميزاته، كألمانيا واليابان والولايات المتحدة الأمريكية التي تخلت عنه إبان الحرب الأهلية وأعدت تبنيه سنة 1879 حين ربطت الدولار بالذهب وانتظرت سنة 1900 لتصدر ما يعرف بوثيقة « gold standard » التي أعطت الأساس القانوني لهذا النظام، وهو ما عزز من بروز نظام قاعدة الذهب كنظام صرف ثابت في شكل الوجه الرئيسي للنظام النقدي الدولي<sup>3</sup>.

### 2\_1\_2\_ شروط تطبيقه

يمكن اختصار أهم شروط تطبيق هذا النظام فيما يلي:

— احترام قيد المقابل الذهبي حين إصدار العملة من قبل البنك المركزي، أين يتوجب على الدولة المعنية امتلاك مخزون من الذهب يكافئ حجم الكتلة النقدية المتداولة.

— تستمد قيمة العملة من كمية الذهب المقابل لها، حيث أن كل عملة تساوي وفق نسبة ثابتة وزنا معيناً من الذهب، وتؤدي هذه النسب ما بين الذهب والعملات وفق طريقة الاسعار المتقاطعة إلى أسعار صرف ثابتة بين جميع العملات.

<sup>3</sup> Paul Krugman and Maurice Obstfeld : « International economics ; theory and policy », 6<sup>th</sup> edition, Pearson education, USA, 2003, p 537

## الفصل الرابع: تطور النظام النقدي الدولي

– التزام كل بنك مركزي في كل دولة في ظل هذا النظام بصرف أي كمية من الذهب في مقابل عملته الوطنية والعكس، على أساس النسبة المحددة كما ذكر سابقا.

### 2\_1\_3\_ التوازن الإقتصادي في ظل نظام قاعدة الذهب

كان التوازن الإقتصادي في ظل نظام قاعدة الذهب يتحقق وفق ما يلي<sup>4</sup>:

– **التوازن الداخلي:** كان من بين الأهداف الرئيسية لهذا النظام هو العمل على استقرار المستوى العام للأسعار محليا، وذلك من خلال الحد من إصدار الكتلة النقدية وربطها فقط بما يقابلها من مخزون الذهب على أساس النسبة المحددة، وهو ما تحقق خلال فترة تطبيق وسريان هذا النظام إلى غاية اندلاع الحرب العالمية الأولى. وعلى مستوى التشغيل، فإن هذا النظام لم يكن له تأثير كبير على هذا المستوى وذلك نتيجة ارتكاز السياسة الإقتصادية في تلك الفترة على استهداف تحقيق التوازن الخارجي واستقرار المستوى العام للأسعار محليا، في حين أن استهداف معدل النمو والبطالة هي أهداف لم تستهدفها السياسة الإقتصادية إلا بعد أزمة الكساد الكبير سنة 1929.

– **التوازن الخارجي:** كان الهدف الرئيسي للبنك المركزي هو الحفاظ على النسبة الثابتة بين العملة المحلية والذهب، وهو ما كان يستوجب منه الإستحواذ على نسبة معينة من احتياطات الذهب. وقد كان تعديل الإختلال في موازين المدفوعات يتم عن طريق تدفقات الذهب دخولا وخروجا التي سبق توضيحها في الفصل الثاني.

### 2\_1\_4\_ انهيار نظام قاعدة الذهب

كان مجيء الحرب العالمية الأولى بمثابة الشرارة الأولى لانحيار نظام قاعدة الذهب، إذ أنها دفعت بالعديد من الدول إلى فرض قيود على حركة رؤوس الأموال مع العمل على تخزين الذهب والمبالغة في الإصدار النقدي لتمويل نفقاتها العسكرية. وحتى بعد نهاية الحرب، فإن كثيرا من الدول وقصد التعافي من الآثار السلبية للحرب على اقتصادياتها، لجأت لتمويل إعادة الإعمار عن طريق مزيد من الإصدار النقدي الذي انفصل عن الذهب كمييار محدد له من جهة ودفعت عديد البنوك المركزية للتخلي عن قابلية تحويل الأوراق النقدية إلى ذهب<sup>5</sup>، مما سبب آنذاك حالة من عدم الإستقرار في الأسعار التي بلغت مستويات قياسية في عديد الدول، وعجل بانحيار

<sup>4</sup> Ibid, pp 537-541.

<sup>5</sup> Emmanuel Nyahoho : « Finances internationales : théorie, politique et pratique », 2<sup>ème</sup> édition, Presses de l'Université du Québec, 2002, p 359.

## الفصل الرابع: تطور النظام النقدي الدولي

نظام قاعدة الذهب رغم بعض محاولات العودة إليه والتي باءت بالفشل نتيجة العجز عن الوفاء بالمرتكزات الأساسية التي يقوم عليها في ظل مخلفات الحرب العالمية الأولى.

### 2\_2\_ نظام الصرف-ذهب ما بين الحربين العالميتين الأولى والثانية

انعقد في مدينة جنوى الإيطالية مؤتمرًا ضم عديد الدول كفرنسا وبريطانيا واليابان وفرنسا مع إيطاليا المضيفة، وذلك بغرض العودة لنظام قاعدة الذهب وتعزيز التعاون بين البنوك المركزية لتحقيق التوازن الداخلي والخارجي. إذ أنه وبحكم العرض المحدود للذهب وعدم كفايته لتلبية حاجيات البنوك المركزية من الإحتياجات الدولية، أقر المؤتمر منح الإمكانية للدول الصغيرة لتشكيل احتياطاتها الدولية من عملات الدول القوية التي تكون مجبرة على تشكيل احتياطاتها الدولية بالكامل من الذهب.

وارتكز نظام الصرف\_ذهب الذي بدأ العمل به سنة 1925 مع إقرار بريطانيا قابلية تحويل الجنيه إلى ذهب ثم تبعتها بالولايات المتحدة الأمريكية، وهو ما أعطى للدولار والجنيه القبول الدولي في تسوية المبادلات والإصدار النقدي باعتبارها عملات دولية تحل محل الذهب\_وفق نسب معينة\_ في النظام النقدي الدولي<sup>6</sup>.

وقد كان لجيء أزمة الكساد التصحمي سنة 1929 تحولاً رئيسياً في سير النظام النقدي الدولي، إذ أنها دفعت عديد الدول إلى اتباع سياسات حمائية لدعم اقتصادياتها المحلية التي تأثرت سلباً من تداعيات الأزمة، كان من أهمها سياسة تخفيض قيمة العملة أو ما يعرف بـ"سياسة إفقار الجار"<sup>\*</sup> التي كان اتباعها من طرف عديد الدول أولى مشاهد ما يعرف أيضاً بـ"حرب العملات"<sup>\*\*</sup>، وهو ما خلق حالة لا استقرار في الإقتصاد العالمي ساهمت في تزايد عدم الثقة وعدم الإئتمان في العملات الدولية الرئيسية من بينها: الجنيه الإسترليني الذي خفضت قيمته سنة 1931، الدولار الأمريكي خفضت قيمته سنة 1934 والفرنك الفرنسي سنة 1936، وهو ما عزز من انهيار نظام الصرف\_ذهب خاصة بعد انقسام الساحة النقدية الدولية إلى مناطق نقدية عديدة أهمها: منطقة الدولار الأمريكي، منطقة الفرنك الفرنسي، منطقة الجنيه الإسترليني، منطقة الين الياباني ومنطقة الروبل الروسي.

<sup>6</sup> Paul Krugman and Maurice Obstfeld : op-cit, pp 543, 544 .

<sup>\*</sup>سميت كذلك لأنها تقوم من خلال خفض قيمة العملة المحلية مع العملات الأجنبية على جعل المنتجات المحلية منخفضة الأسعار مقابل جعل المنتجات الأجنبية مرتفعة الأسعار، بما يمكن من كسب مزايا اقتصادية على حساب الإقتصاديات الأخرى وبالتالي تحويل المشكلات الاقتصادية الداخلية للإقتصاديات الخارجية.

<sup>\*\*</sup> حرب العملات تعبر عن حالة التنافس التي يشهدها الإقتصاد العالمي بين مختلف الدول في تخفيض قيم عملاتها لدعم صادراتها والحد من وارداتها.

### 2\_3\_ نظام "بريتون وودز"

إن انهيار نظام الصرف\_ذهب نتيجة تعدد العملات الدولية المستخدمة إلى جانب الذهب بعد تعدد المناطق النقدية، وفي ظل استحالة العودة لنظام قاعدة الذهب والفوضى في التجارة الدولية والتمويل الدولي التي سادت الإقتصاد العالمي بعد الحرب العالمية الأولى، ومخلفات أزمة الكساد التضخمي وما سببته من شكوك كبيرة حول مدى استمرارية النظام الرأسمالي، خصوصاً بعد بروز الإتحاد السوفياتي في ثوب مبهر نتيجة عدم تأثره الكبير بتداعيات الأزمة، عملت الدول الرأسمالية بعد نهاية الحرب العالمية الثانية على التفكير في إعادة بناء نظام نقدي دولي يعيد إحياء مظاهر العولمة من جديد ويتميز بالمرونة والفعالية بما يضمن تحقيق الإستقرار النقدي وتطور المبادلات التجارية والمالية الدولية.

وفي ظل هذه الرغبة، كانت الحرب العالمية الثانية قد ألحقت أضراراً كبيرة باقتصاديات الدول الأوروبية، وخرج الإقتصاد الأمريكي المستفيد الأكبر في تلك الفترة في ظل القوة المالية والإقتصادية والسياسية والعسكرية التي تمتعت بها آنذاك الولايات المتحدة الأمريكية. وهو ما كان من بين الأسباب الرئيسية كي تدعو الولايات المتحدة الأمريكية إلى عقد مؤتمر دولي في "بريتون وودز" بـ"نيوهامبشاير" سنة 1944 يهدف إلى إنشاء نظام نقدي دولي يسمح بإعادة بناء وازدهار الإقتصاد العالمي الحر ويجنب تكرار التقلبات النقدية الدولية السابقة، حيث تكون هي الدولة المحورية في الإقتصاد العالمي والدولار الأمريكي الركيزة الأساسية في النظام الجديد، وفي ذلك محاولة للعب نفس الدور الذي كانت تلعبه بريطانيا وعمالتها الجنيه الإسترليني في الإقتصاد العالمي قبل الحرب العالمية الأولى. لكن هذه الرغبة الأمريكية في الهيمنة على النظام النقدي الدولي الجديد قابلتها رغبة مقابلة من طرف بريطانيا في استعادة دورها القيادي في الإقتصاد العالمي أو على الأقل تحييد الدور الأمريكي وتفزيمة في الإقتصاد العالمي، حيث تجلت ملامح هذا الصراع في تقدم كل قطب لمقترحه الخاص لشكل النظام النقدي الدولي الجديد.

### 2\_3\_1\_ مقترحا النظام النقدي الدولي الجديد

انعقد مؤتمر "بريتون وودز" بـ"نيوهامبشاير" في الفترة ما بين 1 و 22 جويلية 1944 بحضور حوالي 730 مندوب من 44 دولة مع عضو ملاحظ عن الإتحاد السوفياتي، أين شهد هذا المؤتمر تقديم مقترحين للشكل الجديد للنظام النقدي الدولي كما يبرز فيما يلي<sup>7</sup>:

<sup>7</sup> Emmanuel Nyahoho : op-cit, p 361.

## الفصل الرابع: تطور النظام النقدي الدولي

### أ\_ المقترح البريطاني لـ"جون ماينارد كينز"

تولى الإقتصادي البريطاني الشهير "جون ماينارد كينز" بلورة التصور البريطاني لمستقبل النظام النقدي الدولي بعد الحرب العالمية الثانية، والذي ارتكز على تأسيس بنك دولي يتولى منح قروض للدول العضوة فيه ويسهل تسوية المبادلات الدولية. إذ يتم من خلال هذا المقترح وضع عملة دولية تسمى "البانكور" دون إزالة العملات الوطنية التي يتم ربط قيمتها مع "البانكور" بنسب ثابتة، يتم إصدارها من قبل هيئة يتم تأسيسها تسمى بـ"الإتحاد الدولي للمقاصة" وفق الحاجيات الواقعية للتجارة الدولية، وتتولى هذه الهيئة منح اعتمادات للدول الأعضاء بما يكفي لتغطية مبادلاتها بشرط أن تتوافق والمبادئ الأساسية للهيئة النقدية الدولية. وقد قابلت الولايات المتحدة الأمريكية المشروع البريطاني بالرفض، لأن فيه محاولة لعزل أية إمكانية للدول القوية في السيطرة على النظام النقدي الدولي الجديد، باعتباره يركز على إعطاء صلاحيات إدارة الشؤون النقدية والمالية في الإقتصاد العالمي لهيئة دولية محايدة.

### ب\_ المقترح الأمريكي لـ"هاري ديكستر وايت"

تولى "هاري ديكستر وايت" وهو مساعد وكيل الخزانة الأمريكية بلورة التصور الأمريكي حول مستقبل النظام النقدي الدولي بعد الحرب العالمية الثانية. والذي ارتكز على إنشاء مؤسسات مالية دولية في شكل "صندوق النقد الدولي" و "البنك الدولي للإنشاء والتعمير"، تتولى تنظيم الشؤون النقدية والمالية في الإقتصاد العالمي في إطار قاعدة الصرف\_ذهب، يكون فيها الدولار الأمريكي العملة الوحيدة المرتبطة بالذهب، في حين تتحدد قيم باقي العملات الدولية بنسب ثابتة مع الدولار.

ارتكز عمل مقترح "وايت" على منح صندوق النقد الدولي قروضا للدول الأعضاء التي تعاني من اختلالات مالية ليرز بذلك على أنه صندوق دعم للإستقرار، إذ تشترك الدول الأعضاء فيما بينها لتجميع موارده المالية ممن خلال مساهمات مشكلة من الذهب وعملات أجنبية، ويلتزم الصندوق في إطار هذا المقترح بمبادلة العملات الوطنية للدول الأعضاء، والتزامها بشراء أو بيع كميات من الذهب والعملات الأجنبية مع الصندوق بما يمكن من عودة اقتصادياتها لحالتها التوازنية. ويمكن للدول الأعضاء في ظل هذا المقترح التقدم بطلب تغيير مستويات سعر صرفها في ظل العمل على تحقيق الإستقرار الأهداف الرئيسية المتمثلة في لإستقرار النقدي وتوازن ميزان المدفوعات.

## الفصل الرابع: تطور النظام النقدي الدولي

وقد لاقى الإقتراح الأمريكي القبول من طرف أعضاء المؤتمر مقارنة بالمقترح البريطاني، نظرا للضغط الأمريكي الذي فرض على الدول المشاركة انطلاقا من الثقل السياسي والإقتصادي الذي كانت تتميز به الولايات المتحدة الأمريكية آنذاك.

### 2\_3\_2\_ خصائص نظام بريتون وودز

ارتكز نظام بريتون وودز على جملة من الخصائص فسرت آلية عمله وهي<sup>8</sup>:

#### أ\_ ثبات سعر الصرف

ارتكز النظام على ثبات أسعار صرف العملات الدولية وفق نسبة ثابتة مع الدولار الأمريكي الذي يساوي بدوره وفق نسبة ثابتة مع الذهب حددت عند مستوى: 1 أوقية ذهب = 35 دولار أمريكي، مع السماح بhamش تحرك للعملات محدد بـ 1% صعودا وهبوطا من قيمة سعر الصرف الرسمي المحدد، ولا يسمح بتغيير هذا المجال إلا في حالة الإختلالات الأساسية. وفي حال ما إذا تطلب الواقع الفعلي تغييرا في قيمة العملة يتجاوز 10% صعودا أو هبوطا، فإن ذلك يتطلب موافقة من صندوق النقد الدولي.

#### ب\_ حرية التحويل

نص نظام بريتون وودز من خلال اتفاقية صندوق النقد الدولي أحد أهم المؤسسات المالية المنبثقة عنه، على ضرورة أن تتمتع عملات الدول الأعضاء فيه بقابلية التحويل، والتي يقصد بها استعمال العملات المعنية بكل حرية في المبادلات الدولية. وقد اشترطت قابلية التحويل فقط في العمليات الجارية، لكنه ونظرا لوجود بعض الدول التي تعاني من احتياطات صرف ضعيفة غير كافية، أقر السماح للدول المعنية باللجوء لتطبيق الرقابة على الصرف فيما تعلق بالعمليات الرأسمالية في ميزان المدفوعات.

#### ج\_ تقديم الإعانة للدول الأعضاء

نصت بنود النظام على أن صندوق النقد الدولي يتولى تقديم الدعم المالي للدول الأعضاء التي تعاني من حالة إيقاف للمدفوعات أو ما يعرف بـ "حالة عدم التوازن الأساسي"، والتي تنتج عن زيادة الإمتصاص (الطلب) عن حجم الإنتاج كما يبرز فيما يلي:

<sup>8</sup> Ibid, p 362.

## الفصل الرابع: تطور النظام النقدي الدولي

$$Y=X+I+G+X-M.....(1)$$

وبافتراض أن:  $C+I+G=A$  يمثل الطلب الكلي، نجد:

$$Y-A= X-M.....(2)$$

من المعادلة 2 نجد أنه إذا كان حجم الإنتاج  $Y$  أقل من حجم الطلب الكلي  $A$  فإن ذلك يعني أن حجم الصادرات  $X$  أقل من حجم الواردات  $M$  وهي الحالة التي تعرف بـ "الإختلال الأساسي". ويشترط في تقديم هذه الإعانة خضوع الدول المعنية إلى جملة من الشروط تخص سياساتها الاقتصادية من خلال البرامج التي يقرها صندوق النقد الدولي في إطار ما يعرف بمبدأ "الشرطية" في تقديم الإعانة للدول الأعضاء ذات العجز.

### د\_ الدور المحوري للدولار الأمريكي

ارتكز هذا النظام على اعتبار الدولار كعملة دولية قيادية تستخدم في المبادلات المالية والتجارية أساسا بحكم ارتباط قيمتها بشكل مباشر مع الذهب، انطلاقا من القوة المالية خصوصا والإقتصادية عموما التي تحوزها الولايات المتحدة الأمريكية آنذاك. إذ أن رغبة أي دولة في امتلاك الذهب لا تكون إلا من خلال مبادلته بالدولار الأمريكي الذي اعتبر العملة الوحيدة القابلة للتحويل إلى ذهب باللجوء إلى الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي الذي كان يمتلك آنذاك حوالي ثلثي المخزون العالمي للذهب.

### 2\_3\_3\_ انهيار نظام "بريتون وودز"

إن الخصائص التي ارتكز عليها نظام بریتون وودز باعتبار الدولار العملة القيادية الدولية والوحيدة القابلة للتحويل من وإلى الذهب على وجه الخصوص كانت سببا رئيسيا لانحيار هذا النظام. حيث أن هذه الخاصية كانت تستلزم بالضرورة أن يتواجد ميزان المدفوعات الأمريكي في حالة عجز حتى تتوافر بقية الدول على الدولارات التي تمكنها من تسوية مبادلاتها التجارية والمالية خصوصا الدول ذات العملات غير القابلة للتحويل. ومن جهة أخرى وفي ظل ارتكاز هذا النظام على خاصية ثبات أسعار صرف العملات الدولية عند مستوى 1 أوقية = 35 دولار، فإن ذلك كان يعني أن تواصل عجز ميزان المدفوعات الأمريكي يقابله تواجد الدولار في مستوى أعلى من قيمته الحقيقية، وهو ما يعني وجود تناقض في هذا النظام الذي يجمع بين خاصيتي ضرورة عجز ميزان المدفوعات الأمريكي من جهة وثبات أسعار الصرف من جهة أخرى.

وقد تميزت السنوات الأولى بعد اتفاقية بریتون وودز بما يسمى "ظاهرة نقص الدولار" نتيجة الطلب المتزايد من الدول المتضررة أساسا من الحرب العالمية الثانية على الدولار لتمويل نفقاتها، لكن الوضع تغير بعد ذلك أين

## الفصل الرابع: تطور النظام النقدي الدولي

تحول الإقتصاد العالمي مع حلول سنة 1960 إلى "ظاهرة تحمة الدولار" بعد العجز الكبير في ميزان المدفوعات الأمريكي نتيجة تزايد استثماراتها في الخارج ومخلفات حرب الفيتنام، وهو ما انعكس سلبا على المخزون الأمريكي من الذهب الذي تراجع من حوالي 25 مليار دولار سنة 1950 إلى حوالي 10 مليار دولار سنة 1970، نتيجة لجوء البنوك المركزية الأجنبية لتحويل أصولها من الدولار إلى ذهب كرد فعل لتوقعاتها حول تخفيض قيمة الدولار مع الذهب.<sup>9</sup>

وقد كانت أولى التحذيرات حول اختلالات نظام بريتون وودز قد أطلقها الإقتصادي "تريفن" الذي أشار إلى أنه وفي ظل تنامي عجز ميزان المدفوعات الأمريكي، فإن هذا النظام يتميز بمعضلة أن الولايات المتحدة الأمريكية إما تلجأ لاتباع سياسة نقدية مقيدة للحد من هذا العجز وبالتالي التسبب في "نقص الدولار" والحد من نمو المبادلات الدولية كنتيجة لذلك، أو أن تستمر في سياستها الحالية التي تزيد من تراكم العجز في ميزان مدفوعاتها بما يتسبب في تراجع الثقة في الدولار الأمريكي. وعلى هذا الأساس اقترح على صندوق النقد الدولي تأسيس عملة خاصة به تكون محايدة، تحتفظ بها البنوك المركزية كاحتياطات بديلة للدولار الأمريكي، يكون إصدارها وفق معدلات ثابتة ومستقرة مع نمو الإقتصاد العالمي.

وتمت الموافقة على اقتراح "تريفن" من قبل صندوق النقد الدولي سنة 1967 من خلال إصدار ما عرف بـ"حقوق السحب الخاصة" التي اقتصر استعمالها كوحدة حساب لحصص الدول الأعضاء دون تحويلها لعملة احتياط ومبادلات دولية من جهة لضغوط أمريكية ومن جهة لتزايد بوادر فشل نظام الصرف الثابت في تلك الفترة، خصوصا ما شهدته نهاية الستينات سنوات 1967 و 1968 من بروز هجمات مضاربة على انخفاض سعر صرف الدولار الأمريكي مع الذهب، وهو ما دفع البنوك المركزية آنذاك للإعلان عن إنشاء سوق مزدوجة للذهب أين يخصص أحد السوقين لمعاملات الخواص وفق تغيرات العرض والطلب في حين يخصص السوق الثاني للمعاملات الرسمية بين البنوك المركزية والتي تتم على أساس سعر الصرف الدولار مع الذهب المحدد سابقا بـ 1 أونصة تساوي 35 دولار أمريكي.

ومع توالي الضغوطات على الدولار الأمريكي الذي أصبح مقوما بأعلى من قيمته الحقيقية، لم تكن عملية تخفيض قيمة الدولار مع الذهب عملية سهلة باعتبارها تتطلب تنسيقا مع البنوك المركزية الأجنبية لتعيد هي الأخرى ربط قيم عملاتها مع الدولار عند مستويات مختلفة ومرتفعة في الغالب، وهو ما رفضته عديد الدول نتيجة تأثيرات ذلك الرفع على تنافسية صادراتها. ومن ثم ففي ظل عدم التوصل لاتفاق قام الرئيس الأمريكي "نيكسون"

<sup>9</sup> Idem, p 365.

## الفصل الرابع: تطور النظام النقدي الدولي

في 15 أوت 1971 بالإعلان عن وقف قابلية تحويل الدولار إلى ذهب، وفرض ضريبة تقدر بـ10% على الواردات الأمريكية إلى غاية توصل البنوك المركزية الأجنبية لاتفاق يقضي بإعادة تقييم عملاتها عند مستويات أعلى.

وفي ديسمبر 1971 تم التوصل لاتفاق بتخفيض قيمة الدولار الأمريكي مع العملات الأجنبية بحوالي 8% ومعها تم إلغاء ضريبة 10% مع الإبقاء على إلغاء قابلية تحويل الدولار إلى ذهب، وتم تخفيض سعر صرف الدولار الأمريكي مع الذهب إلى مستوى 1 أونصة ذهب يساوي 38 دولار أمريكي ثم خفضت مرة أخرى في فيفري 1973 بـ10% بحكم استمرار هجمات المضاربة على تخفيض قيمة الدولار مع الذهب، التي دفعت في مارس 1973 إلى الإعلان عن التخلي عن نظام الصرف الثابت والتوجه نحو تعويم أصغر الصرف<sup>10</sup>.

### 2\_4\_ الاتحاد النقدي الأوروبي

شكل تأسيس الاتحاد النقدي الأوروبي أو ما يعرف أيضا بـ"منطقة اليورو" بمثابة تحول هام في النظام النقدي الدولي وخارطة الإقتصاد العالمي، نظرا لما مثله من ثقل ومكانة هامة تزيد من أهمية دراسته والبحث في مختلف الجوانب المتعلقة به.

فقد دفعت الأزمة النقدية التي مست نظام "بريتون وودز" سنوات 1968 و 1969 الدول الأوروبية المنضوية تحت لواء المجموعة الإقتصادية الأوروبية التي نشأت عن اتفاقية روما سنة 1957، إلى إعادة النظر في حساباتها خصوصا وأن هذه الأزمة دفعت إلى ارتفاع في قيمة المارك الألماني وانخفاض في قيمة الفرنك الفرنسي مما أدى إلى اختلال السياسة السعرية الموحدة ومن ثم إلحاق الضرر بشكل مباشر بنجاح السياسة الزراعية المشتركة التي كانت تعتبر النجاح الأبرز لهذا التكتل الإقتصادي، ومن هذا المنطلق فقد اتفق القادة الأوروبيون على تعيين لجنة يقودها "بيار وارنر" الوزير الأول لدولة لوكسمبورغ للبحث في موضوع تأسيس اتحاد اقتصاد نقدي أوروبي، إذ قدم تقريره سنة 1970 مقترحا تثبيت أسعار الصرف الأوروبية البنينة وتأسيس نظام اتحادي للبنوك المركزية الأوروبية.<sup>11</sup>

تجسدت المرحلة الأولى لتأسيس الاتحاد الإقتصادي والنقدي الأوروبي بناء على تقرير "وارنر" في العمل على تقليص تقلبات أسعار صرف عملات الدول الأعضاء، كقاعدة أولى ورئيسية دون تحديد المراحل الأخرى والإجراءات الخاصة بها، ونظرا لما تميزت به مرحلة السبعينات من القرن العشرين من تعويم للدولار الأمريكي سنة

<sup>10</sup> Paul Krugman and Maurice Obstfeld : op-cit, pp 557-561.

<sup>11</sup> Michael Klein : « European monetary union », New England Economic Review, 1998, p 5.

## الفصل الرابع: تطور النظام النقدي الدولي

1971، فقد دفع ذلك المجموعة الاقتصادية الأوروبية إلى العمل على تثبيت أسعار صرف عملاتها خصوصا مع الضغوط العديدة التي أصبحت تواجهها في ظل التطورات النقدية العالمية آنذاك، وتجلى ذلك في إنشاء آلية "الثعبان في النفق" سنة 1972 والتي يقصد بها إبقاء تحركات أسعار صرف عملات دول المجموعة (الثعبان) ضمن نطاق 4.5% ارتفاعا وانخفاضا مقابل الدولار الأمريكي (النفق). لكن ونتيجة لأزمة النفط سنة 1973 واختلاف السياسات الوطنية في مواجهة تداعياتها فقد أدى ذلك إلى انهيار هذه الآلية التي لم تصمد أكثر من سنتين بعد تعرض العديد من عملات الدول الأعضاء إلى تقلبات حادة كالفرنك الفرنسي الذي خرج عن نطاق النفق ثلاث مرات، لكن ذلك لم يثن من عزيمة الأوروبيين في المضي قدما نحو العمل على استقرار أسعار صرف عملاتهم، وتم الإتفاق في مارس 1979 بناء على اقتراح رئيس المجموعة الأوروبية "روي جينكينز" سنة 1977 على تأسيس "النظام النقدي الأوروبي"، الذي أقر آلية صرف أوروبية تحدد استقرار أسعار صرف الدول العضوة مستقرة هامش معين حدد بـ 2.25% ارتفاعا وانخفاضا، مع استثناء كل من الليرة الإيطالية، البيزيطة الإسبانية، الإيسكودو البرتغالية والباوند البريطاني وهي العملات التي ترك لها هامش ارتفاع وانخفاض محدد بـ 6%.

وفي سنة 1988 أوكل إلى "جاك ديلورز" تكوين لجنة خاصة تتكون من محافظي البنوك المركزية للدول الأعضاء للبحث في موضوع إنشاء إتحاد اقتصادي ونقدي أوروبي، إذ تمت التوصية في تقريره بإنشاء الإتحاد النقدي الأوروبي والعملة الموحدة على ثلاثة مراحل رئيسية: الأولى تتميز بتوسيع العضوية في آلية سعر الصرف، الثانية تتضمن تقريب هوامش تحرك سعر الصرف وتقليصها مع تحويل إدارة السياسات الاقتصادية الكلية من مستوى وطني إلى مستوى تعاوني عن طريق هيئة أوروبية مركزية، والثالثة تتضمن تأسيس النظام الأوروبي للبنوك المركزية لتعويض البنوك المركزية الوطنية من جهة وتأسيس العملة الأوروبية الموحدة لتعويض العملات الأوروبية الوطنية.<sup>12</sup>

وفي 7 فيفري 1992 تم الإمضاء على اتفاقية ماستريخت التي بدأ الشروع في تطبيق ما جاء فيها في 1 نوفمبر 1993، والتي اعتبرت بمثابة إعادة صياغة لما جاء في اتفاقية روما التأسيسية للمجموعة الاقتصادية الأوروبية التي تحولت تسميتها بناء على هذه الإتفاقية إلى المجموعة الأوروبية، حيث أقرت هذه الإتفاقية في بنودها ضرورة تحقيق بعض الإجراءات في المرحلة الثانية والثالثة للدول العضوة في المجموعة وذلك كشروط تمهد لانضمامها وقبولها في الإتحاد النقدي الأوروبي وهي ما اصطلح عليها بـ "معايير التقارب" والمتمثلة فيما يلي<sup>13</sup>:

<sup>12</sup> Ibid, p 6.

<sup>13</sup> Idem, p

## الفصل الرابع: تطور النظام النقدي الدولي

\_\_ أن لا يزيد معدل التضخم في الدول الأعضاء عن 1.5 نقطة مئوية عن متوسط معدل التضخم في أحسن ثلاثة دول داخل الإتحاد أداء فيما يخص استقرار الأسعار؛

\_\_ احترام نطاق تقلبات أسعار الصرف لعملات الدول الأعضاء التي حددها النظام النقدي الأوروبي، دون أية ضغوطات أو تخفيضات ضد أية عملة من عملات باقي الدول ؛

\_\_ أن لا يتجاوز متوسط معدل الفائدة طويل الأجل طوال مدة سنة كاملة 2 نقطة مئوية عن متوسط معدل الفائدة في أحسن ثلاث دول داخل الإتحاد أداء فيما يخص استقرار الأسعار ؛

\_\_ أن لا يتجاوز كل من عجز الميزانية 3% من الناتج الداخلي الخام و نسبة الدين العام إلى الناتج الداخلي الخام نسبة 60%.

وفي 2 ماي 1998 أعلن المجلس الأوروبي أن 11 دولة وهي : فرنسا، ألمانيا، إسبانيا، البرتغال، إيطاليا، لوكسمبورغ، بلجيكا، فنلندا، إيرلندا، النمسا وهولندا قد استكملت شروط التقارب التي حددتها اتفاقية ماستريخت للدخول في المرحلة الثالثة من الإتحاد النقدي الأوروبي، مع التحديد النهائي لمعدلات تحويل عملات الدول المعنية مقابل العملة الأوروبية الموحدة المستقبلية وهي "اليورو".

وقد تبع ذلك الإعلان الرسمي عن تأسيس البنك المركزي الأوروبي في 1 جوان 1998 والذي يحل حسب ما أوصت به اتفاقية تأسيس المجموعة الأوروبية في البند 123 محل المعهد النقدي الأوروبي، حيث يشكل رفقة البنوك المركزية الوطنية النظام الأوروبي الذي يعمل على وضع وصياغة السياسة النقدية الموحدة بداية من المرحلة الثالثة، حيث أنه في 1 جانفي 1999 بدأت المرحلة الثالثة والأخيرة في بناء الإتحاد النقدي الأوروبي، والتي تميزت في بدايتها بالثبات غير القابل للإلغاء لأسعار صرف عملات الدول الأعضاء الـ 11 مقابل اليورو، والعمل وفق السياسة النقدية الموحدة التي يقرها البنك المركزي الأوروبي.

وقد كان العمل بالعملة الأوروبية الموحدة "اليورو" افتراضيا إلى غاية سنة 2002 التي شهدت رسميا إطلاق النقود المعدنية والورقية من "اليورو" وتأسيس ما يسمى بـ"منطقة اليورو"، ثم شهد الإتحاد النقدي الأوروبي توسعا بعد انضمام العديد من الدول التي تمكنت من استكمال الشروط الضرورية التي أوصت بها اتفاقية ماستريخت التي أمضي عليها سنة 1992، ليصل عدد الدول المنضوية فيه إلى 19 دولة لغاية سنة 2015.

ويتولى البنك المركزي الأوروبي في ظل ما يسمى "النظام الأوروبي للبنوك المركزية" الذي يضم محافظي البنوك المركزية الوطنية للدول الأعضاء صياغة ووضع السياسة النقدية الموحدة للإتحاد. وتعتبر هذه الآلية تقليدا لآلية عمل نظام الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي، أين نجد أن الولايات المتحدة الأمريكية تملك احتياطي فيديرالي مركزي يتولى

## الفصل الرابع: تطور النظام النقدي الدولي

وضع السياسة النقدية الأمريكية بالتعاون مع محافظي الفيدرالي الأمريكي لـ 12 فيدرالية تتكون منها الولايات المتحدة الأمريكية.

### 3\_ النظام النقدي الدولي الحالي

يشهد الاقتصاد العالمي اليوم أنواعا مختلفة من الاختلالات الدولية التي ساهمت في عديد المرات في نشوء أزمات كان لها تداعياتها السلبية على تطور الإقتصاد العالمي لسنوات. ويرى العديد من الإقتصاديين أن سبب هذه الإختلالات هو عدم وجود نظام نقدي دولي قائم بحد ذاته كما كان الحال عليه في ظل نظام قاعدة الذهب أو في ظل نظام بريتون وودز. فالبلدان الكبرى تلجأ مثلا لتطبيق سياسات توسعية من خلال خفض أسعار الفائدة أو من خلال التوسع في الإنفاق العام لتصحيح اختلالاتها قصيرة الأجل بغض النظر عن التداعيات السلبية لتلك السياسات على المدى الطويل في الإقتصاد العالمي، ولم يعد هنالك ما يحدد ويلزم بقواعد متفق عليها دوليا لتقييد الإجراءات التي تتبعها مختلف الدول بما يهدف لتحقيق منافع طويلة الأجل للإقتصاد العالمي ككل.

### 3\_1\_ واقع النظام الدولي الحالي

يمكن قراءة الوضع الحالي للنظام النقدي الدولي السائد من خلال النقاط التالية<sup>14</sup>:

– **أسعار الصرف**: يتميز النظام النقدي الدولي الحالي بكونه هجيناً من حيث ترتيبات سعر الصرف، باعتبار أن أكبر الإقتصاديات العالمية لا تتشارك في نظام صرف واحد أو ركيزة إسمية موحدة. إذ أن ثلثي أكبر 40 اقتصادا في العالم تتبع نظام صرف معوم في حين أن الثلث الآخر ينقسم بين نظام الصرف الثابت والعائم الموجه.

– **ميزان المدفوعات**: مع توالي تحرير الحساب المالي وعمليات التجارة الدولية، تزايد الإختلال في موازين المدفوعات في الإقتصاد العالمي من خلال وضعية الحساب الجاري ليكون بذلك صفة مميزة للنظام النقدي الحالي، الذي يعرف ارتفاعا ملحوظا في التدفقات المالية – كنتيجة لتطور العوامة المالية – التي ارتفعت بين سنتي 1970 و 2007 من 40% كنسبة من الناتج العالمي إلى 300% .

– **الإحتياطات الدولية**: يرى الكثير من الباحثين أن من أهم ميزات النظام النقدي الحالي مقارنة بنظام بريتون وودز هو تزايد توجه الدول خصوصا النامية منها لرفع رصيدها من الإحتياطات الدولية بالتزامن مع اختلالات الحساب الجاري فيها، وهذا يعبر عن غياب آلية توازن تلقائية لأسعار الصرف في ظل النظام الحالي مما يستوجب العمل على الإحتفاظ بإحتياطات دولية.

<sup>14</sup> Eric Santor and Lawrence schembri : « The International Monetary System: An Assessment and Avenue for Reform », Bank of Canada review, 2011, pp 2-4.

ـ المؤسسات: يعمل النظام النقدي الدولي الحالي في إطار مجموعة معقدة من الهيئات والمؤسسات التي تعمل من خلال وضع مجموعة من القواعد والإجراءات على تحقيق الإستقرار النقدي والمالي في الإقتصاد العالمي، وتبرز أهم هذه المؤسسات في: صندوق النقد الدولي، بنك التسويات الدولية ومجموعة العشرين. لكن عمل هذه المؤسسات لم يكن فعالاً في تقدير المخاطر التي تواجه النشاط الإقتصادي من جهة ولا التداعيات المترتبة عنها في حال إدراكها من جهة أخرى، مما كان سبباً هاماً في تعرض الإقتصاد العالمي للعديد من الأزمات.

### 3\_2\_ أوجه قصور النظام النقدي الدولي الحالي

تعتبر اختلالات النظام النقدي الدولي الحالي نتاج العديد من القصور أهمها هي<sup>15</sup>:

ـ غياب آلية دولية تلقائية لتصحيح الاختلالات: إن تجنب التعرض لأزمات تعصف بالإقتصاد العالمي المترابط أن يكون هنالك تنسيق بين الدول سواء ذات العجز أو الفائض لتصحيح اختلالات الحساب الجاري دون أعباء، وهنا تبرز آلية سعر الصرف من أهم أدوات التصحيح من خلال تأثيراتها على مستوى الإنتاجية وتنافسية الصادرات، لكن هذه الآلية بفعل عوامل غياب التنسيق الدولي وتحركات أسواق الصرف وغيرها لا تعمل كما هو ضروري.

ـ التأثير السلبي للقرارات الإقتصادية في الدول الكبرى على اقتصاديات الدول الصغيرة: تعمل الدول الكبرى على اللجوء للتوسع النقدي وتخفيض معدلات الفائدة لدعم اقتصادياتها بغض النظر عن تأثيرات ذلك في المدى المتوسط والطويل على الإقتصاديات الصغيرة التي تفقد بذلك سيادتها الإقتصادية؛

ـ غياب قاعدة دولية معينة يركز عليها مثلاً في التوسع النقدي وتحديد معدلات الفائدة: إذ أكل بنك مركزي يعتمد على قاعدة معينة في ضبط العرض النقدي أو في توجيه معدلات الفائدة مما يؤدي في ظل اقتصاد عالمي معولم إلى حدوث اضطرابات في تدفقات رؤوس الأموال؛

ـ عدم وجود مصادر كافية لتوفير السيولة دولياً: إن تعرض الإقتصاد العالمي لأزمة كما أبرزته العديد من التجارب يدفع إلى بروز أزمة سيولة دولية لا يستطيع صندوق النقد الدولي الذي يفترض به تقديم المساعدة على الوفاء بمتطلبات السيولة اللازمة لتجنب تعاضم الأزمة ومن ثم تسريع وتيرة تحقيق التعافي الإقتصادي.

<sup>15</sup> وليام وايت: "خلل في النظام"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 52، العدد 1، مارس 2015، ص ص

## الفصل الخامس: الأسواق المالية الدولية

1\_ السوق النقدية الدولية

2\_ سوق السندات الدولية

3\_ سوق الأسهم الدولية

## الفصل الخامس: مدخل إلى الأسواق المالية الدولية

### 1\_ السوق النقدية الدولية

يحوز موضوع التمويل عن طريق الأسواق المالية أهمية كبرى في الحياة الإقتصادية، وذلك انطلاقا لما يتميز به من مرونة عالية وسرعة كبيرة في استقطاب رؤوس الأموال، وهو ما أكسب الأسواق المالية دورا محوريا في عملية توفير السيولة ومن ثم تحقيق رغبات أطراف العملية التمويلية سواء كانوا أصحاب الفائض أو أصحاب العجز.

تشير السوق النقدية الدولية إلى الآلية التي تمكن الحكومات والمؤسسات من مختلف دول العالم من الحصول على رؤوس الأموال قصيرة الأجل كتمويل، إذ تركز على الودائع بالعملة الأجنبية التي تحوز عليها البنوك من مختلف الأطراف والتي يتم التعامل بها لفترة وجيزة، حيث أن هذه السوق لا تتيح التمويل فقط وإنما تتيح الحصول على التمويل وفق العملة المرغوبة انطلاقا من تنوع الودائع على مستوى البنوك.

ولا تختلف أدوات السوق النقدية الدولية عن نظيرتها المحلية، لكن أهميتها وتزايد دورها في الإقتصاد العالمي يعود إلى تطور المصدر الرئيسي لرؤوس الأموال في هذه السوق والمتمثل في الودائع بالعملة الأجنبية على مستوى البنوك أو ما يعرف بـ"سوق اليورو عملات".

### 1\_1\_ سوق اليورو عملات

#### 1\_1\_1\_ ماهية سوق اليورو عملات

تعتبر "اليورو عملات" عن الودائع بالعملة الأجنبية القابلة للتحويل على مستوى بنوك متواجدة خارج النظام النقدي للعملة المعنية"، إذ يمكن لمختلف العملات الأجنبية أن تتواجد كودائع في مختلف البنوك العالمية في لندن، طوكيو، باريس، سنغافورة وغيرها، وجاء استعمال مصطلح "اليورو" للدلالة على تواجد هذه العملات خارج حدود نظامها النقدي الأصلي وليس للدلالة على تواجدها في أوروبا فقط، إذ أن "اليورو دولار" مثلا لا يعبر عن الدولار المتواجد كودائع في بنوك أوروبا بل يشمل أيضا حتى الدولار المتواجد في بنوك طوكيو وكندا وغيرها<sup>1</sup>.

يعبر سوق اليورو عملات عن السوق الذي تتداول على مستواه رؤوس الأموال خارج حدود الدول المصدرة لها، في حين أن البنوك التي تتلقى ودائع وتمنح قروضا بعملة تختلف عن عملة البلد الأصلي لها تسمى بـ"البنوك الأوروبية"، حيث أن هذه التسمية لا تعبر عن مؤسسة بقدر ما تعبر عن وظيفة معينة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>Emmanuel Nyahoho : op-cit, p 184

<sup>2</sup> Prakash Apte: «International finance; a business perspective », 2<sup>nd</sup> edition, Tata Mcgraw-Hill, 2009, pp 145,146.

## الفصل الخامس: مدخل إلى الأسواق المالية الدولية

### 1\_1\_2\_ عوامل تطور سوق اليورو عملات

تبرز أهم العوامل التي ساهمت في تطور سوق اليورو عملات ما يلي<sup>1</sup>:

— بدأ ظهور اليورو دولار في نهاية الخمسينات من القرن العشرين التي شهدت تطورا ملحوظا في التجارة الدولية، مما استلزم زيادة الطلب على الدولار لتسوية المبادلات الدولية وهو ما كان سببا في تواجده على مستوى بنوك عديد الإقتصاديات العالمية خارج الولايات المتحدة الأمريكية؛

— ساهمت الحرب الباردة بين الولايات المتحدة الأمريكية والإتحاد السوفياتي في تطور سوق اليورو عملات خصوصا من خلال التأثير على تطور سوق اليورو دولار. إذ أن تخوف السوفيات من مصادرة الولايات المتحدة الأمريكية لرؤوس أموالهم بالدولار المحصل عليها من مبادلات الإتحاد السوفياتي التجارية مع الإقتصاديات الغربية دفعت بهم لإيداعها في بنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية. ونتيجة لتجميد الحسابات المالية الإيرانية في البنوك الأمريكية سنوات السبعينات بقرار من الولايات المتحدة الأمريكية، لجأت عديد الدولار العربية إلى إيداع رؤوس أموالها بالدولار المحصل عليها من بيع البترول (البترودولار) في بنوك متواجدة في أوروبا، مما ساهم في تنامي سوق اليورو دولار.

— ساهمت التنظيمات والتشريعات الخاصة بالعمل البنكي في التأثير إيجابا على تطور سوق اليورو عملات. إذ أن ردة فعل الحكومة البريطانية اتجاه أزمة الجنيه الإسترليني سنة 1957 كانت حمائية، من خلال منع البنوك البريطانية من منح قروض لتمويل التجارة خارج منطقة الجنيه الإسترليني. وهو ما دفع البنوك البريطانية وقصد توسيع نشاطها إلى قبول ودائع بالدولار ومنح قروض بالدولار بما أن ذلك لا يتعارض والقوانين المالية المنظمة، خصوصا بعد تكديس الكثير من الفوائض المالية بالدولار خارج الولايات المتحدة الأمريكية نتيجة العجز المستمر في ميزان مدفوعاتها بداية من الستينات.

وفي بداية الستينات طبقت الولايات المتحدة الأمريكية بعض القرارات التي تحد من الإقراض للخارج، من خلال فرض ضريبة تهدف إلى الحد من مشتريات الأمريكيين للأصول الأجنبية وتقليص منح قروض في الخارج، مما ساهم في رفع معدل الفائدة في البنوك الأمريكية ومن ثم دفع المؤسسات المحلية والأجنبية للإقراض من الخارج خصوصا من المركز المالي بلندن، وهو الأمر الذي دفع إلى موجة انتقال للدولار إليه بلندن للوفاء باحتياجات المقترضين فيه من العملة الأمريكية. كما طبقت السلطات النقدية الأمريكية ما يعرف بتعليمة Q التي تنص على

<sup>1</sup> Ibid, pp 148-149.

## الفصل الخامس: مدخل إلى الأسواق المالية الدولية

تسقيف معدل الفائدة معدل الودائع قصيرة الأجل، مما دفع بالمدخرين إلى سحب وودائعهم الدولارية من البنوك الأمريكية وإيداعها في فروعها في لندن.

— من بين العوامل التي ساهمت أيضا في تطور سوق اليورو عملات هو ما تعلق باختلاف التعامل ما بين الودائع بالعملة المحلية والودائع بالعملات الأجنبية على مستوى الأنظمة المصرفية النقدية في الإقتصاديات العالمية. حيث نجد مثلا أنه في بريطانيا كانت البنوك غير ملزمة بالإحتياطي الإجباري فيما تعلق بالودائع بالعملات الأجنبية على عكس ما هو معمول به في الولايات المتحدة الأمريكية التي تجبر فيها البنوك على الإحتفاظ بنسبة الإحتياطي الإجباري بغض النظر عن مصدر الوديعة (عملتها). كما كانت بعض المراكز المالية كلندن مثلا تقدم حوافز على الودائع بالعملات الأجنبية لتشجيع تدفقها من خلال الحد أو إلغاء الضريبة على الفوائد — ساهم التحرير المالية وانفتاح الأنظمة والأسواق المال العالمية على بعضها البعض في زيادة انتقال رؤوس الأموال بمختلف العملات الأجنبية بين المراكز المالية العالمية بكل حرية.

### 1\_2\_1 سوق اليوروقروض

#### 1\_2\_1\_1 ماهيو سوق اليوروقروض

يعرف اليورو قرض على أنه عبارة عن القرض المحرر بعملة تختلف عن عملة البلد الذي حرر فيه. حيث ترتبط اليورو قروض باليورو عملات، أين يعتبر تداول العملات الأجنبية خارج حدود الدول المصدرة لها كودائع ومنحها في شكل قروض هو ما أدى لظهور ما يسمى ب"اليورو قروض". تمنح "اليوروقروض" من طرف تكتل أو إتحاد مجموعة من البنوك فيما بينها، إذ تحرر في الغالب بالدولار الأمريكي باعتبار أن هذه الأخير هو العملة المسيطرة على سوق اليورو عملات الذي يعد المصدر الرئيسي لتمويل اليوروقروض.

#### 1\_2\_1\_2 تطور سوق اليوروقروض

اختص سوق اليورو قروض في بداياته في ستينات القرن العشرين بتقديم قروض للدول ذات الملاءة المالية الجيدة، لكنه ومع بداية منتصف السبعينات وتزايد تطور سوق اليورو عملات، امتد سوق اليوروقروض ليشمل الدول النامية التي كانت في حاجة للموارد المالية لتنمية اقتصادياتها المتراجعة. لكن ومع بداية سنوات الثمانينات تعرضت عديد الدول النامية إلى ما عرف ب"أزمة المديونية" التي وضعته في حالة عجز عن الوفاء بالتزاماتها المالية وهو ما أثر سلبا على تطور سوق اليوروقروض الذي امتنعت فيه "البنوك الأوروبية" عن تقديم مزيد من اليوروقروض

## الفصل الخامس: مدخل إلى الأسواق المالية الدولية

للدول النامية نتيجة ارتفاع درجة المخاطرة، مما دفع إلى تحول وجهة اليوروقروض إلى الدول ذات الملاءة الجيدة العضوة في منظمة التنمية والتعاون الإقتصادي التي تسيطر على حوالي 85% من حجم السوق.

### 1\_2\_3\_ خصائص سوق اليوروقروض

يتميز سوق اليورو قروض الذي يختص بحوال 30% من سوق المال الدولية بجملة خصائص كما يلي<sup>1</sup>:

— المدة: تتراوح مدة استحقاق اليورو قروض في المتوسط بـ 5 سنوات ولا تتجاوز غالبا 10 سنوات؛

— القيمة المالية: تتميز اليوروقروض بالقيم المالية المرتفعة أين يقدر الحد الأدنى لها في الغالب عند حدود

10 مليون دولار.

— سعر الفائدة: يتميز سعر الفائدة على اليوروقروض بالتغير كل مدة 3 أو 6 أو 12 شهرا ولهذا يطلق

عليها "قروض rollover". حيث أن سعر الفائدة عليها يتكون من سعر مرجعي يسمى بـ "الليبور" أو ما

يعرف بسعر لندن للإقراض ما بين البنوك\* « LIBOR » والذي تضاف له قيمة هامشية ربحية معينة تسمى بـ

« spread »، والتي تمثل الجانب المتغير في سعر الفائدة على اليوروقروض وتعلق بتقييم خطر القرض وقيمته

ومدة استحقاقه.

### 1\_2\_4\_ آلية تقديم اليوروقروض

يتم تقديم اليوروقروض وفق عملية متسلسلة كما يتوضح فيما يلي<sup>2</sup>:

أ\_ تحديد الإحتياجات: أول مرحلة في تقديم اليوروقرض هي التحديد الأولي للإحتياجات من طرف الجهة

المقتضة من حيث القيمة المالية ومدة الإستحقاق لأنها تعتبر معلومات وبيانات أساسية.

ب\_ دراسة السوق: ياولى المقترض إجراء اتصالات مع عدد من البنوك لدراسة السوق المصرفي واتجاهات

القروض من حيث القيم المالية للقروض الممنوحة وفترات استحقاقها. وبعد ذلك يبدأ المقترض بالتشاور مع البنوك

من خلال تقديم طلب القرض وخصائصه من حيث القيمة المطلوبة وفترة الإستحقاق والضمانات المقدمة، وانتظار

تقديم البنوك لعروضها خلال فترة محددة.

ج\_ اختيار العرض: إن اختيار المقترض للعرض يكون على أساس الخصائص التي يتميز بها والتي تتعلق اساسا

بالجانب المالي الذي يشمل معدل الفائدة مضاف إليه عمولات مختلفة كما يبرز فيما سيأتي:

<sup>1</sup> Jean-Louis Amelon·Jean-Marie Cardebat: « Les nouveaux défis de l'internationalisation: Quel développement pour les entreprises apres la crise ?», 1<sup>er</sup> édition, édition De Boeck université, Bruxelles, 2010, pp 371, 372.

<sup>2</sup> Ibid, p 372.

## الفصل الخامس: مدخل إلى الأسواق المالية الدولية

- ـ عمولة التسيير: يعبر عنها كنسبة مئوية من القيمة الإجمالية لليوروقرض، وتدفع مرة واحدة عند الإمضاء على عقد القرض أو خلال مهلة لا تتعدى 60 يوما من تاريخ الإمضاء.
- ـ عمولة الإلتزام: يعبر عنها كنسبة مئوية سنوية من القيمة المالية غير المستخدمة من قيمة القرض وتدفع خلال نفس توقيت دفع الفوائد.
- ـ عمولة الوكالة: هي عبارة عن قيمة مالية معينة تدفع سنويا كمكافأة للوكالة البنكية التي تتولى تسيير شؤون القرض خلال مدى استحقاقه.
- ـ مصاريف أخرى: وهي التي تتعلق بالجوانب القانونية وعملية المفاوضات والإشهار لعقد القرض.... الخ.
- وعليه يختار المقترض العرض الأنسب له من خلال المقارنة بين التكاليف المالية لمختلف العروض المقدمة له من طرف البنوك.
- ـ المراسلة: بعد اختيار العرض المناسب، ترسل مراسلة إلى البنك الذي تم اختياره، تضم: قيمة القرض، معدل الفائدة، فترة الإستحقاق، فترة السماح، العمولات.... الخ.
- ـ إعداد المذكرة الإعلامية: تتضمن المذكرة الإعلامية التعريف بالمقترض ونشاطه وسجله الإئتماني ومختلف التقارير المالية الخاصة بنشاطه ومعلومات عن الدولة التي يتبع لها قصد إتاحتها أمام البنوك التي يحتمل أن تشارك في هذا القرض.
- ـ المشاركة في القرض: بعد اطلاع مختلف البنوك على المذكرة الإعلامية، يوافق عدد منها على الدخول والمشاركة في توفير القيمة المالية لليوروقرض، وهنا نجد:
- ـ المدير الرئيسي: وهو البنك المساهم بأكبر حصة في القيمة الإجمالية ويقود بدور البنك الوكيل؛
- ـ المدير: هو البنك ذو المساهمة المالية الأقل مقارنة بالمدير الرئيسي؛
- ـ المدير المساعد: هي البنوك صاحبة الحصة المالية الأقل مقارنة بالمدرء؛
- ـ المشاركون العاديون: هي البنوك صاحبة أقل حصة من بين جميع المشاركين.
- ـ التوقيع على عقد القرض: بعد الإتفاق على جميع البنود المتعلقة بالقرض وتحديد البنوك المشاركة فيه، يتم في جلسة علنية التوقيع على عقد القرض.

## الفصل الخامس: مدخل إلى الأسواق المالية الدولية

### 2\_ سوق السندات الدولية

#### 2\_1\_ ماهية سوق السندات الدولية

يعبر سوق السندات الدولية عن السوق الذي يتم فيه تداول سندات من متعاملين أجنبية محررة بعملة أجنبية عنهم ومتداولة خارج الحدود الوطنية. إذ يتم في هذا الصدد التمييز بين نوعين من السندات الدولية<sup>1</sup>:

— **السندات الأوروبية**: هي عبارة عن السندات التي يتم إصدارها من طرف مقترضين في سوق مالي أجنبي ومحررة بعملة تختلف عن عملة البلد الذي تم إصدارها فيه. ومثال ذلك أن تصدر مؤسسة سوناطراك الجزائرية سندات في سوق لندن المالي محررة بالدولار الأمريكي.

— **السندات الأجنبية**: هي عبارة عن السندات التي يتم إصدارها من طرف مقترضين في سوق مالي أجنبي ومحررة بنفس عملة البلد الذي تم إصدارها فيه. ومثال ذلك أن تصدر مؤسسة سوناطراك الجزائرية سندات في سوق نيويورك المالي محررة بالدولار الأمريكي.

#### 2\_2\_ تطور سوق السندات الدولية

كان إصدار السندات الدولية عاملا رئيسيا في زيادة التدفقات المالية عبر الحدود، إذ تم البدء في إصدار السندات الأجنبية سنوات الخمسينات من القرن العشرين، أين توجه العديد من المقترضون من مختلف دول العالم لطرح سندات في الأسواق المالية الأمريكية ( تسمى "سندات اليانكي" « Yankee Bonds » ) للحصول على رؤوس أموال بالدولار الأمريكي الذي كان يتميز خلال تلك الفترة بالندرة وزيادة الطلب عليه. وفي فترة الستينات قامت السلطات الأمريكية بإصدار تشريعات وقوانين تقيّد من إصدار سندات اليانكي من طرف المقترضين الأجانب، وهو ما دفع العديد من المقترضين للتوجه لإصدار سندات بالدولار في أسواق مالية لدول أخرى خصوصا في أوروبا، وهو ما دفع لبروز ما يعرف بالسندات الأوروبية التي أصدرها لأول مرة سنة 1963 من طرف شركة "أوتوستراد" الإيطالية التي أصدرت سندات يورودولار. وشهدت السندات الأوروبية بعد ذلك تطورا ملحوظا باعتبارها تخلو من العديد من القيود التي تواجه الأنواع الأخرى من السندات (المحلية والأجنبية)، حيث تعتبر السندات الأوروبية المصدرة بالدولار (سندات اليورودولار) الأكثر إصدارا باعتبار المكانة الريادية والمحورية للدولار في الإقتصاد العالمي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Frederic Mishkin: op-cit, p 28.

<sup>2</sup> S. Kevin: « Fundamentals of international financial management », PHI learning, New Delhi, 2009, pp 267,268.

## الفصل الخامس: مدخل إلى الأسواق المالية الدولية

### 3\_ سوق الأسهم الدولية

تلجأ العديد من الشركات والمؤسسات إلى رفع رأسمالها عن طريق طرح الأسهم في أسواق رأس المال الدولية (البورصات) من جهة لتوفير التمويل ومن جهة أخرى للحصول على رصيد كاف من العملات الأجنبية الضرورية للقيام بمشاريعها التي تكون عادة منتشرة في مختلف دول العالم. ومن هذا المنطلق فإن المؤسسات الدولية ذات النشاط الإقتصادي الدولي الواسع والشركات المتعددة الجنسيات تعتبر أهم الأطراف المصدرة للأسهم في سوق الأسهم الدولية .

وتطور سوق الأسهم الدولية بالأساس بداية من ثمانينات القرن العشرين، أين كانت المؤسسات الأجنبية تطرح أسهمها في أسواق الأسهم الأمريكية. ومع تنامي وتوسع هذا السوق خصوصا لما يمثله أيضا من خلال عمليات التداول بيعا وشراء كمصدر ربح للمستثمرين من جهة وما يمثله التوسع الدولي من آلية لتنويع المحفظة المالية وتجنب المخاطر المالية، ظهرت العديد من الصناديق الإستثمارية المتخصصة في بيع وشراء الأسهم من أسواق رأس المال الدولية، وتنوعت ما بين صناديق استثمار تعاونية خاصة، صناديق تحوط وصناديق الثروة السيادية، إذ أنه وبحكم العولمة المالية وتدويل سوق الأسهم لم يعد المستثمرين يهتمون فقط بتطورات مؤشر البورصة المحلية بل يمتد ليشمل بقية مؤشرات أسواق الأسهم الدولية الرئيسية التي تمتد فيها استثماراتهم المحفظة<sup>1</sup>.

### 4\_ الأطراف الفاعلة في الأسواق المالية الدولية

تبرز أهم الأطراف الفاعلة في الأسواق المالية الدولية في:

#### 4\_1\_ صناديق الثروة السيادية

تعتبر صناديق الثروة السيادية من أهم الأطراف الفاعلة في أسواق الأسهم الدولية، خصوصا بعد الأزمة المالية العالمية لـ2008 التي أعقبتها عمليات إنقاذ مالي لشركات عديدة قامت بها هذه الصناديق مما أدى إلى تزايد الإهتمام والتركيز على دورها في الأسواق المالية الدولية والإقتصاد العالمي عموما.

#### 4\_1\_1\_ نشأة وتطور صناديق الثروة السيادية

على الرغم من بروز وتزايد الإهتمام بدور الصناديق السيادية في أسواق الأسهم الدولية وتأثيرها في الإقتصادي العالمي في السنوات الأخيرة منذ الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، إلا أن ذلك لا يعني أنها برزت حديثا فقط. حيث يعود ظهورها الأول إلى الخمسينات من القرن العشرين عندما تأسست هيئة الإستثمار

<sup>1</sup> Frederic Mishkin: op-cit, p 29.

## الفصل الخامس: مدخل إلى الأسواق المالية الدولية

الكويتية سنة 1953 بغرض استثمار مداخيل النفط في صالح الأجيال المستقبلية، وهي الخطوة التي سارت عليها عديد الدول فيما بعد سواء الدول ذات الفوائض الإحتياطية نتيجة تصدير المواد الأولية كالغاز والبتروك كما هو الحال في دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، أو الدول ذات صافي الصادرات المرتفع نتيجة قوة جهازها الإنتاجي كما هو الحال في الدول الآسيوية خصوصاً الصين.

وتعاظم ظهور وبروز صناديق الثروة السيادية بداية من الألفية الثالثة نتيجة:

— الإرتفاع الذي سجلته أسعار النفط منذ ذلك الوقت من حدود 20 دولار للبرميل بداية الألفية إلى حدود 147 دولار للبرميل سنة 2008، وما نتج عن ذلك من تسجيل عديد الدول المصدرة للنفط من فوائض مالية كبيرة ساهمت في تأسيس الدول المعنية لصناديق ثروة سيادية مموله من هذه الفوائض.

— تحول عديد الدول الآسيوية كما ساهمت أزمة دول جنوب شرق آسيا سنة 1997 في إلتباع سياسات اقتصادية تهدف إلى تحقيق النمو عن طريق تحفيز الصادرات، مما ساهم في قوة جهازها الإنتاجي وتزايد صافي الصادرات الذي خلق فوائض في الميزان التجاري كانت أكبر من أن تمتصها أسواقها المالية المحلية.

ومع نهاية سنة 2008 كانت صناديق الثروة السيادية الآسيوية والناجئة عن فوائض الصادرات النفطية تمثل حوالي 88% من إجمالي الأصول المالية التي تمتلكها صناديق الثروة السيادية حول العالم<sup>1</sup>.

### 4\_1\_2 ماهية صناديق الثروة السيادية

عرفت مجموعة العمل الدولية التي عينها صندوق النقد الدولي سنة 2007 صناديق الثروة السيادية على أنها: " صناديق استثمار أو ترتيبات ذات غرض خاص تمتلكها الحكومة العامة وتنشؤها لأغراض اقتصادية كلية. وهي تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الإستثمار في الأصول المالية الأجنبية"<sup>2</sup>.

تتنوع استثمارات صناديق الثروة السيادية بين الإستثمارات الداخلية فيما تعلق بإنشاء بنى تحتية ومشاريع تنموية، وبين الإستثمارات في الأصول الأجنبية بشراء أسهم شركات وبنوك في الخارج في مختلف الأسواق المالية الدولية، وهذا النوع هو الذي ساهم في تزايد الديناميكية على مستوى أسواق الأسهم الدولية بحكم أنها من جهة تعتبر طرف ذو فائض مالي كبير يوفر التمويل ومن ثم يغري المؤسسات والشركات على مزيد من إصدارات الأسهم

<sup>1</sup> أوداير داس وآخرون: "اقتصاديات صناديق الثروة السيادية: قضايا لصناع السياسات"، صندوق النقد الدولي، 2010، ص

ص 4، 5.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 60.

## الفصل الخامس: مدخل إلى الأسواق المالية الدولية

طلباً للتمويل، كما أنها من جهة أخرى من مصلحتها تنويع استثمارات محفظتها المالية ومن ثم توسيع انتشارها في الأسواق المالية الدولية في إطار استراتيجية استثمارها لتعظيم العوائد من جهة والحد من المخاطر المالية من جهة أخرى.

واستناداً إلى أهدافها البارزة، قسم صندوق النقد الدولي صناديق الثروة السيادية إلى خمسة فئات رئيسية كما يبرز فيما يلي<sup>1</sup>:

— صناديق الإستقرار: يكون هدفها الرئيسي حماية ميزانية الدولة واقتصادها عموماً من التأثيرات السلبية لتقلبات أسعار المواد الأولية \_ التي تعتبر المصدر الرئيسي لاحتياطيات الدولة من العملات الأجنبية \_ في الأسواق الدولية.

— صناديق الإدخار: هدفها حماية حقوق الأجيال المستقبلية من خلال تحويل الأصول غير المتجددة إلى أصول أكثر تنوعاً بما يمكن من الحفاظ على الثروة في المدى الطويل للأجيال القادمة مستقبلاً.

— شركات الإستثمارات الإحتياطية: وهي الشركات التي تحتسب أصولها كأصول إحتياطية، يتم إنشائها بغرض زيادة العائد على الإحتياطيات.

— صناديق التنمية: وهي الصناديق التي تعمل على تحقيق مشاريع اقتصادية واجتماعية تساهم في دفع التنمية في الإقتصاد المعني.

— صناديق طوارئ احتياطيات التقاعد: وهي صناديق غير معنية بالتزامات صريحة في الميزانية العامة للدولة.

### 4\_2\_ صناديق التحوط

تعتبر صناديق التحوط محور اهتمام المؤسسات الإستثمارية وأصحاب الثروات المالية الكبيرة كخيار استثماري بديل للمحافظ المالية التقليدية، إذ تعتبر بفضل رسمتها الكبيرة من أهم الفاعلين المؤثرين في الأسواق المالية الدولية عموماً و أسواق الأسهم الدولية خصوصاً وتعتبر من صناعات السوق.

### 4\_2\_1\_ نشأة وتطور صناديق التحوط

يعود ظهور أول صندوق تحوط إلى سنة 1949 أسسه "روبرت ويسلو" والذي اعتمد من خلاله استراتيجية الرفع المالي وتبادل المراكز الطويلة والقصيرة. واستمر الإستثمار في صناديق التحوط يتميز بالغموض حتى سنة 1966 أين سمح مقال منشور من طرف أحد مالكي صناديق التحوط حول كيفية تشكيل ثروته

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص 60.

## الفصل الخامس: مدخل إلى الأسواق المالية الدولية

والإستراتيجيات المتبعة في صندوقه بشكل أفضل مقارنة بصناديق الإستثمار الأخرى، إلى مزيد من الإهتمام حول صناديق التحوط التي ارتفع عددها منذ ذلك الوقت بتأسيس حوالي 140 صندوق تحوط خلال السنتين الموالتين فقط.

وخلال الفترة المالية نهاية الستينات وحتى منتصف السبعينات ونتيجة الإنخفاض في أسعار الأسهم خلال تلك الفترة، عرفت صناديق التحوط تسجيل خسائر كبيرة وانسحاب رؤوس الأموال منها مما أعادها مرة أخرى إلى حالة الغموض والإبهام حتى سنة 1986، أين دفع تقرير حول عوائد أحد صناديق التحوط المرتفعة إلى عودة الإهتمام مرة أخرى بالإستثمار في صناديق التحوط التي عادت بقوة للنشاط في الأسواق المالية الدولية<sup>1</sup>.

### 4\_2\_2\_ ماهية صناديق التحوط

تعرف صناديق التحوط بشكل مختصر على أنها أوعية كبيرة لغير منظمة لرؤوس أموال خاصة، حيث يمكن لمسيرها الإستثمار في مجموعة واسعة من الأصول واتباع اسراتيجيات استثمارية عديدة<sup>2</sup>. كما يمكن تعريفها في هذا الصدد على أنها أدوات استثمار خاص لأصحاب الثروات المالية والمؤسسات الإستثمارية الكبيرة، حيث تكون هيكلتها وتنظيمها في إطار عدد محدود من الشراكات، أين يكون استثمارها بين عدد محدود من الشركاء، والمدراء فيها عبارة عن شركاء متضامنون. وباعتبارهم شركاء متضامنون يقوم مدراء صندوق التحوط عادة بإستثمار شراكة لنسبة معتبرة من ثرواتهم الشخصية قصد ضمان موائمة المصالح الإقتصادية بين الشركاء<sup>3</sup>.

وتتميز صناديق التحوط عن بقية صناديق الإستثمار في الأسواق المالية الدولية بأربعة خصائص رئيسية

هي<sup>4</sup>:

— صناديق التحوط غير مقيدة بأدوات مالية معينة أو استراتيجية تداول خاصة، بل يمكنها استخدام ما

يمكنها من تعظيم أرباحها مهما كان معقداً؛

— تستخدم صناديق التحوط أسلوب الرفع المالي بكل حرية، سواء كان ذلك بشكل مباشر من خلال

استخدام الدين أو بشكل غير مباشر من خلال الرفع المالي الذي تتضمنه المشتقات المالية؛

<sup>1</sup> William Fung and David Hsieh: « A primer on hedge funds », Journal of Empirical Finance, Vol 6, Issue 3, 1999, pp 310, 311.

<sup>2</sup> John Kambhu et al: «Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk », Federal reserve bank of new york, staff report N° 291, 2007, p 2.

<sup>3</sup> William Fung and David Hsieh: op-cit, p 310.

<sup>4</sup> John Kambhu et al: op-cit, p 2.

## الفصل الخامس: مدخل إلى الأسواق المالية الدولية

— تتميز صناديق التحوط بنوع من التعتيم على الغراء وغير المنتسبين لها نتيجة عدم خضوعها لتنظيم

معين؛

— يحصل مدراء صناديق التحوط على تعويضات بناء على أدائهم وفق نسب معينة.

## الفصل السادس: المشتقات المالية

1\_ ماهية المشتقات المالية

2\_ عقود المشتقات الرئيسية

3\_

### 1\_ ماهية المشتقات المالية

يعود ظهور المشتقات المالية في بداياتها إلى الرغبة في التحوط والتغطية في التقلبات في أسعار السلع والمواد الأولية، لكن ظهور المشتقات المالية لم يكن إلا في السبعينات من القرن العشرين وخصوصاً أثناء الثمانينات والتسعينات، أين شهد الإقتصاد العالمي بالتزامن مع موجة التحرير المالي في الأنظمة المالية الدولية تزايد المخاطر التي تواجهها المؤسسات المالية في نشاطها سواء ما تعلق بخاطر سعر الفائدة أو ما تعلق بالتطيرية في أسعار الأصول المالية من أسهم وسندات. ونتيجة لهذه التطورات وتأثيراتها السلبية على تطور نشاط الأسواق المالية، عمل مدراء ومسيرو المؤسسات المالية على التركيز أكثر على إدارة المخاطر المالية مما كان دافعا رئيسيا لتطور الابتكارات المالية في شكل أدوات مالية حديثة تهدف بالأساس للحد من هذه المخاطر عرفت بـ"المشتقات المالية".

تعرف المشتقات المالية على أنها أدوات مالية تستمد قيمتها من أداء الكيان الأساسي الذي يمكن أن يكون أصلا ماليا، مؤشرا، سعر فائدة، سعر صرف... الخ. ترتبط قيمتها بأصول مالية أخرى كإحدى المبادلات المختلفة. إذ تنشأ عنها علاقات تعاقدية بين عدة أطراف وتكون قيمتها مشتقة بناء على معيار محدد ومتفق عليه يعود بالأساس إلى الصفقة الناشئة بين الأطراف المعنية.

### 2\_ عقود المشتقات الرئيسية

إذا اشترت المؤسسة أصلا ماليا معيناً فإننا نقول أنها اتخذت مركزاً طويلاً، أما إذا باعت أصلا مالياً معيناً فإننا نقول أنها اتخذت مركزاً قصيراً. ومع حدوث تقلبات في أسعار الأصول المالية فإن المؤسسة معرضة للمخاطر المالية في كلتا الحالتين، حيث تجدد نفسها مجبرة على التحول من مركز لآخر تبعاً لاتجاه تغيرات الأسعار، إذ أن توقع ارتفاع أسعار الأصول المالية في السوق يعني توجه المؤسسة لشراء تلك الأصول بالسعر المنخفض في الوقت الحالي (المركز الطويل) قصد بيعها مستقبلاً عند ارتفاع الأسعار (مركز قصير)، أما إذا ما توقعنا انخفاضاً في الأسعار فإن المؤسسة تعمل على بيع الأصول في الوقت الحالي بالسعر المرتفع (مركز قصير) قصد شرائها مستقبلاً بالسعر المنخفض (مركز طويل).

تكون المشتقات المالية حسب عدة أشكال كما يتوضح فيما سيأتي:

### 2\_1\_ العقود الآجلة

يعرف العقد الآجل على أنه عقد اتفاق بين طرفين بائع ومشتري يتعهد فيه البائع بأن يبيع للمشتري أصلاً معيناً في تاريخ مستقبلي وبسعر متفق عليه من البداية. وعند وصول التاريخ المتفق عليه يتم تنفيذ العقد من خلال تسليم البائع للكمية المتفق عليه من الأصل وتسليم المشتري القيمة المالية الإجمالية للصفقة<sup>1</sup>. ويتعلق العقد الآجل في الغالب إما بأدوات الدين نتيجة تقلبات أسعار الفائدة الخاصة بها، كما يتعلق أيضاً بالعملات الأجنبية نتيجة تقلبات أسعار صرفها. ولا يتم في إطار هذا العقد دفع أو قبض أي قيم مالية سواء بصفة مسبقة أو مؤجلة.

مثال:

تقوم مؤسسة "أ" بشراء سندات خزينة على أساس معدل فائدة 6% يكون استحقاقها بعد 10 سنوات بما قيمته 5 مليون دولار. ونظراً لطول فترة الإستحقاق تواجه المؤسسة خطر سعر الفائدة حيث أن ارتفاع سعر الفائدة في السوق يجعل من سندات ذات قيمة سوقية أقل (هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة والقيمة السوقية للسند)، مما يدفعها للجوء قصد الحد من هذا الخطر إلى عملية التحوط من خلال الإتفاق مع مؤسسة أخرى "ب" تتوقع انخفاضاً في سعر الفائدة (توقع معاكس) بأن تبيع لها هذه السندات في تاريخ مستقبلي بالسعر السائد لحظة الإتفاق على سبيل المثال بما يمكنها من تجنب الخسائر التي ستنتج عند ارتفاع سعر الفائدة مستقبلاً. في حين أن المؤسسة "ب" تلجأ لشراء هذه السندات بقيمة 5 مليون دولار و معدل فائدة 6% على اعتبار توقعها لانخفاض سعر الفائدة مستقبلاً ومن ثم ارتفاع القيمة السوقية للسندات لأكثر من 5 مليون دولار بما يمكنها من تحقيق ربح عند بيعها.

وعند حدوث التغيير في سعر الفائدة فإنه في حال ما إذا كان ارتفاعاً فإن المؤسسة "أ" تكون قد نجحت في تجنب المخاطر المالية باستخدام العقد الآجل نتيجة صحة توقعاتها، مقابل تحمل المؤسسة "ب" للمخاطر المالية نتيجة أن توقعاتها كانت خاطئة، والعكس في حال ما إذا تحقق انخفاض في سعر الفائدة.

وتتميز العقود الآجلة التي تتم في إطار الأسواق غير المنظمة بالسهولة وعدم التعقيد في طبيعتها، لكن

سلبياً تمثل أساساً في<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> Frederic Mishkin: op-cit, p 311.

<sup>2</sup> Ibid, p 311.

\_\_ قلة سيولة سوق هذه العقود، والتي يقصد بها صعوبة إتمام وتحقيق هذه العقود بسبب صعوبة توافق رغبات الأطراف المتعاقدة سواء بعدم القدرة على إيجاد طرف يرغب في عقد صفقة وفق العقد الآجل، أو لصعوبة توافق رغبات الطرفين من حيث: تاريخ الإستحقاق، السعر المتفق عليه، الأصل محل الصفقة..... الخ، وها ما يسمى من الناحية المالية بصعف سيولة السوق.

\_\_ عدم إتمام الصفقة سواء بسبب رفض طرف ما إتمامها لعدم صحة توقعاته وتحمله للخسائر عند إتمامها، أو بسبب تعرض أحد الطرفين لحالة عسر مالي تحول دون الوفاء بالتزاماته. وفي هذه الحالة يجد الطرف الآخر نفسه أما خيارين: إما اللجوء إلى القضاء وما ينتج عن ذلك من إهدار للوقت وتحمل تكاليف مالية إضافية، أو القبول بعدم التزام الطرف الآخر دون أن يترتب عن ذلك أي ترتيبات خاصة.

### 2\_2\_2\_ العقود المستقبلية

#### 2\_2\_2\_ ماهية العقود المستقبلية

يعرف العقد المستقبلي على أنه عقد قطعي يتوافق فيه طرفين معينين على شراء أو بيع أصل مالي معين في تاريخ مستقبلي وبسعر متفق عليه مسبقا. وتتم العقود المستقبلية في إطار الأسواق المنظمة وتتميز بخصائص تجعلها على عكس العقود الآجلة لا تتميز بمخاطر قلة سيولة السوق وعدم القدرة على الوفاء بالالتزامات، تبرز أهمها فيما يلي<sup>1</sup>:

\_\_ على عكس العقود الآجلة التي تعتبر عقود خاصة بين طرفين محددين ومعروفين، فإن العقود المستقبلية لا يتعارف فيها طرفي العقد، بحكم وجود طرف آخر كوسيط بينهما يعرف بـ"غرفة المقاصة" التي يبرز دورها أساسا كضامن للصفقة.

\_\_ وجود تواريخ استحقاق محددة وقيمة إسمية للعقد المستقبلي الواحد ثابتة، وهذه "النمطية" هي ما يسهل من التقاء المتعاملين في سوق العقود المستقبلية ويزيد بالتالي من سيولة هذا السوق مقارنة بسوق العقود الآجلة؛  
\_\_ عند عقد اتفاق شراء أو بيع عقد مستقبلي، يمكن تداوله شراء أو بيعا في أي وقت حتى وصول تاريخ الإستحقاق المتفق عليه على عكس ما هو في العقود الآجلة التي لا يمكن تداولها بعد الإتفاق عليها؛

\_\_ تتميز العقود المستقبلية بكونها تعدل وفق سعر السوق عند نهاية كل فترة تسعير. فمثلا إذا اشترى مستثمر ما 10 عقود مستقبلية بقيمة 1000 دولار للعقد الواحد وارتفع سعرها في اليوم الموالي إلى 1050 دولار، فإن

<sup>1</sup> Roy Bailey : « The Economics of Financial Markets », Cambridge University Press, UK, 2005, pp 340-342.

حساب الهامش الخاص به تضاف إليه قيمة ربح 500 دولار. في اليوم الموالي بدأ المستثمر يومه بمركز طويل وفق سعر العقد المستقبلي الواحد بـ 1050 دولار وليس 1000 دولار، حيث أنه إذا انخفض بعد للتداول إلى 1010 دولار مثلاً للعقد المستقبلي الواحد، فإن يحقق خسارة بمقدار 400 دولار تخصم من حسابه

### 2\_2\_2 طرق تسوية العقود المستقبلية

يتم تسوية العقود المستقبلية وفق ثلاثة طرق هي<sup>1</sup>:

ـ **تعويض الصفقة** : يعتبر تعويض الصفقة قبل تاريخ الإستحقاق من أكثر طرق تسوية العقود المستقبلية شيوعاً في الأسواق المالية، حيث أن المستثمر صاحب المركز الطويل يبيع نفس عدد العقود التي سبق وأن اشتراها من قبل، في حين أن المستثمر صاحب المركز القصير يشتري نفس عدد العقود التي سبغ وأن باعها من قبل، ويتم تقييد المكاسب والخسائر في الجانب الدائن أو المدين لحسابات الهامش الخاصة بالمستثمرين.

ففي حالة ما اتخذ مستثمر ما مركزاً طويلاً بشراء عقد مستقبلي، فإن تعويض الصفقة (من خلال بيع نفس العقد المستقبلي) عند سعر مرتفع يعني تحقيق المستثمر لربح يساوي إلى الفارق بين سعر الشراء وسعر البيع الأعلى، والعكس إذا ما تم تعويض الصفقة عند سعر منخفض فإنه يحقق خسارة تساوي إلى الفارق بين سعر الشراء وسعر البيع الأقل. أما في حالة ما إذا اتخذ المستثمر مركزاً قصيراً ببيع عقد مستقبلي، فإن تعويض الصفقة (من خلال شراء عقد مستقبلي) عند سعر منخفض يعني تحقيق المستثمر لربح يساوي إلى الفارق بين سعر البيع وسعر الشراء الأقل، والعكس إذا ما تم تعويض الصفقة عند سعر مرتفع فإنه يحقق خسارة تساوي إلى الفارق بين سعر البيع وسعر الشراء الأعلى.

ـ **مبادلة الوضعية مع طرف آخر**: يمكن لمستثمرين في العقود المستقبلية أحدهما صاحب مركز طويل والآخر صاحب مركز قصير الإتفاق على الوفاء بالتزاماتهما (التسليم والدفع) قبل وصول تاريخ استحقاق العقد المستقبلي وإخطار مؤسسة المقاصة بذلك قصد القيام بإلغاء وتسوية العقدين. حيث أن أفضلية هذه الطريقة تكمن في أنها تمكن كلا الطرفين من مبادلة أصل ما لا يتماشى والمتطلبات اللازمة والضرورية للعقد المستقبلي.

ـ **التسليم**: أحيانا خلال فترة التسليم المتفق عليها، يقوم مستثمر ما صاحب مركز قصير بتقديم إشعار تسليم إلى غرفة المقاصة لإخطارها برغبته في القيام بالتسليم قبل وصول تاريخ الإستحقاق، وهنا تقوم غرفة المقاصة

<sup>1</sup> Ibid, pp 346, 347.

## الفصل السادس: المشتقات المالية

بإجراء عملية اختيار عشوائية أو حسب آلية محددة باختيار مستثمر آخر صاحب مركز طويل في نفس العقد المستقبلي لقبول عملية التسليم التي ينجر عنها دفعه لقيمة الصفقة واستلامه للأصل محل الصفقة.

مثال: إذا كانت المؤسسة "أ" التي تملك سندات خزينة بقيمة إجمالية 5 مليون دولار بمعدل فائدة 6% لفترة استحقاق 10 سنوات تتوقع ارتفاعا في سعر الفائدة مستقبلا مما يجعل من قيمة سنداتنا منخفضة في السوق، يمكنها الحد من خطر سعر الفائدة باللجوء للتحوط عن طريق العقود المستقبلية.

باعتبار أن قيمة العقد المستقبلي الواحد محددة في السوق بـ 100000 دولار، فإنه يتوجب على المؤسسة "أ" أن تباع ما يعادل:  $100000/5000000 = 50$  عقد مستقبلي خاص بسندات الخزينة للتحوط من خطر سعر الفائدة مستقبلا. إذ أنه بافتراض ارتفاع سعر الفائدة في السنة الموالية على سندات الخزينة إلى 10% مثلا نتيجة ارتفاع معدل التضخم، سيؤدي إلى تراجع قيمة سندات الخزينة التي تمتلكها المؤسسة إلى قيمة سوقية أقل (هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة والقيمة السوقية للسند) مما يدفعها إلى إبرام عقد حالي مع طرف آخر تباعه 50 عقد مستقبلي بقيمة إجمالية 5 مليون دولار في تاريخ الإستحقاق بدل السعر المنخفض.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن قبول الطرف الآخر لإبرام العقد مع المؤسسة "أ" راجع إلى كونه يملك توقعات معاكسة لسعر الفائدة بأن ينخفض ولا يرتفع كما تتوقع المؤسسة "أ" ومن ثم يقبل شراء هذه السندات بـ 5 مليون دولار على أمل أن ترتفع قيمته السوقية مفي السنة الموالية عندما ينخفض سعر الفائدة، وعندها يحقق ربحا.

### 2\_3\_ عقود الخيارات

يعرف عقد الخيار على أنه العقد الذي يعطي الحق لحامله في شراء أو بيع أصل مالي معين خلال فترة زمنية معينة (الخيار الأمريكي) أو عند تاريخ معين (الخيار الأوروبي) بسعر متفق عليه يسمى "سعر التنفيذ". حيث أن مشتري الخيار ملزم في إطار هذا العقد بدفع عمولة محددة لحرر الخيار سواء نفذ العقد أو لم ينفذه نتيجة ما يتميز به من حرية واختيار في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه من جهة.، والتزام المحرر بقرار مشتري الخيار سواء نفذ العقد أو لم ينفذه من جهة أخرى.

ظهرت عقود الخيار سنة 1973 في سوق شيكاغو وتمحورت حول الأصول المالية والمواد الأولية، في حين أن عقود الخيار على العملات لم تظهر إلا سنة 1982<sup>1</sup>. وبرزت عقود الخيارات المتمحورة حول العقود المستقبلية وتحولت إلى أكثر أنواع عقود الخيار تداولاً نتيجة ما تتميز به العقود المستقبلية من تطابق بين سعر العقد المستقبلي وسعر الأصل محل التعاقد فيه عند تاريخ الإستحقاق كنتيجة لعملية التحكيم، ومن ثم فإن المتعاملين لن

<sup>1</sup> Henry Bourguinat: op-cit, p 258.

## الفصل السادس: المشتقات المالية

يكون لديهم أية مشكلة في امتلاك عقد الخيار الخاص بالعقد المستقبلي أو الخاص بالأصل المعني محل التعاقد. لكنه واعتباراً من أن سوق العقود المستقبلية يتميز بدرجة سيولة عالية مقارنة بأسواق الأصول والعقود الأخرى، فإنهم يفضلون امتلاك عقد الخيار المتمحور حول العقود المستقبلية وهو ما جعل هذا النوع من الخيارات الأكثر تداولاً في الأسواق المالية<sup>1</sup>.

تنقسم عقود الخيارات إلى نوعين هما<sup>2</sup>:

أ\_ خيار الشراء call option: يعطي الحق لحامله في شراء أصل مالي معين حسب سعر التنفيذ سواء خلال فترة زمنية محددة أو عند تاريخ استحقاق معين، مقابل دفع عمولة إلى محرر الخيار (البائع).

ب\_ خيار البيع put option: يعطي الحق لحامله في بيع أصل مالي معين حسب سعر التنفيذ سواء خلال فترة زمنية محددة أو عند تاريخ استحقاق معين، مقابل دفع عمولة إلى محرر الخيار (المشتري).

يتم تنفيذ خيار الشراء عندما يكون سعر الأصل في السوق أكبر من سعر الأصل المتفق عليه (سعر التنفيذ)، في حين ينفذ خيار البيع لما يكون سعر الأصل في السوق أقل من سعر الأصل المتفق عليه (سعر التنفيذ).

وعلى عكس العقود الآجلة والعقود المستقبلية، لا تتمتع عقود الخيارات بالإلزامية، وإنما تعطي الحق لحاملها في حرية الاختيار حسب مصلحته، ولهذا نجد أن حامل الخيار مقابل ميزة الاختيار هذه يلتزم بدفع عمولة لمحرر الخيار سواء نفذ الخيار أو لم ينفذه. كما نجد أن أرباح حامل الخيار غير محدودة وخسائره محدودة في قيمة العمولة فقط، في حين أن محرر الخيار أرباحه محدودة في قيمة العمولة فقط وخسائره غير محدودة.

تتأثر العلاوة المدفوعة على الخيار بالعوامل التالية<sup>3</sup>:

\_ مستوى سعر التنفيذ: كلما كان مستوى سعر التنفيذ مرتفعاً كانت العلاوة على خيار الشراء منخفضة وعلى خيار البيع مرتفعة. لأنه في حالة خيار الشراء ارتفاع سعر التنفيذ في حد ذاته هو تكلفة مرتفعة ومن ثم تكون العمولة التي يدفعها مشتري الخيار منخفضة. في حين أنه في حالة خيار البيع ارتفاع سعر التنفيذ يمثل عائداً مرتفعاً لحامل الخيار ومن ثم تكون العمولة التي يدفعها مرتفعة.

\_ فترة الإستحقاق: كلما كانت فترة استحقاق الخيار طويلة كلما زادت العمولة سواء على خيار البيع أو خيار الشراء، وذلك لأن طول الفترة يتيح لحامل الخيار إمكانية الاستفادة من فرص الأرباح المتوافرة في السوق.

<sup>1</sup> Frederic Mishkin: op-cit, pp 320, 321.

<sup>2</sup> Roy Bailey : op-cit, p 439.

<sup>3</sup> Frederic Mishkin: op-cit., pp 326, 327.

— درجة استقرار الأسعار: كلما كانت أسعار الأصول في السوق أكثر تقلبا وتطاييرية كلما زاد ذلك من قيمة العمولة التي يدفعها حامل الخيار، لأن تزايد درجة التطاييرية يعني تزايد احتمال تنفيذ الخيار وبالتالي تجنب مخاطر تقلب أسعار الأصول في السوق.

مثال:

تم عقد خيار شراء بين طرفين يخصص 1000 سهم بما يقابل 115 دولار للسهم الواحد مع دفع حوالي 2000 دولار كعمولة.

— في حال كان سعر السهم في السوق في تاريخ الإستحقاق هو 115 دولار فإنه بالنسبة لحامل الخيار لا فرق بين أن ينفذ الخيار أو لا ينفذه، إذ أنه في كلتا الحالتين سيتكبد خسارة بمقدار العمولة التي يدفعها، ومن ثم يكون الخيار في هذه الحالة في وضعية "at the money".

— إذا كان سعر السهم في السوق هو 110 دولار، فإن حامل الخيار من مصلحته شراء السهم الواحد ب 110 دولار بدل 115 دولار، وبالتالي لا يقوم بتنفيذ خيار الشراء ويخسر قيمة العمولة المقدر ب 2000 دولار، ويكون الخيار في هذه الحالة في وضعية "out of the money".

— إذا كان سعر السهم في السوق هو 120 دولار فإن حامل الخيار من مصلحته الشراء ب 115 دولار للسهم بدل 120 دولار للسهم، ومن ثم يقوم بتنفيذ خيار الشراء محققا ربحا قدره (120-115)×1000=5000 دولار مع خسارة قيمة العمولة المقدر ب 2000 دولار أي حقق ربحا صافيا قدره 3000 دولار، ويكون الخيار في هذه الحالة في وضعية "in the money".

تختلف عقود الخيار عن العقود المستقبلية في ثلاثة نقاط رئيسية هي<sup>1</sup>:

— بالنسبة للعقود المستقبلية تكون الأرباح والخسائر خطية في حين أنها تكون غير خطية فيما تعلق بعقود الخيار؛

— تستلزم العقود المستقبلية من المستثمر قيمة مالية أولية عند بدء العقد تسمى "الهامش"، في حين أنه في ظل عقود الخيار تتمثل القيمة المالية الأولية في قيمة العمولة؛

— العقود المستقبلية تتطلب رؤوس أموال متوفرة يتم على أساسها إجراء المقاصة بين طرفي العقد حسب تغيرات أسعار الأصل في السوق مع سعر الأصل المتفق عليه، في حين عقد الخيار يستلزم رؤوس أموال فقط عند تنفيذ حامل الخيار لعقد الخيار.

<sup>1</sup> Ibid, pp 324, 325.

### 2\_4\_ عقود المبادلة

عقد المبادلة هو عقد يلتزم بموجبه كل طرف بمبادلة مدفوعات تحضه مقابل مدفوعات تخص الطرف الآخر،

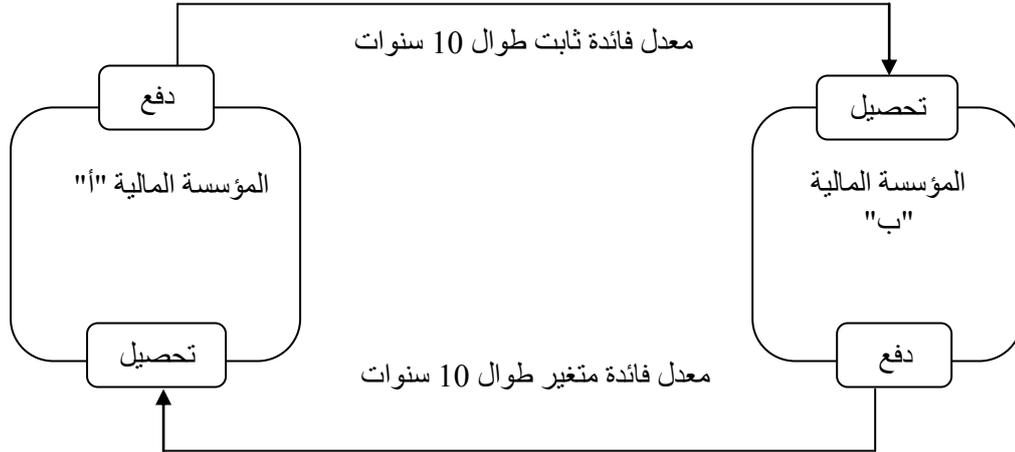
تنقسم عقود المبادلة إلى نوعين رئيسيين هي:

\_ **مبادلة الفائدة:** تعتبر من أهم الآليات التي يلجأ لها المستثمرون لتجنب خطر سعر الفائدة، وكان ظهورها سنة 1982 بالأسواق المالية الأمريكية، وهو العقد الذي يتفق بموجبه طرفان على مبادلة تدفقات نقدية بنفس العملة لسعر الفائدة وذلك من سعر الفائدة الثابت إلى سعر الفائدة المتغير والعكس. إذ يتضمن هذا العقد أن الطرف الذي يدفع سعر الفائدة الثابت يسمى "الدافع" (يتلقى سعر فائدة متغير) أما الطرف الذي يتلقى سعر الفائدة الثابت يسمى "المتلقي" (يدفع سعر الفائدة المتغير).

ويتم تبادل التدفقات النقدية لسعر الفائدة بين الطرفين حتى يتم تحقيق التطابق في معدلات الفائدة بين أصول وخصوم ميزانية كل مؤسسة ومن ثم الحد من خطر سعر الفائدة. إذ أن المؤسسة "أ" التي تكون أصولها بمعدلات فائدة ثابتة وخصومها بمعدل فائدة متغيرة معرضة لخطر ارتفاع سعر الفائدة، في حين أن المؤسسة "ب" التي تكون أصولها بمعدل فائدة متغيرة وخصومها بمعدل فائدة ثابتة معرضة لخطر انخفاض سعر الفائدة. وعليه فإن مبادلة المؤسسة "أ" لتدفقات أصولها ذات سعر الفائدة الثابت مع التدفقات ذات سعر الفائدة المتغير للمؤسسة "ب" يعني أن المؤسسة "أ" تصبح ميزانيتها بأصول وخصوم بمعدل فائدة ثابت. بمعنى آخر أن المؤسسة "أ" غيرت مداخيل أصولها بسعر الفائدة الثابت لتتحول إلى مداخيل بسعر الفائدة المتغير، والمؤسسة "ب" غيرت مداخيل أصولها بسعر الفائدة المتغير لتتحول إلى مداخيل بسعر الفائدة الثابت.

**مثال:** مؤسستان مالتان "أ" و "ب" يتفقان على أن تقوم المؤسسة "أ" بأن تدفع للمؤسسة "ب" معدل فائدة ثابت 7% على قيمة إسمية قدرها 1 مليون دولار لفترة مستقبلية 10 سنوات، مقابل قيام المؤسسة "ب" بدفع معدل فائدة متغير مضاف إليه نسبة 1% على قيمة إسمية قدرها 1 مليون دولار لنفس الفترة.

الشكل 02: مبادلة سعر الفائدة



من أهم مميزات عقود مبادلة سعر الفائدة هو أنها على عكس عقود المشتقات الأخرى التي تستخدم للتحوط لفترة قصيرة عادة تقدر بسنة واحدة، يمكن استخدامها للتحوط على مدى طويل قد يصل لفترة 20 سنة. كما أن هذا النوع من عقود المبادلة الذي يساعد المؤسسات المالية على إعادة هيكلة ميزانيتها يساهم في تخفيض تكاليف المعاملات التي تتحملها المؤسسات المالية في حال قامت بإعادة تغيير تركيبة أصول وخصوم ميزانيتها في السوق المالي وفق استراتيجيات أخرى.

ومن جهة أخرى تتميز عقود المبادلة بسلبيات تحد من انتشار استخدامها في الأسواق المالية، إذ أنها تتميز بمشكل نقص سيولة السوق كما هو الحال في العقود الآجلة بحكم صعوبة إيجاد طرف آخر ونفس الرغبات والشروط، كما أن عقود مبادلة سعر الفائدة تتميز بارتفاع خطر عدم الوفاء بالإلتزام في حال تغير أسعار الفائدة في اتجاه معاكس لما توقعته إحدى المؤسسات مما يجعلها تحقق ربح لو لم تقم بعقد المبادلة مع المؤسسة الأخرى.<sup>1</sup>

ـ **مبادلة العملة:** هو التزام تعاقدى بين طرفين متعلق بمبادلة تدفق نقدي لعملة ما مقابل تدفق نقدي لعملة أخرى، على أن تتم التسوية بين الطرفين عند تاريخ استحقاق مستقبلي متفق عليه.

مثال: لدينا مؤسسة بريطانية تخطط لطرح سندات لفترة 5 سنوات بقيمة 100 مليون جنيه بفائدة 7.5%، لكنها في حاجة لما يقابلها بالدولار أي ما يعادل 150 مليون دولار على أساس سعر صرف 1 جنيه=1.5 دولار قصد تمويل مشاريعها في الولايات المتحدة، في حين توجد مؤسسة أخرى أمريكية تخطط هي

<sup>1</sup> Idem, pp 329, 330.

## الفصل السادس: المشتقات المالية

الأخرى لطرح سندات لفترة 5 سنوات بقيمة 150 مليون دولار بفائدة 10% لكنها في حاجة لما قيمته 100 مليون جنيه لتمويل مشاريعها في بريطانيا.

من هذا المنطلق تعقد كلا الشركتين عقد مبادلة عملة كما يلي:

أولاً: تطرح المؤسسة البريطانية سندات وتحوّل قيمتها 100 مليون جنيه عبر وسيط مالي إلى المؤسسة الأمريكية، في حين تطرح المؤسسة الأمريكية سندات وتحوّل قيمتها 150 مليون دولار عبر وسيط مالي إلى المؤسسة البريطانية.

ثانياً: تدفع المؤسسة البريطانية سنوياً فائدة 10% على سندات 150 مليون دولار إلى الوسيط المالي الذي يحوّلها للمؤسسة الأمريكية التي تدفعها إلى حملة سندات، في حين تدفع المؤسسة الأمريكية سنوياً فائدة 7.5% على سندات 100 مليون جنيه إلى الوسيط المالي الذي يحوّلها للمؤسسة البريطانية لتدفعها إلى حملة سندات.

ثالثاً: عند تاريخ الإستحقاق تدفع المؤسسة البريطانية قيمة 150 مليون دولار للوسيط المالي كي يحوّلها للمؤسسة الأمريكية لتدفعها لحملة سندات، في حين تدفع المؤسسة الأمريكية قيمة 100 مليون جنيه للوسيط المالي كي يحوّلها للمؤسسة البريطانية لتدفعها إلى حملة سندات، وهكذا يتم إغلاق وإتمام العقد بين الطرفين.

قائمة المراجع:

أولاً: باللغة العربية

- أوداير داس وآخرون: "اقتصاديات صناديق الثروة السيادية: قضايا لصناع السياسات"، صندوق النقد الدولي، 2010.
- إيهان كوزي و آخرون: "العولمة المالية: فيما وراء لعبة إلقاء اللوم"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 44، العدد 1، مارس 2007.
- دومينيك سالفاتور: الإقتصاد الدولي، ترجمة: محمد رضا علي العدل و عبد العظيم أنيس، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
- روبا دوتاغوبتا وآخرون: "التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومتى، وبأي سرعة؟"، قضايا اقتصادية، صندوق النقد الدولي، 2006.
- سعود جايد العامري: "المالية الدولية: نظرية وتطبيق"، الطبعة الثانية، دار زهران، عمان، 2010.
- صندوق النقد الدولي: دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي"، الطبعة السادسة، 2009.
- مارتن وولف: "تشكيل العولمة"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 51، العدد 03، سبتمبر 2014.
- مانجال كوسوامي وآخرون: "تدفقات رأس المال العالمي"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 44، العدد 1، مارس 2007.
- ماهر كنج شكري و مروان عوض: "المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق"، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- هوشيار معروف: "تحليل الإقتصاد الدولي"، الطبعة الأولى، دار جرير للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- وليام وايت: "خلل في النظام"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 52، العدد 1، مارس 2015.

ثانياً: باللغة الأجنبية

- Dominick Salvatore : « Economie internationale », 9<sup>eme</sup> édition, édition DE Boeck université, Belgique, 2008.
- Ettore Dorrucci and Julie McKay : « The international monetary system after the financial crisis », European Central Bank, occasional paper series N° 123, February 2011.
- Paul Krugman and Maurice Obstfeld : « International economics ; theory and policy », 6<sup>th</sup> edition, Pearson education, USA, 2003.
- Alan Blinder and William Baumol : « Macroeconomics ; principles and policy », eleventh edition, South-Western Cengage Learning, 2009.

- \_ Emmanuel Nyahoho : « Finances internationales : théorie, politique et pratique », 2<sup>ème</sup> édition, Presses de l'Université du Québec, 2002.
- \_ Eric Santor and Lawrence Schembri : « The International Monetary System: An Assessment and Avenue for Reform », Bank of Canada review, 2011.
- \_ Frederic Mishkin : « The economics of money, banking and financial markets », 7<sup>th</sup> edition, The Addison-Wesley series in economics, 2004.
- \_ Jean-Louis Amelon·Jean-Marie Cardebat: « Les nouveaux défis de l'internationalisation: Quel développement pour les entreprises après la crise ? », 1<sup>er</sup> édition, édition De Boeck université, Bruxelles, 2010.
- \_ Michael Klein : « European monetary union », New England Economic Review, 1998.
- \_ Prakash Apte: «International finance; a business perspective », 2<sup>nd</sup> edition, Tata Mcgraw-Hill, 2009.
- \_ Roy Bailey : « The Economics of Financial Markets », Cambridge University Press, UK, 2005.
- \_ S. Kevin: « Fundamentals of international financial management », PHI learning, New Delhi, 2009.
- \_ Sergio L. Schmukler : « Benefits and Risks of Financial Globalization: Challenges for Developing Countries », Development Research Group, World Bank, 2004.
- \_ Susan Lund et al : « Financial globalization ; retreat or reset, », Mckinsey global institute, March 2013.
- \_ Agnes Benassy Quéré et autres : « Politique économique », 3<sup>ème</sup> édition, De Boeck, Belgique, 2012.
- \_ Robert Carbaugh : « International economics », 12<sup>th</sup> edition, South-Western, USA, 2009.
- \_ William Fung and David Hsieh: « A primer on hedge funds », Journal of Empirical Finance, Vol 6, Issue 3, 1999.
- \_ John Kambhu et al: «Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk », Federal reserve bank of new york, staff report N° 291, 2007.
- \_ Gregory Mankiw: « Macroeconomics », 5<sup>th</sup> edition, worth publishers, 2002.