



وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة طاهري محمد بشار

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية



عنوان المطبوع:

# محاضرات في التمويل الدولي

إعداد الدكتور: العربي مصطفى  
أستاذ محاضر -أ-

السنة الجامعية: 2021/2020

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## فهرس المحتويات

02	<b>فهرس المحتويات</b>	
03	<b>فهرس الجداول والأشكال</b>	
04	<b>مقدمة</b>	
06	الإطار المفاهيمي للتمويل الدولي	المحاضرة (01)
15	تطور التمويل الدولي	المحاضرة (02)
28	معايير كفاءة النظام النقدي الدولي ومحاولات إصلاحه	المحاضرة (03)
39	ميزان المدفوعات	المحاضرة (04)
52	سعر الصرف وسوق الصرف الأجنبي	المحاضرة (05)
68	المخاطر المرتبطة بعمليات الصرف وتقنيات التغطية	المحاضرة (06)
80	أسواق العملات الدولية	المحاضرة (07)
87	المؤسسات المالية الدولية	المحاضرة (08)
95	الأزمات المالية الدولية	المحاضرة (09)
107	أزمة المديونية الدولية	المحاضرة (10)
114	<b>خاتمة</b>	
115	<b>قائمة المراجع</b>	

## فهرس الجداول والأشكال

35	مكونات سلة وحدة حقوق السحب الخاصة (2015)	الجدول (01)
13	عناصر التمويل الدولي.	الشكل (01)
22	نظام النقد الدولي في إطار إتفاقية بريتون وودز.	الشكل (02)
33	كيفية عمل نظام التعابان النقدي الأوروبي	الشكل (03)
50	تأثير منحنى J	الشكل (04)
62	متوسط حجم التداول اليومي في أسواق الصرف الأجنبية (1998-2019)	الشكل (05)
76	آلية التعامل وفق عقود المبادلة	الشكل (06)
77	مخطط لآلية التعامل وفقاً للعقود المستقبلية	الشكل (07)
84	الفرق بين أسعار الفائدة في الأسواق المحلية وسوق الأورو دولار	الشكل (08)
98	الأزمة المصرفية كسبب مجرّد للأزمة العملة وفقاً لنموذج Velasco (1987)	الشكل (09)
99	أزمة العملة كسبب مجرّد للأزمة المصرفية وفقاً لنموذج Stoker (1994)	الشكل (10)
102	العدد السنوي للأزمات المالية (1970-2007)	الشكل (11)

## مقدمة:

يتميز الاقتصاد العالمي في هذا العصر بتزايد وزن وأهمية المعاملات الخارجية للاقتصاد ومكوناته. فالتجارة الخارجية بين الدول نمت بوتيرة متزايدة في النصف الأخير من القرن العشرين مما زاد من حصة المعاملات الدولية في الناتج المحلي لمعظم دول العالم. كما ساهم تحرير التبادل التجاري الدولي و إزالة المعيقات أما تدفق السلع و رؤوس الأموال إلى نمو هائل في العمليات المالية الدولية، إذ أنه لابد للدول والشركات من تسوية مدفو عاتها التجارية وتمويل استثماراتها المحلية والخارجية المتزايدة.

كما أن ثورة تكنولوجيا الاتصالات والمعلومات والموصلات وما نتج عنها من تخفيض في كلفة التعامل الخارجي أدت إلى تعزيز نمو التبادل التجاري الدولي وتزايد اعتماد الاقتصادات والأسواق على بعضها البعض، وتزايد حركة الأموال بين الدول بشكل استثمارات مباشرة وغير مباشرة، مما أدى إلى عولمة أسواق الاستثمارات المالية والحقيقة.

وأمام تزايد أهمية وحجم المعاملات المالية الدولية تناولت المشكلات المترتبة على التعامل بعدد من العملات العالمية الرئيسية والعملات الدولية من حيث أسعار الصرف لهذه العملات وأسعار الفائدة عليها.

فعلى صعيد الشركات تؤثر أسعار الصرف تأثيراً هاماً و مباشراً على المبيعات والكلفة والأرباح والتي تؤثر بدورها على الأسواق المالية ومدخرات الأفراد المستثمرة في هذه الأسواق. أما على صعيد الدول فتؤثر أسعار الصرف على الاستقرار النقدي والنمو الاقتصادي وكيفية الدين الخارجي مما يؤثر على موازنة الدولة وقدرتها على دفع عجلة التنمية.

مما سبق كان لابد من التعمق في فهم عناصر التمويل الدولي والمالية الدولية.

## الفئة المستهدفة من المطبوع:

هذا المطبوع موجه لطلبة السنة الأولى ماستر تخصص اقتصاد ناري وبنكي.

## أهداف المطبوع:

يهدف هذا المطبوع إلى عرض الأسس والمبادئ المتبعة في التمويل الدولي في عالم اليوم وتحليل النظم السارية فيه وتناول دراسة الإختلالات التي تصيب موازين المدفو عات وكيفية تعديلها، والتعرف على أهمية الصرف الأجنبي ومخاطرها، ونظام النقد الدولي بما فيه دور

المؤسسات المالية الدولية في التمويل الدولي، و استعراض أبرز المشاكل المالية الدولية كالازمات المالية وازمة المديونية التي تعاني منها الدول النامية.

### المحاضرة (01) : الإطار المفاهيمي للتمويل الدولي

#### I-مفهوم التمويل:

##### 1-تعريف التمويل:

إن النظرة التقليدية للتمويل هي تدبير الاحتياجات المالية عن طريق المفاضلة بين مختلف المصادر المتاحة (البنوك، المؤسسات المالية، الشركات، الأفراد) واستخدامها باستثمارها وتوظيفها في أفضل استخدامات متاحة لها.

ومع مرور الوقت برزت عدة تعاريف وآراء حول مفهوم التمويل نذكر منها:

- التمويل هو توفير الأموال (السيولة النقدية) من أجل إنفاقها على الاستثمارات و تكوين رأس المال الثابت بهدف زيادة الإنتاج والاستهلاك؛<sup>1</sup>
  - التمويل ليس إلا وسيلة لتعبئة الموارد الحقيقة القائم؛
  - التمويل هو الإمداد بالأموال اللازمة في أوقات الحاجة إليها؛<sup>2</sup>
  - تهتم وظيفة التمويل بتسهيل حقيقة الاستثمارات بالطريقة التي تعظم العائد على هذه الاستثمارات لمستوى مقبول من الخطر، و بتمويل هذه الاستثمارات بمزيج مناسب من مصادر التمويل لتخفيف تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى؛
  - إن كلمة تمويل تأتي لتوضيح مسألة انتقال رؤوس الأموال من أماكن وفترتها إلى أماكن ندرتها، وتم العملية من خلال مجموعة من الوسطاء الماليين سواء كان ذلك في شكل بنوك أو شركات تأمين أو صناديق ادخار و أسواق المال إلى غير ذلك.<sup>3</sup>
- من خلال هذه التعريف يمكن استخلاص أن التمويل هو توفير الأموال اللازمة لقيام المشاريع الاقتصادية و تطويرها و ذلك في أوقات الحاجة إليها، على ضوء العوائد المتوقعة والمخاطر المحيطة.

<sup>1</sup> - هيثم عجام ،"التمويل الدولي" ، دار زهران،الأردن،2006 ، ص 23

<sup>2</sup> - كتوش عاشور، قورين حاج قويدر، " دور الاعتماد المستند في تمويل التجارة الخارجية. حالة مؤسسة SNVI "، الملتقى الدولي حول "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات النامية" ، جامعة بسكرة، أيام 21-22 نوفمبر 2006 ، ص 02

<sup>3</sup> - صالح مفتاح، "محاضرات في المالية الدولية" ، مطبوع بيادغوجي لسنة رابعة مالية نقود وبنوك ، جامعة محمد خير بسكرة ، 2001/2002 ، ص 02

## 2-أنواع التمويل

هناك عدة أشكال للتمويل ذكر منها:

**1-2 التمويل المباشر:** هذا النوع من التمويل يعبر عن العلاقة المباشرة بين المقرض و المقترض و المستثمر دون تدخل أي و سبط مالي مصرفي أو غير مصرفي<sup>1</sup>، و نقصد به التمويل بواسطة السوق المالية، حيث يختص هذا الأخير بالتمويل طويل الأجل و تتولى تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في المشروعات الجديدة أو التوظيف في المشروعات القائمة، وهي تساعده على انتقال رأس المال من المدخر إلى المستثمر، و تقوم بهذه الوظيفة المؤسسات المالية غير المصرفية ذات الفائض والأخرى ذات العجز، وذلك بهدف تمويل الأصول المالية بواسطة سماسة يتكلّفون بها هذه العملية.<sup>2</sup>

**2-2 التمويل غير المباشر :** و نقصد به التمويل بواسطة السوق النقدية، وهو يختص بالتمويل قصير الأجل، و دراسته تعني تحليل لحركات تداول الأصول النقدية بين عارضي النقد والطلابين عليها من خلال المؤسسات النقدية والمصرفية، و يتم هذا النوع من التمويل غير المباشر بواسطة المتدخل الرئيسي: البنك المركزي والبنوك التجارية كمتدخل إضافي لهذا بالمفهوم الضيق، بالإضافة إلى إمكانية تدخل بعض المؤسسات المالية غير المصرفية ذات الفائض بصفتها مقرضة لتمويل نشاط السوق النقدية.

## 3-مصادر تمويل الاقتصاد

يمكن تصنيف مصادر التمويل الذي يحصل عليه البلد إلى نوعين داخلي (التمويل المحلي) و خارجي (التمويل الدولي):<sup>3</sup>

**3-1 المصادر الداخلية للتمويل (المحلية) :** يعتمد مثل هذا النوع من التمويل على المؤسسات المالية والأسوق المالية المحلية و هو يضم المصادر المباشرة وغير المباشرة المحلية (قروض بمختلف أنواعها، أوراق مالية و تجارية بمختلف أنواعها... الخ) و هذا النوع من التمويل يخدم قطاع المؤسسات الاقتصادية أكثر من الهيئات الحكومية، و تقسم هذه المصادر إلى نوعين من الأدخار و هما:

<sup>1</sup> - كتوش عاشر، فورين حاج فويبر، مرجع سابق، ص 03

<sup>2</sup> - باري سيجل، "النقد والبنوك في الاقتصاد: وجهة نظر النقيبين" ، دار المريخ ، السعودية ، 1987 ، ص 67

<sup>3</sup> - عمر محى الدين الجباري، "التمويل الدولي" ، الأكاديمية العربية المفتوحة في دنمارك ، ص 11

**أ- الادخارات الطوعية : (Voluntary Saving)**

وهي الادخارات التي يحققها الأفراد والمؤسسات بشكل طوعي وتشمل :

- ادخارات القطاع العائلي(House holds): ويتضمن هذا القطاع على العائلات والأفراد والمؤسسات الخاصة، وعادة ما يقاس حجم الادخارات لها القطاع بالفرق بين مجموع الدخول الممكن التصرف فيها والإنفاق الخاص على الاستهلاك؛
- ادخارات قطاع الأعمال (Business Sector) : ويقصد بقطاع الأعمال كافة المشروعات الإنتاجية التي تقوم بتحقيق الأرباح من مبيعاتها، التي بدورها مصدرًا للادخار، وتنقسم هذه الادخارات إلى نوعين هما:
  - ادخارات قطاع الخاص: وتتضمن الأرباح غير الموزعة التي تحفظ بها شركات المساهمة فقط وبالتالي تؤدي إلى زيادة ادخاراتها بزيادة أرباحها؛
  - ادخارات قطاع الأعمال العام : وتتضمن الأرباح للمشروعات التي يملكها القطاع العام.

**ب. الادخارات الإجبارية ( Compulsory Savings ) :** وهي الادخارات التي تفرضها الدولة على الأفراد والمؤسسات بشكل إلزامي، حيث تخصم من الدخول المتحققة لديهم بطريقة إجبارية وتشمل :

- الادخارات الحكومية: وتعني هذه الادخارات الفرق بين النفقات العامة والإيرادات العامة هي جميع الموارد المالية التي تحصل عليها الحكومات من المصادر المختلفة وأهمها الضرائب والرسوم وإضافة إلى القروض، والإصدار النقدي الجديد والهبات والمساعدات؛
- الادخارات الجماعية: وهي الادخارات التي تقوم الدولة بخصمها من دخول بعض الجماعات بشكل إلزامي وفق للقوانين معينة، حيث تتضمن أرصدة صناديق التأمينات الاجتماعية بأنواعها المختلفة وهي خاصة بالعاملين في الجهاز الإداري للدولة والهيئات العامة وبالوحدات الاقتصادية التابعة لها، حيث توظف هذه الأموال جميعها إلى الهيئات المختلفة التي تحتاج إليها في صورة استثمارات تمثلها أحياناً أوراق مالية مختلفة وتختلف هذه عن الادخارات عن باقي الادخارات الإجبارية كونها فيها مزايا معينة.

### 3-المصادر الخارجية للتمويل :

عندما تعجز المصادر الداخلية للتمويل المذكورة سابقاً لمواجهة الطلب المحلي، يمكن الاتجاه نحو المصادر الخارجية التالية:

- أ- حصيلة الصادرات:** تعتبر حصيلة الصادرات المصدر الرئيس للموارد المالية المتداولة إلى البلد، حيث تؤدي إلى ارتفاع الدخل القومي، وكذلك يؤدي إلى زيادة الإنفاق العام، وبالتالي يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع والخدمات مما يشجع المستثمرين على زيادة استثمارهم وبالتالي يتم انتعاش الاقتصاد الوطني؛
- ب - الاستثمارات الأجنبية:** وهي إحدى مصادر التمويل التي تقوم الدول باتخاذها وذلك لسد فجوة الموارد المحلية التي تعاني منها، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمار وتحفيظ مشكلة القروض الخارجية من جانبيين مهمين هما: الجانب المالي والجانب التنموي، وتصنف الاستثمارات الأجنبية إلى صنفين رئисين هما:

- **الاستثمار الأجنبي المباشر:** وهي الاستثمارات التي يديرها الأجانب بسبب ملكيتهم الكاملة لها أو لتنصيب فيها مما يجعل لهم حق الإداره، وغالباً ما تتجه هذه الشركات نحو الزراعة والصناعة والمناجم وبعض الأنشطة الإنتاجية؛
- **الاستثمار الأجنبي غير مباشر:** وتتضمن القروض أو شراء الأسهم والسندات الحكومية في الدول النامية المضيفة من قبل أجانب، وتهدف هذه المشروعات إلى تحقيق أقصى الأرباح دون أن يتربّأ أي إشراف.

نستطيع التمييز بين الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر من خلال بعدي الملكية والزمن. فالاستثمار الأجنبي المباشر يقصد به قيام المستثمر الأجنبي بإدارة مباشرة للمشروع الإستثماري المقام في خارج الحدود الجغرافية لبلده، سواء كان مشروعه انتاجياً أم خدمياً وينطوي هذا النوع من الإستثمارات على علاقة طويلة الأجل وعلى التملك الجزئي أو الكامل للمستثمر الأجنبي للمشروع . وأما الاستثمار الأجنبي غير المباشر والذي يكون من خلال قيام المستثمر بشراء حصة في محفظة مالية لشركة استثمار محلية دون أن يخوله ذلك إدارة الشركة أو السيطرة عليها، والذي يعني شراء الأصول بشكل أوراق مالية وليس بشكل أصول

انتاجية أو سلع استثمارية بهدف الحصول على أرباح المستثمرين. وتكون هذه الإستثمارات عادةً قصيرة الأجل.

**ج- المساعدات الخارجية :** إن هذا النوع من التمويل يعتمد بالدرجة الأولى على الأسواق المالية الدولية مثل البورصات، و الهيئات المالية الدولية أو الإقليمية، مثل صندوق النقد الدولي أو البنك العالمي للإنشاء والتعمير و بعض المؤسسات الإقليمية، بالإضافة إلى البرامج التمويلية الدولية التي في شكل إعانت أو استثمارات مثل ما هو الحال بالنسبة لبرنامج ميدا الذي أطلقه الاتحاد الأوروبي في إطار الشراكة الأورومتوسطية.

أما الدول المانحة تقدم المساعدات إلى الدول لدوافع اقتصادية أو الإنسانية لتخفيض الفقر والأمراض.

**د . القروض الخارجية:** إن القروض الخارجية تهيمن على بقية مصادر التمويل من حيث اتخاذها النصيب الأكبر من التدفقات الأجنبية الموجهة للدول النامية، ويقصد بها : وهي تلك المقادير النقدية والأشكال الأخرى من الثروة التي تقدمها منظمة أو الحكومات إلى الدول ضمن شروط معينة يتفق عليها الطرفان، وهكذا تصبح القروض التزامات خارجية وتترتب عليها سعر الفائدة، وتأخذ القروض الخارجية أشكالاً متعددة ومعاييرها ومنها:

- القروض الخارجية حسب طول فترة السداد، وتشمل القروض الخارجية طويلة الأمد، ومتوسطة الأمد، وقصيرة الأمد؛
- القروض الخارجية حسب طبيعتها: وهي القروض التي تستخدم في أغراض اقتصادية أو العسكرية أو الاستهلاكية؛
- القروض الخارجية حسب شروط تقديمها: إن القروض الخارجية هي تعد التزامات تسدد في آجالها المحددة ، إلا أن وتحتفل من حيث درجة المشروطية، وهي نوعين :
  - القروض الميسرة وتنصف بطول فترة الاستحقاق وجود فترة السماح؛
  - والقروض الصعبة وتتسم بقصر الفترة الاستحقاق عدم وجود السماح.
- القروض الخارجية حسب مصادرها: وهي القروض المقدمة إلى مصادرها إما أن تكون قروض رسمية من قبل الحكومات وبشروط خلال اتفاقيات أو قروض خاصة تقدمها المصادر الخاصة وعادة تكون قصيرة الأمد وارتفاع معدلات الفائدة منها.

- القروض الخارجية حسب محتواها: وتأخذ القروض الخارجية نوعين القروض النقدية، وقروض سلعية.

## II- مفهوم التمويل الدولي (المالية الدولية):

تلجأ الدول إلى التمويل الدولي عندما نعجز مواردها الداخلية عن توفير الحجم المطلوب من الادخارات اللازمة لتنفيذ حجم الاستثمارات المطلوبة.

### 1- ماهية المالية الدولية والتمويل الدولي :

المالية الدولية هي فرع من العلوم المالية والنقدية يدرس العلاقات المالية بين الدول ومن أهمها توفير إنتقال الأموال نتيجة لتبادل السلع والخدمات بين الدول وما يلحقها من تبادل مالي للنقود.<sup>1</sup>

تهتم المالية الدولية والتمويل الدولي بانتقال رؤوس الأموال بكافة أشكالها بين دول العالم المختلفة، وكل ما ينبع عن التبادل الدولي من :<sup>2</sup>

- تسوية مدفوعات قيم أو أثمان الصادرات والواردات ما بين الدول؛
- تدفق الأموال بشكل قروض أو استثمارات من الدول المتقدمة والمنظمات الدولية والشركات متعددة الجنسيات إلى الدول النامية بهدف تمويل مشاريع تنموية أو استثمارية مباشرة؛
- تدفق الأموال من الدول النامية إلى الدول المتقدمة تسديدا لأقساط وفوائد قروضها المستحقة أو تحويلا لأرباح استثمارات الشركات أو توظيفا لمدخرات مواطني هذه الدول؛
- الأمر الذي يتطلب تبديل مستمر للعملات الأجنبية من عملة محلية إلى عملة عالمية ومن عملة عالمية إلى عملة عالمية أخرى وهكذا.

يتكون مصطلح التمويل الدولي من كلمتين، حيث تشير الكلمة الأولى (التمويل) إلى مسألة انتقال رؤوس الأموال من حيث أماكن وفترتها ( أصحاب الفائض ) إلى حيث أماكن ندرتها ( أصحاب العجز )، ويتم هذا الإنتقال عبر مجموعة من الوسطاء الماليين سواء كان ذلك في شكل

<sup>1</sup> - بوحفص رواني، دحو سليمان، "المالية الدولية"، مطبوعة مقدمة لطلبة مالية المؤسسة والتجارة الدولية، جامعة غرداية ، 2019/2020، ص06

<sup>2</sup> - ماهر كنج شكري، مروان عوض، "المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق "، ط1، معهد الدراسات المصرفية، عمان،الأردن، 2004، ص 21

بنوك أو شركات تأمين أو صناديق ادخار أو أسواق المال إلى غير ذلك من مؤسسات الوساطة المالية، فضلاً عن انتقال رؤوس الأموال عن هذا النحو التي تكون من أهدافها الأساسية الحصول على أكبر عائد ممكن على هذه الأموال.

أما الكلمة الثانية (دولي) تشير إلى الصفة التي تحكم عملية التمويل من حيث كونه دولياً، وهذا يعني أن تحرك رأس المال في هذا الإطار سيكون خارج الحدود السياسية لدول العالم.<sup>1</sup> تلजأ الدول إلى التمويل الدولي عندما تعجز مواردها الداخلية عن توفير الحجم المطلوب من الادخارات اللازمة لتنفيذ حجم الاستثمارات المطلوبة.

ويجب التنوية هنا، أن جميع المعاملات الدولية تخضع إلى أصول وأعراف مصرية وإلى قوانين وأنظمة الدول المصدرة للعملات الصعبة والتي تعمل تحت مظلة نظام نقدى دولي أعتمد دولياً بعد الحرب العالمية الثانية.

## 2- أهمية التمويل الدولي:

يحتاج كل بلد إلى تخطيط وتنوع إستثماراته ومشاريعه التنموية لتحقيق أهداف سياساته الاقتصادية وذلك حسب احتياجات و قدرات البلد التمويلية، ومهما تنوّعت هذه الاستثمارات والمشروعات فإنها تحتاج إلى التمويل، وفي حالة عجز البلد عن تعبئة الموارد الداخلية و توفير الحجم المطلوب من الادخارات اللازمة لتنفيذ حجم الاستثمارات المطلوبة فإنها يلجأ إلى التمويل الخارجي، ومن هنا تظهر أهمية التمويل الدولي في دور الفعال في تحقيق سياسة البلد التنموية و ذلك عن طريق:<sup>2</sup>

- تحقيق والإيفاء بالمبادلات التجارية منها الصادرات والواردات (السلعية والخدمية) بين مختلف البلدان، وذلك عن طريق التمويل الدولي؛
- توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنجاز المشاريع التي يترتب عليها تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة؛
- تأمين التدفقات الدولية لرؤوس الأموال بأشكالها المختلفة (القروض والاستثمارات.... الخ)؛

<sup>1</sup> - صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 02

<sup>2</sup> - عمر محى الدين الجباري، مرجع سابق، ص 05

- تأمين الالتزامات المالية على البلدان المرتبة على الأوضاع السياسية السائدة في العالم وخصوصا في حالة حصول الحرب أو مطالبة بتعويضات مالية.

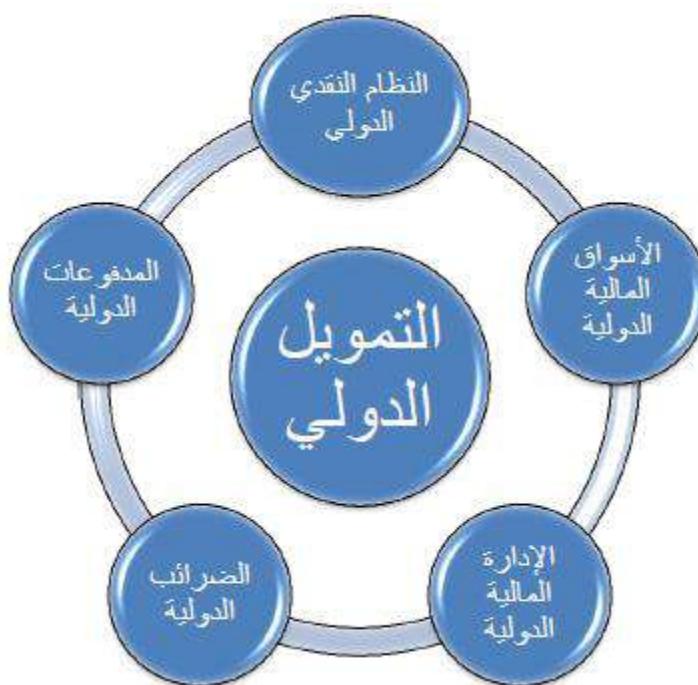
من منظور العلاقات الاقتصادية الدولية فإن أهمية التمويل الدولي تكمن في تمويل حركة التجارة الدولية من السلع والخدمات وأي انخفاض في مستوى السيولة الدولية لتمويل حركة التجارة يؤدي إلى انكماش العلاقات الاقتصادية بين الدول، وإذا كان القطاع الخارجي في معظم الدول يعد بمثابة القطاع المحرك للنمو فان انخفاض حجم هذا القطاع وانكمash نشاطه سيؤثر على معدلات النمو ويقلل حجم الإنتاج المخصص للتصدير والسلع المستوردة للاستثمار والاستهلاك.<sup>1</sup>

### 3. عناصر التمويل الدولي:

يعلم التمويل الدولي كنظام تكاملا ينظ خمس عناصر أساسية كما يلي موضحة في الشكل

التالي:

**الشكل رقم (01): عناصر التمويل الدولي.**



Source : Kozak yuriy," international finance training manual" , cul,Ukraine, 5 th edition, 2015, p.12.

<sup>1</sup> صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 05

يتضح لنا من الشكل أن العناصر المكونة للتمويل الدولي تتمثل في خمس عناصر رئيسية

موضحة فيما يلي<sup>1</sup>:

- **النظام النقدي الدولي:** والذي يضم بدوره عدة عناصر رئيسية أهمها العملات الوطنية والاحتياطات الدولية والعملات الأجنبية، والآليات التنظيمية الدولية لأسعار الصرف.
- **المدفوعات الدولية :** والتي تعكس كل المعاملات المتعمقة بالدفع على المستوى الدولي والتي تخدم حركة البضائع وعوامل الإنتاج والأدوات المالية وتنعكس على موازين المدفوعات الخاص بالدولة.
- **الأسواق المالية الدولية:** وتعنى هذه النقطة بآليات التداول الخاصة بالأدوات المالية، العملة، القروض و الأوزان المالية...الخ.
- **الضرائب الدولية :** وتستخدم كطريقة لتعبئة الأموال على المستوى الدولي.
- **الإدارة المالية الدولية:** وتدرس دولية الاستثمار و ادارة المخاطر والتمويل العابر للحدود.

<sup>1</sup> - Kozak yuriy," international finance training manual ", cul,Ukraine, 5 th edition, 2015, p.12

## المحاضرة (02) : تطور التمويل الدولي

تكمّن الظروف الاقتصادية و السياسية التي مر بها العالم منذ النصف الثاني من القرن التاسع عشر و حتى الآن، وراء التغييرات التي مر بها التمويل الدولي في ظل نظام نفدي دولي من ثلاثة مراحل.

فيما يلي سنتناول طبيعة النظام النفدي والخصائص الأساسية التي حكمت العلاقات الاقتصادية الدولية واتجاه التحركات الدولية لرؤوس الأموال في كل مرحلة .

### I-التمويل الدولي في ظل مرحلة قاعدة الذهب: (1870-1914)

عمل النظام النفدي الدولي وخلال نصف قرن سبقت الحرب العالمية الأولى وفق نظام قاعدة الذهب فكانت بريطانيا أول الدول التي استخدمت هذا النظام.

**1.تعريف قاعدة الذهب:** ووفقاً لهذه القاعدة كانت كل دولة تحدد قيمة الوحدة الواحدة من عملتها الوطنية بوزن معين من معدن الذهب. و في الوقت نفسه تكون الدولة مستعدة لشراء أو بيع كمية من الذهب لقاء سعر عملتها الذي أعلنته.<sup>1</sup>

فقيمة الجنيه الإسترليني من الذهب كما حدّدته الحكومة البريطانية يساوي 4,86656 في قيمة الدولار من الذهب، كما حدّدته حكومة الولايات المتحدة الأمريكية، و كان السعر الرسمي أو سعر التوازن بين كل من الدولار و الجنيه الإسترليني 4,86656 دولار لكل جنيه إسترليني.<sup>2</sup> فقد حدّدت الولايات المتحدة عملتها بمبلغ 20.67 دولاراً للأوقية من الذهب حتى الحرب العالمية الأولى. وكان الجنيه مربوطاً عند جنيه إسترليني للأوقية. وطالما كانت كلتا العملات قابلتين للتحويل بحرية إلى ذهب، فإن سعر صرف الدولار / الجنيه الإسترليني كان:

$$\text{يعدل } 20.67 / 4.24 \text{ أي } 1\text{ جنيه} = 4,86656 \text{ دولار}$$

وهكذا يمكن معرفة الأسعار التقاطعية للعملات الأخرى فيما بينها.

و بالتالي فإن هذه القاعدة كانت تضمن حرية التبديل بأشكال النقد المتداول بالذهب،

<sup>1</sup> - مجدي محمود شهاب " الوحدة النقدية الأوروبية الإشكاليات و الآثار المحتملة على المنطقة العربية " ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، مصر ، 1998 ، ص 44-45.

<sup>2</sup> - جون هدرسون ، مارك هردنر ، " العلاقات الاقتصادية الدولية " ، دار المريخ للنشر ، الطبعة الرابعة ، الرياض 1987 ، ص 752.

كما تضمن أيضاً على الصعيد الخارجي، حرية تصدير و استيراد الذهب من دون قيد أو شرط.<sup>1</sup>

## 2-أشكال قاعدة الذهب:

عرف نظام قاعدة الذهب ثلاثة أشكال رئيسية:<sup>2</sup>

- نظام المسكوكات الذهبية، حيث لعب فيه الذهب دوراً مزدوجاً وهو كونه أدلة

للوفاء بالالتزام المدينة والدائنة للحسابات الدولية، وبإضافة إلى الدور الذي تقوم به

هذه القطع الذهبية نفسها ك وسيط للتداول ودفع الالتزامات في الأسواق المحلية؛

- نظام السبائك الذهبية حيث كانت النقود المتداولة تحت هذا النظام من العملة الورقية

كلياً أو جزئياً والتي من الممكن صرفها من البنك في أي وقت كان مقابل الذهب،

حيث أن الذهب أخذ دوراً محورياً في المبادرات الدولية؛

- نظام الصرف بالذهب، فقد أوصى مؤتمر جنوة في عام 1922 بإتباع النظام رسمياً.

ففي ظل هذا النظام ترتبط عملة بلد ما بالذهب عن طريق ربط عملته بعملة بلد آخر

يسير على نظام الذهب، ويتم ذلك باحتفاظ البلد التابع بسندات أجنبية للبلد المتبع

كخطاء للعملة في التداول.<sup>3</sup> هذا النظام يتميز بوجود سعر صرف ثابت بين البلد التابع

والبلد المتبع، ويعتمد هذا النظام على ضرورة استخدام الدولة المتبعه لنظام

السبائك الذهبية، وأنه في حال الاستغناء عنه من قبل الدولة المتبعه، فإن هذا

النظام سوف ينتهي بالنسبة للدولة التابعة.<sup>4</sup>

## 3-مميزات قاعدة الذهب:

وقد تميزت قاعدة الذهب الدولية بما يلي:

☞ استقرار أسعار الصرف: إذ أن هناك علاقة ثابتة بين وحدة النقد الأساسية لكل دولة وبين

الذهب ويترتب عليه أن أسعار العملات بالنسبة لبعضها البعض لا يمكن ان تقلب في

حدود تكاليف شحن الذهب والتأمين عليه وهذا بدوره يؤدي إلى دعم حرية التجارة ونمو

<sup>1</sup> - حيدر هاشم، "أزمة الدولار" ، المؤسسة العربية للدراسات و النشر، بيروت، الطبعة الأولى 1971، ص28.

<sup>2</sup> - عمر محي الدين الجباري، مرجع سابق، ص10

<sup>3</sup> - ضياء محب الدين الموسوي، "النقد والبنوك" ، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008، ص 55

<sup>4</sup> - ودان بوعبدالله، "آليات المؤسسات النقدية في التوفيق ومواجهة الأزمات المالية الدولية دراسة حالة الأزمة العالمية" ، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ،جامعة تلمسان، 2014-2015، ص6-7

التبادل الدولي وتحركات رؤوس الأموال<sup>1</sup>

☞ استقرار مستويات الأسعار في الدول المختلفة: حيث تلجم الدول التي ترتفع فيها مستويات الأسعار بالنسبة لمستوياتها في الدول الأخرى إلى تصدير الذهب إلى الخارج، ويتم خروج

الذهب منها إلى غاية عودة الأسعار فيها إلى ما كانت عليه<sup>2</sup>

☞ تحقيق التوازن الخارجي: تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات بطريقة آلية من خلال ميكانيزمات السوق، حيث ترتب على إتباع قاعدة الذهب ربط الإصدار المحلي من العملة الورقية للدولة بما يحدث من تغير في الموجودات الفعلية من الذهب الذي تملكه الدولة، ويتأثر رصيد الدولة من الذهب بمقدار العجز أو الفائض المحقق في ميزان المدفوعات حيث تتم تسوية العجز الخارجي وبشكل تلقائي عن طريق انخفاض الموجودات الذهبية للدولة والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض أسعار السلع القابلة للتصدير الأمر الذي يدفع إلى زيادة الصادرات، وبذلك تستعيد الدولة التوازن الخارجي لميزان مدفوعاتها<sup>3</sup>؛

☞ تحقيق مزايا نسبية للدول المنتجة للذهب السمعي.

☞ دعم الثقة في النظام النقدي: وذلك للقيد الذي تفرضه آلية النظام على كمية النقود المصدرة والذي بدوره يدعم استقرار مستويات الأسعار، بمعنى أن الذهب يكون موزعاً بين مختلف الدول بحسب حاجة كل منها إلى الإصدار.

بالرغم من أن نظام الذهب الدولي كان متلائماً مع الظروف البيئية الاقتصادية التي طبق فيها، وقدم العديد من المزايا إلا أنه وجهت له عدة إنذارات منها<sup>4</sup>:

- أن استقرار أسعار الصرف الأجنبي يكون على حساب عدم الاستقرار الاقتصادي الداخلي (كساد)؛

- ينتج عن انتقال الذهب بين الدول آثار عكسية.

ومع قيام الحرب العالمية الأولى وللتغطية متطلبات الحرب لجأت الدول المتحاربة ونتيجة لعدم قدرتها في استمرار إخضاع اقتصادها الداخلي لاعتبارات التوازن الخارجي والأخذ بسياسات

<sup>1</sup> - صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 10

<sup>2</sup> - المرجع نفسه

<sup>3</sup> - مفلاح هزاع، "التمويل الدولي"، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، حلب، سوريا، 2007 ، ص 51

<sup>4</sup> - صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 11

نقية داخلية مستقلة والتوسيع في الإنفاق النقدي إلى تجاوز قيود التغطية الذهبية ، فتوقف العمل بقاعدة الذهب ريثما تنتهي الحرب في وقت كان الذهب يستخدم من لدن الحكومات لتمويل إستيراداتها الحربية وباستخدام العملات النقدية الوطنية لها.

وبعد الحرب العالمية مباشرة سارعت الدول إلى عقد مؤتمر للإصلاح النقدي في بروكسل سنة 1920 وفي جنوة 1922 وكانت الدعوة آنذاك إلى العودة لقاعدة الذهب كبديل لتحقيق الاستقرار الاقتصادي والمالي والنفطي وتنشيط حركة التجارة الدولية وكانت العودة لقاعدة الذهب تحت شكل تطبيق نظام السبائك الذهبية، وهكذا عاد عدد كبير من الدول إلى قاعدة الذهب لفترة محدودة حيث حل الكساد الكبير سنة 1929 وخرجت الدول تباعا عن الالتزام بقاعدة الذهب وسادت الفوضى وعمدت الدول إلى تعويم عملتها . وكانت الولايات المتحدة آخر من تخلى عن هذا النظام، بسبب وضعها الاقتصادي المتقدم وعدم التأثر بالحرب وتزايد احتياطاتها الذهبية، وقد احتفظت به إلى غاية عام 1933.

#### 4-أسباب إنهيار قاعدة الذهب

بعد نشوب الحرب العالمية الأولى واجه هذا النظام العديد من المشاكل العملية التي عجلت بإنهائه ووقف معظم الدول عن العمل به، ومن بين هذه المشاكل:

- عدم قدرته على توفير السيولة الكافية على المستوى الدولي، فعدم توفر الذهب بالشكل الكافي من أجل تمويل احتياجات الحرب، ولتغطية حاجة الدول المتحاربة من الذهب لتمويل وارداتها من الخارج، ففي الوقت الذي كان ينمو فيه إنتاج الذهب سنويا بمعدل 2% كانت التجارة الدولية بمعدل 11% بما يعني عدم إمكانية الذهب المتوفر عالميا من محاكاة نمو التجارة الدولية؛
- تركز الذهب في خزائن بعض الدول مثل أمريكا وفرنسا، وفقدان الكثير من الدول لجزء كبيرا من احتياطاتها على غرار ألمانيا بسبب دفع التعويضات للحلفاء؛
- انتهاء عصر حرية التجارة الدولية: اتسعت دائرة القيود التجارية بين الدول، مما فصلت علاقة مستويات الأسعار بين مختلف البلدان، وفقدت العلاقة التوازنية التلقائية بين الأسعار، وهذه الحالة تمثل انهيار ركن أساسي من أركان نظام الذهب؛<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - ودان بوعبدالله، مرجع سابق، ص 13

• جمود مستويات الأسعار: كما هو معروف في ظل سيادة قاعدة الذهب، فإن مستويات الأسعار كانت تسير بصورة متتناسقة مع كمية الاحتياطات الذهبية المتاحة، ولكن بعد ظهور الشركات الاحتكارية الكبيرة وسعيها للحصول على أقصى الأرباح دون مراعاة لصالح الأطراف الأخرى، فقد أدى ذلك إلى نشوء صراعات مع نقابات العمال ومع المنظمات الأخرى، مما انعدمت الصلة بين مستويات الأسعار وحجم الاحتياطات الذهبية؛<sup>1</sup>

• عدم الاستقرار السياسي: إن الأحداث والاضطرابات السياسية التي شهدتها العالم من حروب ونزاعات إقليمية ودولية، أدت إلى انتشار الخوف والذعر في المؤسسات المالية والبنكية، مما دفعها إلى نقل ما لديها من احتياطات ذهبية إلى دول أخرى أكثر أمنا واستقرارا، وهذا يعني أن حركة انتقال الذهب من دولة إلى أخرى في بعض جوانبها أو أحيانا . لم يكن لأغراض التجارة وإنما بسبب توفر الأمن والاستقرار؛<sup>2</sup>

• زيادة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي: إستدعت أزمة الكساد الكبير تدخل الدولة، وهذا ما أفقد النشاط الاقتصادي حريته المطلقة في اتخاذ القرارات.

#### 5- التحركات الدولية لرؤوس الأموال خلال الفترة (1870-1914)

في ظل سيادة قاعدة الذهب يندرج انتقال رؤوس الأموال في شكلين:<sup>3</sup>

- انتقالات الذهب من وإلى الدولة وفقا لحالة ميزان المدفوعات، إذا كان الميزان يتوازن بصورة تلقائية من خلال خروج ودخول الذهب بحرية، ومن هذا المنطلق يمكن القول أن تحركات رؤوس الأموال كانت تابعة لحركة التجارة الدولية ووضع موازين المدفوعات للدول المختلفة؛

- انتقال رؤوس الأموال تبعا لنمو حركة الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وهذا نتيجة للظروف التي وفرتها أسعار الصرف الثابتة والأمان وجود الفرص الاستثمارية المربحة في المستعمرات التابعة من ناحية وانتشار النظم الاستعمارية من ناحية أخرى.

<sup>1</sup> - ودان بو عبدالله، مرجع سابق، ص 14

<sup>2</sup> - محمود حسين الوادي، كاظم جاسم العيساوي، "الاقتصاد الكلي "تحليل نظري وتطبيقي"" ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2007 ، ص 190

<sup>3</sup> - صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 12

**II- التمويل الدولي في فترة ما بين الحربين**

نعرض فيما يلي لطبيعة النظام النقدي والتغيرات التي حدثت خلال الفترة ما بين الحربين، بالإضافة إلى تغيرات التمويل الدولي ونوعيته واتجاهاته الأساسية.

**1- نظام النقد الدولي في فترة ما بين الحربين :**

شهد العالم بعد الحرب العالمية الأولى ظروف عدم استقرار غير عادية، خاصة بعد أزمة الكساد الكبير حيث انهارت الأسواق المالية وتم وقف تحويل العملات الورقية إلى ذهب ومنع عمليات استيراد وتصدير الذهب واتجهت أسعار صرف العملات الدولية للن詚ب الشديد، والدخول في حروب تنافسية لتخفيف أسعار العملات واكتساب الأسواق الجديدة، وانتهت بفرض القيود على التجارة الدولية، والأخذ بسياسات للحماية والاتفاقيات الجمركية والرقابة على الصرف. وكانت النتيجة تقليص التجارة الدولية وانخفاض معدلات النمو، وأصبح نظام التعويم هو الأساس الذي ارتكز عليه النظام النقدي العالمي في هذه الفترة، وتغيرت مراكز القوة الاقتصادية في العالم لصالح الولايات المتحدة الأمريكية أكبر مستفيد بعد الحرب، حيث حققت فوائض مالية كبيرة وأرصدة ذهبية ضخمة، وظهرت كذلك مشكلة تعويضات الحرب التي فرضت على ألمانيا من ناحية ومشكلة الديون المستحقة للولايات المتحدة من ناحية أخرى.

**2- طبيعة التمويل الدولي في فترة ما بين الحربين:**

من أهم التغيرات في فترة ما بين الحربين ظهور الولايات المتحدة وقيامها بدور جديد في مجال الاستثمارات الخارجية، كما أن انهيار نظام أو قاعدة الذهب الدولية كان له دور كبير في انكماش الاستثمارات وضعف الثقة في كفاءة عمل الأسواق المالية وانكمش حجم الإقراض الخاص لحد كبير.

ولهذا ظهرت أنماطاً جديدة من الإقراض وأهمها الإقراض الحكومي الذي حل محل الإقراض الخاص والاستثمارات المباشرة.

كما تحول مركز الريادة من بريطانيا إلى الولايات المتحدة الأمريكية، حيث خرجت دول الحلفاء من الحرب مثقلة بالديون الكثيرة للولايات المتحدة الأمريكية، وهو ما أدى إلى انتشار أنماط الإقراض الحكومي في هذه الفترة .

وشهدت الاستثمارات الأمريكية تزايداً سريعاً في دول أمريكا اللاتينية وكندا كما أن التمويل

كان من إصدارات السندات طويلة الأجل من جانب الولايات المتحدة الأمريكية وأصبحت أمريكا بمثابة الدائن الرئيسي لمعظم دول العالم وصاحبة أكبر رصيد ذهبي، ومالكة لمعظم الاستثمارات المباشرة في العالم.<sup>1</sup>

### III- التمويل الدولي في ظل نظام بريتون وودز (Bretton Woods system)

نظراً للأسباب المذكورة آنفاً، والمتمثلة أساساً فيما شهده الاقتصاد العالمي من اضطرابات عنيفة في نظامه النقدي ومعدلات منخفضة لحركة التجارة العالمية اجتمع ممثلو الدول الرأسمالية الصناعية في مدينة Bretton Woods (بريتون وودز) بأمريكا في 1944 وعقدوا المؤتمر النقدي والمالي التابع للأمم المتحدة قبل فترة قصيرة من انتهاء الحرب ، وحضر الاجتماع 44 دولة قدمت خلاله مقترنات لإرساء قواعد لنظام إقتصادي دولي جديد أكثر عدالة واستقرار من السابق ويوفر السيولة الكافية .

#### 1- الخطط المقترنة

بات من الضروري البحث عن أصول جديدة يمكن أن تستخدم، مع الذهب، كإضافة إلى السيولة الدولية. وقد كان من المتصور الأخذ بأحد الحلتين:

- الأول هو الاتفاق على أن تقوم سلطة نقدية دولية بإصدار نقود دولية. (المشروع الإنجليزي بزعامة كينز)؛
- والثاني أن تستخدم إحدى العملات الوطنية كنقود دولية. (المشروع الأمريكي بزعامة هاري دكستر هوايت).

ولم يكن العالم مهيأً للحل الأول، على رغم أن مشروع كينز كان يقضي بأن تقوم سلطة دولية (اتحاد المدفوعات الدولي) بإصدار نقود دولية (البانكور).

وعلى ذلك لم يكن هناك مناص من استخدام إحدى العملات الوطنية كنقود دولية تستخدم إلى جانب الذهب في تسوية المدفوعات الدولية، وتحتفظ بها الدول في احتياطياتها لمواجهة اختلالات موازين المدفوعات. وقد كان الدولار أكثر العملات تهيئاً ل القيام بهذا الدور الجديد.

فبعد أن خرج العالم محطماً من الحرب العالمية الثانية، لم يكن هناك من اقتصاد سليم سوى الاقتصاد الأمريكي. فالاقتصاد الأمريكي لم يخرج من الحرب سليماً فقط دون أي إصابات، بل

<sup>1</sup> صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 14

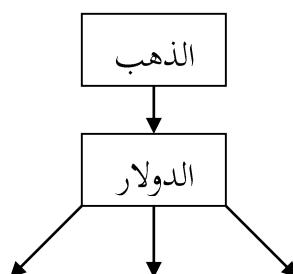
إن الحرب لم تضعف الإنتاج المدني بقدر ما أضافت اقتصادا عسكريا إلى جانب الاقتصاد المدني. فالطاقة الإنتاجية للولايات المتحدة الأمريكية زادت مع الحرب ولم تنقص، وعلى العكس من ذلك كان حال دول العالم التي خرجت محطمة تماما.

## 2- محتوى وأهداف اتفاقية "بريتون وودز"

في 20 جويلية 1944، تم التوقيع على جملة الاتفاقيات في بريتون وودز وبالضبط في الضفة الشرقية للولايات المتحدة الأمريكية في "نيو هامبشير New hanpshire" حيث اجتمع ممثلو الولايات المتحدة الأمريكية و إنجلترا بالإضافة إلى ممثلي اثني و أربعين دولة أخرى، وتبناوا نظام الصرف بالذهب، حيث أصبح للدولار دورا أساسيا في الحفاظ على هذا النظام، وذلك من خلال تعهد الولايات المتحدة الأمريكية بتلبية أي طلب لتحويل الدولار إلى الذهب عند سعر ثابت 35 دولار للأوقية بدون حدود أو قيود، أما باقي عملات دول العالم فيتم تثبيت قيمتها بمقابل الدولار و بالتبعية تصبح مثبتة في مواجهة الذهب أيضا.<sup>1</sup>

**الشكل (02): نظام النقد الدولي في إطار اتفاقية بريتون وودز.**

### نظام الصرف بالذهب



المصدر: ضياء مجید الموسوي، "الاقتصاد النقدي، المؤسسات النقدية" ، البنوك التجارية، البنوك المركزية، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، 1998، ص304.

فYSTEM بريتون وودز يقوم على قاعدة الصرف بالذهب فهو يرتكز على قابلية تحويل الدولار الأمريكي إلى ذهب من جهة وعلى تثبيت أسعار صرف العملات الأخرى بالنسبة للدولار من جهة أخرى. وعليه تصبح علاقة العملات الأخرى بالذهب غير مباشرة.

<sup>1</sup> - محمد سيد عابد، " التجارة الدولية " ، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، جامعة الإسكندرية، 2001، ص 430.

- و يمكن تلخيص خصائص هذا النظام في النقاط التالية:<sup>1</sup>
- ربط أسعار عملات الدول إلى الدولار و بالتبعية إلى الذهب؛
  - أن تتلزم كل دولة بالتدخل في سوق الصرف الأجنبي للحفاظ على سعر الصرف في حدود 1% ارتفاعاً و انخفاضاً عند سعر التعادل في مواجهة الدولار؛
  - يمكن للدول أن تموّل عجزها المؤقت في موازين مدفوعاتها باستخدام احتياطاتها الدولية و بالاقتراب من صندوق النقد الدولي، أما في حالة وجود اختلال هيكلـي، أي وجود عجز أو فائض بشكل كبير و مستمر في ميزان المدفوعات، فإنه يسمح للدولة بأن تغير السعر الاسمي لعملتها في حدود 10% دون اشتراط الموافقة المسبقة للصندوق؛
  - استخدام الدول لما لديها من أرصدة دولارية لشراء عملتها المحلية عندما تميل قيمتها للتدحرج بأكثر من 1% من سعر التعادل أو التدخل ببيع عملتها و شراء الدولار عندما تتحسن قيمتها بما يفوق 1% من سعر التعادل؛
  - فرض القيود على تحركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل و ذلك لقادري تأثيرها على نظام أسعار الصرف الثابتة.

و قد كان الهدف من عقد اتفاقية بريتون وودز وضع وتسهيل نظام نفدي دولي يحقق ما يلي:<sup>2</sup>

- ضمان حرية التحويل بين عملات المختلفة؛
- وضع نظام يمنع التقلبات في أسعار الصرف؛
- تحقيق التوازن في موازين المدفوعات؛
- النظر في موضوع الاحتياطات الدولية لتوفير السيولة الدولية؛
- الإدارة الدولية للنظام النفدي العالمي الجديد.

و تعتبر هذه الأفكار بمثابة الأهداف الأساسية التي خرج بها مؤتمر "بريتون وودز" و التي أوكلت مهمة الإشراف على تطبيقها لصندوق النقد الدولي الذي انبعث عن المؤتمر المذكور وكذلك البنك الدولي للإنشاء و التعمير، الذي أصبح يعرف باسم البنك الدولي.

<sup>1</sup> - ماهر كنج شكري، مروان عوض، مرجع سابق، ص 25  
مجدي محمود شهاب، " الوحدة النقدية الأوروبية الإشكاليات و الآثار المحتملة على المنطقة العربية " ، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر 1998، ص 50

<sup>2</sup> - ودان بوعبدالله، مرجع سابق، ص 19

ومن المهم أن نلاحظ هنا، أن نظام بريتون وودز يتفق مع نظام قاعدة الذهب في كون كل منها قد أخذ بنظام ثبات أسعار الصرف، لكن هناك اختلافات جوهرية بينهما، فمنطق قاعدة الذهب هو التخلّي عن سياسات اقتصادية داخلية مستقلة وإخضاع التوازن الداخلي لاعتبارات التوازن الخارجي. أما في ظل بريتون وودز ، فإن الدول ، معأخذها بنظام ثبات أسعار الصرف، لم تتخّل عن سياساتها الداخلية المستقلة ولم تخضعها لاعتبارات قاعدة الذهب ، فكل دولة كانت تقوم بتحديد سياستها الداخلية من حيث مستوى الأسعار والدخول بصرف النظر عن اعتبارات التوازن الخارجي.

### 3- مراحل نظام "بريتون وودز"

من نظام بريتون وودز بمرحلتين أساسيتين هما:

- مرحلة الاستقرار النسبي.(ندرة الدولار خارج أمريكا)
- مرحلة التصدع والانهيار.(وفرة الدولار خارج أمريكا))

### 1- مرحلة الازدهار "القوة" (ندرة الدولار خارج أمريكا):

امتدت هذه المرحلة من 1946 حتى سنة 1958 ، وتميزت بوفرة احتياطات الذهب الأمريكي وندرة الدولار خارج أمريكا.

فقد تركت الحرب العالمية الثانية أوروبا واليابان في حالة دمار اقتصادي، ولم تستطع أوروبا تزويد نفسها بالسلع الاستهلاكية و الرأسمالية لإعادة البناء، لذا كان من الضروري استيراد العديد من السلع، ونظراً لكون الولايات المتحدة الأمريكية المصدر الأساسي للسلع الإنتاجية، فقد كان نقص السلع في أوروبا يمثل نقصاً في الدولارات، وللمساعدة قامت الولايات المتحدة الأمريكية وكندا وعدد من المنظمات الدولية بمنح عدد من القروض والمنح لأوروبا شملت برنامج الانتعاش الأوروبي المعروف بمشروع مارشال<sup>1</sup> Plan Marshall المقدم في عام 1947 لإعادة بناء أوروبا، والذي تبعه انتقالات هامة للمدخلات والسلع الأمريكية، مما حقق الميزان التجاري الأمريكي فائضاً هائلاً بتدفق جزء كبير من الاحتياطات الذهبية والنقدية.

وقد كانت احتياطيات الولايات المتحدة الأمريكية من الذهب والعملات الأجنبية في 1950 تبلغ 24.3 مليار دولار ، في حين لم تجاوز الأرصدة الدولارية للدول الأخرى 8.9 مليار دولار، أي

<sup>1</sup> - زينب حسين عوض الله، "العلاقات الاقتصادية الدولية" ، الفتح للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2003، ص 187

أن النسبة كانت 273 في المئة. وبعبارة أخرى فقد كانت احتياطيات الولايات المتحدة الأمريكية تمثل ما يقارب ثلاثة أمثال ديونها قصيرة الأجل. وفي هذه الحالة تستطيع أمريكا تحويل الأرصدة الدولارية الموجودة لدى الدول الأخرى إلى ذهب.

### 3-2 مرحلة التصدع والانهيار.(وفرة الدولار خارج أمريكا):

امتدت هذه المرحلة من 1958 إلى 1971، حيث أخذ المخزون الذهب الأمريكي في التناقص تدريجيا نتيجة زيادة استخدام الدولار كاحتياطي لدى الدول، وزادت مديونية الولايات المتحدة قصيرة الأجل من ناحية وقلت احتياطياتها من الذهب والعملات الأجنبية من ناحية أخرى. فبحلول عام 1959 عندما أخذت تراكمات البنوك الأوروبية المركزية من الدولار تتجه نحو المستويات المرغوبة واجه ميزان المدفوعات الأمريكي عجزا حادا، ووُجدت البنوك المركزية الأجنبية نفسها تراكم دولارات بسرعة أكبر مما ترغب فيه، وبدأت ترتفع معدل تحويل الدولارات إلى ذهب من وزارة الخزانة الأمريكية، وفي عام 1960 وصلت المستحقات الأجنبية الرسمية على مخزون الذهب الأمريكي تقريرا حجم مخزون الولايات المتحدة الأمريكية من الذهب جميعه، وكان واضحا أنه إذا استمر هذا الاتجاه سيصبح ما بحوزة الولايات المتحدة الأمريكية من الذهب غير كاف للتغطية المستحقة المحتملة.

وفي ضوء ذلك الوضع بدأ حاملوا الأصول السائلة تحويل أرصدتهم من دولار إلى ذهب وعملات أجنبية خاصة الفرنك السويسري والمارك الألماني، وكان لمحاولة سويسرا والحكومة الألمانية الحد من تدفق رأس المال المضارب إلى داخلها أن حولت جزءا كبيرا من التدفقات إلى ذهب، وبدأت بذلك أسعار الذهب بالإرتفاع في الأسواق الخاصة. وعلى هذا شكلت الولايات المتحدة الأمريكية وعدد من الدول الصناعية ما يسمى " بمجمع ذهب لندن" Gold Pool " بنهاية عام 1961 للدفاع عن 35 دولار كسعر للأوقية.<sup>1</sup>

وفي النصف الثاني من عام 1965 وبعد تصاعد الحرب الفيتنامية زادت معدلات التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية بسرعة، وكثف ذلك من الضغط لتخفيض قيمة الدولار في سوق العملات الأجنبية، وفي نفس الوقت وقع الجنيه الإسترليني عام 1967 تحت اعتداء مضاربي وتم تخفيض قيمته بنهاية العام. وأدت أزمات الإسترليني وتزامنها مع الضغط على الدولار إلى خلق

<sup>1</sup> - ودان بو عبدالله، مرجع سابق، ص 22

مضاربة قوية ضد الدولار، ودفعت المضاربات إلى رفع أسعار الذهب، وأخذ مجمع الذهب مرة أخرى يبيع الذهب للوقوف في وجه الزيادة في الأسعار.

وتفاقم عجز ميزان المدفوعات الأمريكي بسبب تحركات رؤوس الأموال بسرعة ويعود السبب إلى الدولارات الأمريكية خارج الولايات المتحدة الأمريكية وأصبحت حركات رؤوس الأموال عرضة للمضاربة أو الاكتناز وتعرضت معظم العملات للخطر ذاك أنها لم تكن مرتبطة بظاهره الدولارات الأوروبيه (اليورو دولار).<sup>1</sup>

واستمر عجز الميزان الأمريكي إلى أن ألغت الولايات المتحدة الأمريكية تحويل الدولار إلى ذهب بإعلان رئيس الولايات المتحدة الأمريكية آنذاك "ريتشارد نيكسون" في 15 أوت 1971 قراراته التي اشتملت فصل ارتباط الدولار الأمريكي بالذهب، وسقطت بذلك قاعدة الصرف بالذهب التي قام عليها نظام بريتون وودز.

#### 4- أسباب انهيار نظام بريتون وودز.

يمكن استخلاص الأسباب الرئيسية لانهيار النظام فيما يلي:

- العجز في ميزان ميزان المدفوعات الأمريكية :منذ الخمسينات بدأ ميزان المدفوعات الأمريكي يحقق عجزاً كبيراً ومستمراً الأمر الذي فُلّص بشدة من إحتياطات الذهب في الخزانة الأمريكية، و ساد اليقين بضرورة تعديل أسعار تعادل العملات، و إزاء فشل الولايات المتحدة الأمريكية في إقناع الدول التي حققت موازين مدفوّعاتها فوائض ضخمة، وبصفة خاصة ألمانيا واليابان، برفع سعر صرف عملاتها، أصبح من المسلم به ضرورة لجوء الولايات المتحدة الأمريكية إلى تخفيض قيمة الدولار. مما شجع خروج كميات ضخمة من الدولارات الأمريكية نحو الخارج وتحويلها إلى عملات قوية خاصة المارك الألماني و الين الياباني و الفرنك السويسري، الأمر الذي أدى إلى حدوث مزيد من الإختلالات في ميزان المدفوعات الأمريكي؛

- توقعات انخفاض قيمة الدولار التي أدت إلى تدفق رؤوس الأموال قصيرة الأجل إلى خارج الولايات المتحدة؛

<sup>1</sup> - صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 20

- تخلي الدول الأوروبية واليابان عن التزامها بالتدخل في سوق الصرف الأجنبي لتدعم الدولار؛

- عدم كفاية السيولة الدولية، وقد تم إنشاء وحدات السحب الخاصة للتغلب على هذه المشكلة ولكنها لم تكن كافية نظراً لأن إصداراتها وتوزيعها لم يكن وفقاً لاحتياج الدول الأعضاء وإنما وفقاً لحجم كل دولة وأهميتها النسبية في التجارة الدولية.

#### 5-طبيعة التمويل الدولي بعد الحرب العالمية الثانية :

عرفت فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية توسيعاً كبيراً في هذا النمط من التمويل بالإضافة إلى ظهور أنماط التمويل المتعدد الأطراف.

وقد اعتمدت الولايات المتحدة برنامجاً للإنعاش الاقتصادي وهو ما يسمى (بمشروع مارشال) سنة 1947 وتم تقديم مقدار 11 مليار دولار لأوروبا الغربية خلال الفترة (1948-1951)، وبلغ إضافياً قدره 2.6 مليار دولار خلال الفترة (1951-1953).<sup>1</sup>

وهكذا انتعشت اقتصادات دول أوروبا تدريجياً وتحسن موازناتها وزادت الاحتياطات الخارجية لها، وأعلنت قابلية عملاتها للتحويل.

وبذلك بدأت أسواق المال في أوروبا والولايات المتحدة تتکامل وبدأت البنوك الأوروبية خاصة في لندن وسويسرا بالتعامل بالدولار منذ نهاية الخمسينات، وهكذا بدأت تتشكل أسواق الأورو دولار. وأهم ما يميز التمويل الدولي في فترة ما بعد الحرب العالمية II هو تنوعه بين التمويل الرسمي والخاص والثاني والمتعدد الأطراف والإقليمي والدولي، وقد ظهرت في تلك الفترة مؤسسة التمويل الدولي سنة 1956، وهيئة التنمية الدولية سنة 1960 وتم ظهور العديد من المنظمات الإقليمية وبنوك التنمية التي عملت في مجال منح القروض متعددة الأطراف.

وقد شهد عديدي السبعينات والثمانينات من القرن العشرين حدوث تحولين رئيسيين في مجال تحرك رؤوس الأموال الدولية هما : التحول من أسهم رأس المال إلى الدين، و من التمويل الرسمي إلى التمويل الخاص وهو ما أدى إلى تراكم شديد في المديونية الخارجية لبعض الدول وانفجار الأزمة في عقد الثمانينات.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 25

<sup>2</sup> - المرجع نفسه، ص 25

### المحاضرة (03) : معايير كفاءة النظام النقدي الدولي ومحاولات إصلاحه

#### I- معايير الكفاءة النظام النقد الدولي.

تواجـه الاقتصاديين و خبراء الشؤون النقدية الدولية عـدة صعوبـات عند الحكم على مدى كفاءـة نظام النقد الدولـي السائد في فـترة معـينة، لكن يمكن أن تـقاس هذه الكفاءـة بعدـ من المـعايـير العامةـ، التي تعدـ في كـثير من الأحيـان مـوضع اتفـاقـ تـامـ، و أـهم هـذه المـعايـير ما يـليـ: <sup>1</sup>

##### 1- معيـار نـمو التـجـارـة الدولـية.

كلـما أـسـهم نظامـ النقدـ الدولـيـ السـائـدـ فيـ نـموـ التـجـارـةـ الدولـيةـ، أيـ فيـ نـموـ حـرـكـةـ اـنـتـقـالـ السـلـعـ وـ الـخـدـمـاتـ وـ رـؤـوسـ الـأـمـوـالـ بـيـنـ الدـوـلـ وـ الـمـنـاطـقـ الـمـخـتـلـفـةـ، دـلـ ذـلـكـ عـلـىـ كـفـاءـةـ النـظـامـ فيـ تـأـدـيـةـ وـظـيـفـةـ هـامـةـ تـلـزـمـ لـنـموـ الرـأسـمـالـيـةـ وـ اـسـتـمـرـارـ نـموـهـاـ، وـ هيـ اـتسـاعـ حـجمـ السـوقـ.

##### 2- مـعيـارـ تـحـقـيقـ الـاسـتـقـرارـ فـيـ الـأـسـعـارـ.

وـ المـقصـودـ بـذـلـكـ مـدىـ مـقـدـرـةـ النـظـامـ السـائـدـ فيـ كـبـحـ أوـ منـعـ قـوـىـ التـضـخمـ أوـ قـوـىـ الـانـكـماـشـ فيـ الدـوـلـ الرـأسـمـالـيـةـ الـكـبـرـىـ الـتـيـ يـنـعـكـسـ أـثـرـهـاـ عـلـىـ مـسـتـوـىـ الـأـسـعـارـ الـعـالـمـيـةـ. فـإـذـاـ اـسـطـاعـ نـظـامـ النـقـدـ الـدـولـيـ بـمـاـ يـرـسـمـهـ مـنـ قـوـاـعـدـ مـتـقـقـ عـلـيـهـاـ مـنـ حـصـرـ نـطـاقـ مـفـعـولـ هـذـهـ القـوىـ فـيـ أـقـلـ الـفـترـاتـ الـزـرـمـنـيـةـ الـمـمـكـنـةـ، عـنـ طـرـيـقـ إـجـرـاءـاتـ التـصـحـيـحـ الـتـيـ يـكـفـلـهـاـ، فـإـنـهـ يـسـهـمـ بـذـلـكـ فـيـ التـلـطـيفـ مـنـ حـدـةـ الـأـزـمـاتـ الـنـقـدـيـةـ الـتـيـ كـثـيرـاـ مـاـ يـتـعـرـضـ لـهـاـ النـظـامـ الرـأسـمـالـيـ فـيـ أـيـةـ دـوـلـةـ.

##### 3- مـعيـارـ التـنـسـيقـ بـيـنـ الـاخـتـلـالـ الدـاخـلـيـ وـ الـخـارـجـيـ.

يـقـصـدـ بـهـ ضـرـورـةـ أـنـ يـكـونـ لـنـظـامـ السـائـدـ مـسـاـهـمـتـهـ الإـيجـابـيـةـ الـملـمـوـسـةـ فـيـ عـلاـجـ الـاخـتـلـالـ الدـاخـلـيـ الـذـيـ كـثـيرـاـ مـاـ يـنـشـأـ فـيـ اـقـتـصـادـيـاتـ الدـوـلـ الرـأسـمـالـيـةـ، وـ ذـلـكـ عـنـ طـرـيـقـ إـحـدـاثـ التـنـاسـقـ أوـ الـصـلـةـ بـيـنـ إـجـرـاءـاتـ تـصـحـيـحـ الـاخـتـلـالـ الدـاخـلـيـ وـ إـجـرـاءـاتـ التـعـاملـ الـخـارـجـيـ، فـكـلـماـ كـانـ لـنـظـامـ النـقـدـ الـدـولـيـ فـاعـلـيـةـ فـيـ مـسـاـهـمـةـ فـيـ عـلاـجـ الـاخـتـلـالـ الدـاخـلـيـ(مـثـلـ حـالـاتـ التـضـخمـ وـ الـانـكـماـشـ) بـأـقـلـ تـكـلـفةـ مـمـكـنةـ، كـلـماـ عـظـمـتـ فـوـائـدـ لـلـدـوـلـ الرـأسـمـالـيـةـ.

<sup>1</sup> - رـمـزيـ زـكـيـ، "الـاحـتـيـاطـاتـ الـدـولـيـةـ وـ الـأـزـمـةـ الـاـقـتصـادـيـةـ فـيـ الدـوـلـ النـامـيـةـ مـعـ الإـشـارـةـ خـاصـةـ عـنـ الـاـقـتصـادـ الـمـصـرـيـ"، دـارـ الـمـسـتـقـلـ الـعـرـبـيـ، الطـبـعـةـ الـأـوـلـىـ، صـ75ـ، 1994ـ، بـتـصـرـفـ.

**4-معيار قابلية تحويل العملات لبعضها البعض:**

إن قابلية تحويل العملات المختلفة لبعضها البعض، في ظل إطار واضح ومستقر من أسعار الصرف، تعد أحد الشروط الأساسية لنمو العلاقات الاقتصادية الخارجية، و من هنا يجب أن يسهم نظام النقد الدولي السائد في تحقيق هذه القابلية، و هذا يتطلب أن تمتلك الدول المشتركة في النظام عن فرض القيود على المدفوعات الناشئة عن المعاملات الجارية أو ممارسة الترتيبات النقدية المنظوية على التمييز في المعاملة بين الدول.

**5-معيار استقرار أسعار الصرف:**

لا يجب أن يفهم من استقرار أسعار الصرف ضرورة تجميدتها و عدم جواز تغييرها إطلاقاً. فقد تقتضي ظروف تصحيح الاختلال الداخلي أو إعادة التوازن لميزان المدفوعات ضرورة إجراء تغيير محسوس في سعر الصرف طبقاً لمقتضيات الظروف الاقتصادية في الدولة. و من هنا يصبح من الضروري أن يتضمن نظام النقد الدولي قواعد متقدّمة لمنع التلاعب في أسعار الصرف و يمنع المضاربة عليها صعوداً و هبوطاً، و أن يوفر المرونة اللازمة حتى تتكيف أسعار الصرف مع مقتضيات التوازن الداخلي و التوازن الخارجي.

**6-معيار توفير حد أدنى من التعاون الدولي:**

لا بد لنظام النقد الدولي السائد أن يرسّي بعض قواعد التعاون و التفاهم بين الدول حتى يحد من مخاطر السلوك الفردي في مجال العلاقات النقدية الدولية. ففي ظل نظام بريتون وودز اقتضت لضرورة إنشاء بعض المنظمات الدولية كصندوق النقد الدولي لاتفاق على هذه القواعد و صياغتها.

**7- معيار توفير السيولة الدولية ( Intentional Liquidity.)**

تدل التجارب التاريخية على أن عدم توفير السيولة الدولية بالقدر الملائم لحاجة المعاملات الدولية كان أحد الأسباب الرئيسية في انهيار النظام النقدية الدولية الماضية. وهنا لابد من إبراز مفهوم السيولة الدولية .

**7-1-مفهوم السيولة الدولية:** السيولة الدولية تشمل جميع وسائل الدفع الدولية المقبولة بصورة عامة والمتاحة وغير المشروطة لتسوية المدفوعات الدولية، أي لتمويل التجارة الخارجية للدول العالم.<sup>1</sup>

وفي تعريف آخر إن المقصود من السيولة الدولية بلد ما ينصرف إلى مدى كفاية وملائمة الاحتياطيات و وسائل الدفع الدولية المتاحة للسلطة الدولية لمواجهة العجز الطارئ في ميزان المدفوعات.

**7-2-مصادر السيولة الدولية:** هناك عدة مصادر للسيولة الدولية فهي:

- الذهب المخزون لدى البنوك المركزية للدول؛
- العملات القيادية وخاصة الدولار الأمريكي والباوند الإسترليني الموجودة لدى البنك المركزي؛
- حقوق السحب الخاصة التي يصدرها صندوق النقد الدولي؛
- التسهيلات الائتمانية الممنوحة في إطار التعاون.

**7-3-أنواع السيولة:**

يمكن التفريق بين نوعين من السيولة الدولية:<sup>2</sup>

- **سيولة رسمية:** تتمثل في الاحتياطيات الدولية لدى البنوك المركزية من أجل تسوية العجز في ميزان المدفوعات وتحتوي على العملات الأجنبية، حقوق السحب الخاصة لدى الصندوق النقدي الدولي، الاحتياطيات من الذهب؛
- **سيولة خاصة:** وتتمثل في العملات لدى البنوك التجارية والمؤسسات الاقتصادية .

من حيث الملكية يمكن التمييز بين نوعين من السيولة الدولية وهم:<sup>3</sup>

- **السيولة المملوكة (غير المشروطة):** وهي السيولة المملوكة التي توجد تحت تصرف السلطات النقدية الرسمية في بلد ما ويمكن استخدامها وبمحض إرادة دون شرط، ويستعمل مصطلح السيولة الدولية غير المشروطة كمرادف لمصطلح الاحتياطيات الدولية ؛

<sup>1</sup> عرفان تقى الحسيني، "التمويل الدولي" ، دار مجلاوى للنشر ، الطبعة 2 ، عمان ،الأردن ،2002 ،ص 232

<sup>2</sup>- Dictionnaire d'économie et social, EditionDunod, paris, 1999,p242.

<sup>3</sup>-فوزي زغاد،" اشكالية ادارة الاحتياطيات المالية الدولية - دراسة حالة بنك الجزائر (2000-2012)" ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة المسيلة، 2013-2014 ، ص18

- **السيولة غير المملوكة (المشروطة):** تتمثل في كافة الموارد التي يحصل عليها البلد عن طريق الاقتراض الخارجي ولها تاريخ استحقاق معين ويتحمل الاقتصاد تكلفة للحصول عليها وتنتمل في معدل الفائدة على هذه القروض وتشمل كذلك الموارد الممكّن سحبها من الصندوق النقدي الدولي ولكن بشروط معينة.

وهناك اختلاف قائم بين الاقتصاديين حول مكونات عناصر السيولة التي يجب الارتكاز عليها عند تقيير موقف السيولة الدولية لاقتصاد ما، فالبعض يرى أن الاكتفاء بحساب عناصر السيولة المملوكة فقط ومنهم من يضيف إلى ذلك عناصر السيولة الدولية التي يمكن اقتراضها بشروط معقولة وأكثر احتمالاً، غير أن هناك فريق آخر يؤكّد أن تقيير موقف السيولة الدولية لبلد ما يجب أن يأخذ في الاعتبار قدرة الاقتصاد الوطني في الحصول على الآئتمان من الخارج وعلى العموم فإن موقف السيولة الدولية يتفاوت من دولة إلى أخرى حسب مركزها في حركة العلاقات الاقتصادية وطبيعة المشكلات الاقتصادية التي تواجهها زيادة على أن معيار التقدير مرتبط بالغرض من إجراء التقيير نفسه.<sup>1</sup>

## II- محاولات إصلاح النظام النقدي الدولي بعد فشل إتفاقية بريتون وودز.

بعد انهيار نظام بريتن وودز ظهرت عدة تطورات نقدية حاولت إصلاح النظام النقدي الدولي منها:

### 1-اتفاق سميثونيان (Smithsonian Agreement )

نتيجة لما ظهر من اضطرابات اقتصادية ونقدية لجأت مجموعة العشرة\* (Group of Ten) إلى إجراء العديد من المباحثات فاجتمعت في ديسمبر 1971 في معهد سميثونيان بواشنطن في مقاطعة كولومبيا نتج عنها ما عرف باتفاقية سميثونيان.

وينص اتفاق سميثونيان على تخفيض قيمة الدولار الأمريكي مقابل رفع قيمة الذهب مع زيادة قيمة بعض العملات الأوروبية وعدم ممارسة أي ضغوط من أجل إعادة تحويل الدولار إلى ذهب،

<sup>1</sup> - فوزي زغاد، مرجع سابق، ص 19

\* - تشمل مجموعة العشر الولايات المتحدة الأمريكية و بلجيكا و هولندا وفرنسا وألمانيا وبريطانيا و ايطاليا و السويد و اندا و اليابان.

فقد تم رفع سعر أوقية الذهب من 35 دولار إلى 38 دولار أمريكي للأوقية، هذا ما يعني تخفيض قيمة الدولار الأمريكي في حدود 9%<sup>1</sup>.

ويعتبر هذا الانفاق مجرد تعديل لاتفاقية بريتون وودز مع السماح بتقلبات أكبر لسعر صرف العملة، حيث لا يسمح بتقلب سعر التعادل للعملة صعوداً أو هبوطاً إلا في حدود 2.25%. إلا أن ما سعت إليه اتفاقية سميثونيان من تصحيح الخلل في العلاقات الاقتصادية والنقدية الدولية لم يدم طويلاً بسبب الانخفاض النسبي لأسعار الفائدة قصيرة الأجل في الأسواق النقدية الأمريكية عن مثيلاتها في الدول الرأسمالية الأخرى، وزيادة إنخفاض سعر صرف الدولار.

## 2-نظام الثعبان داخل النفق (The European Snake in the Tunnel)

لدعم اتفاقية سميثونيان اتفقت دول المجموعة الاقتصادية الأوروبية 2 في أبريل 1972 على حصر تقلبات أسعار صرف عملاتها ضمن حدود + 1.25% على أن يستمر التزامها بأحكام اتفاقية سميثونيان بعدم تجاوز تذبذب أسعار صرف عملاتها مقابل الدولار الأمريكي + 2.25% وهو ما أطلق عليه بالثعبان داخل النفق.<sup>2</sup>

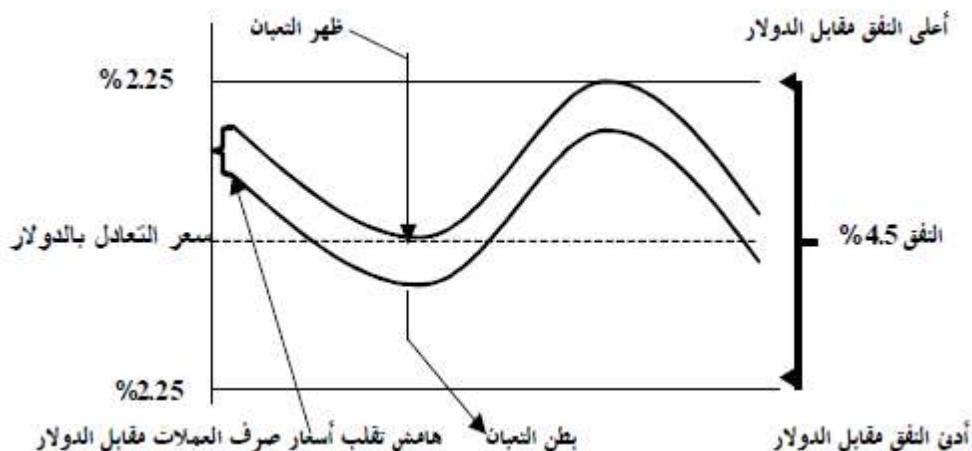
وحتى تحافظ دول الثعبان على بقاء أسعار صرف عملاتها بالدولار داخل النفق، أي في حدود 2.25% من أسعار تعادلها بالدولار ارتفاعاً أو انخفاضاً، فإن بنوكها المركزية تتدخل في أسواق الصرف مشترية الدولار وبائعه لعملاتها أو بائعة للدولار ومشترية لعملاتها بحسب الحال.

<sup>1</sup> - SALVATOR Dominick, **International Economics**, Macmillan publishing company, New York, USA, 1990, P.652.

\* - وهذا يعني أنه يمكن لسعر صرف أي عملة بخلاف الدولار أن يتقلب في حدود 4.5% ارتفاعاً وانخفاضاً، بالمقارنة مع سعر صرف أي عملة أخرى، وذلك في حالة زيادة قيمة إحداها بنسبة 2.25% عن سعر تعادلها بالدولار، وانخفاض قيمة العملة الأخرى بنسبة 2.25% عن سعر تعادلها بالدولار.

<sup>2</sup> - العراقي بشار أحمد، آليات النظام النقدي الدولي وأثرها في متغيرات نقدية في الأقطار النامية، أطروحة دكتوراه، جامعة الموصل، الموصل، العراق، 2005 ، ص 36

### الشكل (03): كيفية عمل نظام الشعبان النقدي الأوروبي



المصدر: مدحت صادق، "النقد الدولي وعمليات الصرف الأجنبي"، ط١، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 1997 ،ص: 74

إلا أن الولايات المتحدة الأمريكية قامت بتخفيض جديد في سعر تعادل الدولار، بالذهب بمقدار 10% وهذا زاد الأسعار الرسمية للذهب إلى 42.22 دولار للأونصة .

وبعد ذلك استمر تدهور سعر صرف الدولار الأمريكي الذي وصل إلى ذروته في مارس 1973، وهذا دفع دول المجموعة الأوروبية إلى حصر تقلبات أسعار صرف عملاتها فيما بينها بالحدود السابقة مع إلغاء أي التزام في تحديد أسعار صرف عملاتها تجاه العملات الدولية الأخرى تاركة لقوى العرض والطلب تحديدها في أسواق تبادل العملات الدولية.

### 3-نظام التعويم المدار (نظام تعويم العملات):

فرض نظام التعويم نفسه عند انهيار نظام بريتون وودز ، بعرض مواجهة الفوضى التي سادت أسواق الصرف الأجنبي والمضاربات التي أحدثت العديد من الاختلالات.

ويعتمد هذا النظام أساسا على أسعار الصرف المعومة وهي التي تحول بحرية أي وفقا لقوى عرضها والطلب عليها في السوق، وهناك أنواع من التعويم:<sup>2</sup>

- التعويم النقي: ويكون عندما لا يتدخل البنك المركزي مطلقا في أسواق الصرف لمساندة سعر صرف العملة الوطنية عند مستوى معين؛

<sup>1</sup> - ودان بو عبدالله، مرجع سابق، ص 33

<sup>2</sup> - صالح مفتاح، مرجع سابق، 21

- التعويم غير النقدي: عندما يتدخل البنك المركزي لمنع التقلبات في السعر من أن تتجاوز حدًا معيناً؛
- التعويم المستقل: وهو عندما لا يرتبط سعر صرف العملة الوطنية في ارتفاعه وانخفاضه بأسعار صرف أي عملة أو عملات أخرى؛
- التعويم المشترك: عندما تشتراك مجموعة معينة من العملات معاً بالنسبة لما يحدث من تغيرات في أسعار صرفها فترتفع هذه الأسعار سوية أو تنخفض سوية.

#### 4- حقوق السحب الخاصة:

حتى عام 1971 اعتمد صندوق النقد الدولي في تقديم التسهيلات الائتمانية على موارده النقدية، والتي ترتكز على حصص الأعضاء، وكان لا بد من إيجاد مصادر جديدة للسيولة النقدية الدولية تكون مغذية . للاحتياطات النقدية للدول الأعضاء، وكانت حقوق السحب الخاصة.

تعتبر حقوق السحب الخاصة نوعاً جديداً من الأصول الدولية التي يمكن للدولة أن تستخدمنها في تسوية مدفوّعاتها الدوليّة، بالإضافة إلى احتياطاتها من الذهب والعملات الأجنبية الأخرى. غير أن هذه الحقوق ليست إلا مجرد قيود دفترية يجريها الصندوق، وتستمد قيمتها القانونية من مجرد التزام الدول الأعضاء في الصندوق بأن تقبلها في أي وقت، ومن آلية دولة، في حدود قيمة إجمالية محددة، ويتم توزيع وحدات حقوق السحب الخاصة على الدول الأعضاء بنسبة حصصهم.

وتستخدم هذه الحقوق في تسوية العجز المؤقت في ميزان المدفوّعات، ولا يجوز استخدامها لتمويل أغراض أخرى، مثل تمويل مشروعات التنمية أو للتوسيع في تمويل حركات واسعة ومستمرة لرؤوس الأموال أو لدفع ديون الحرب.... الخ.<sup>1</sup>

إلى غاية 2019، تم توزيع 204,2 مليار وحدة حقوق سحب خاصة (ما يعادل 291 مليار دولار أمريكي) على البلدان الأعضاء، منها 182,6 مليار وحدة تم توزيعها في 2009 عقب الأزمة المالية العالمية. وتتحدد قيمة حق السحب الخاص وفقاً لسلة من خمس عملات – الدولار الأمريكي واليورو واليوان الصيني والين الياباني والجنيه الإسترليني.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - ودان بوعبدالله، مرجع سابق، ص 29

<sup>2</sup> - IMF, "Special Drawing Right (SDR)", .(vsité le 12/08/2020)

<https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/51/Special-Drawing-Right-SDR>

كانت قيمة حق السحب الخاص تعرّف في البداية بأنها تعادل 0,888671 غرام من الذهب النقى – وهو ما كان يعادل دولاراً أمريكياً واحداً آنذاك. وبعد انهيار نظام بريتون وودز، ارتبطت قيمة وحدة حقوق السحب الخاصة بسلة عملات معيارية، واستخدم في سبيل ذلك المتوسط الترجيحي لقيم عملات 16 دولة رأسمالية متقدمة، وقد أعطيت أوزان لتلك العملات بما يتناسب وأهميتها في هيكل المدفوعات الدولية، وللصندوق الحق في تعديل سلة العملات كل خمس سنوات. وفي عام 1981 اقتصر الصندوق في سلة العملات على خمس دول فقط هي: الدولار الأمريكي، المارك الألماني، الين الياباني، الفرنك الفرنسي، الجنيه الإسترليني.<sup>1</sup>

وفي عام 2000 تم استبدال كل من الفرنك الفرنسي والمارك الألماني بالعملة الأوروبية الموحدة (اليورو) لتحتفظ السلة بأربعة عملات هي: الدولار الأمريكي، اليورو، الين الياباني، الجنيه الإسترليني .

وفي آخر مراجعة أجريت في نوفمبر 2015، قرر المجلس التنفيذي للصندوق استيفاء اليوان الصيني لمعايير الانضمام إلى سلة حقوق السحب الخاصة. وعقب هذا القرار، انضم اليوان إلى الدولار الأمريكي واليورو والين الياباني والجنيه الإسترليني في سلة عملات حقوق السحب الخاصة، وذلك اعتباراً من 1 أكتوبر 2016.<sup>2</sup>

#### الجدول (01): مكونات سلة وحدة حقوق السحب الخاصة (2015)

العملة	الأوزان المحددة في مراجعة 2015	العدد الثابت من وحدات العملة لفترة الخمس سنوات بدءاً من 1 أكتوبر 2016
الدولار الأمريكي	41.43	0.58252
اليورو	30.93	0.38671
اليوان الصيني	8.33	1.0174
الين الياباني	8.09	11.900
الجنيه الإسترليني	10.92	0.085946

SOURCE :IMF," Special Drawing Right (SDR)", Op. cit.

<sup>1</sup>- المرجع نفسه ، ص30

<sup>2</sup>- IMF," Special Drawing Right (SDR)",op.cit

هذا ويقوم الصندوق النقدي الدولي بنشر أسعار مجموعة كبيرة من العملات بالنسبة للوحدة حيث بلغ متوسط سعر وحدة الحقوق السحب الخاصة في نوفمبر 2020 م بالدولار كما يلي:

$$1\text{SDR} = 1.41 \text{ USD}^1$$

وتحصل الدول على فائدة من الصندوق النقدي الدولي مقابل ما تحتفظ به من حقوق السحب الخاصة زيادة على حصتها وفي نفس الوقت تدفع عمولة إذا نقصت حقوق السحب الخاصة عن حقها، حيث سعر الفائدة يساوي المتوسط المرجح للأسعار الفائدة على الأدوات قصيرة الأجل في الأسواق بعملات سلة التقييم وبلغ سعر الفائدة على حقوق السحب الخاصة في أكتوبر 2020

حوالى 0.103%.<sup>2</sup>

## 5-إتفاقية جامايكا

لكي تصبح اتفاقيات صندوق النقد الدولي تساعير الأوضاع النقدية الجديدة المتمثلة في تعويم العملات الرئيسية، ورغبة في تدعيم حقوق السحب الخاصة لتصبح الأصل الاحتياطي في النظام، كان لا بد من إدخال بعض التعديلات على أحكام الصندوق وطبيعة الوظائف التي يتعين عليه القيام بها، و لقد تجسد ذلك في إتفاقية جامايكا 1976.

تمثل الأحكام الجديدة التي جاء بها هذه الاتفاقية :

- حرية الدول الأعضاء في اختيار نظم الصرف بما في ذلك التعويم، ويحظر عليها محاولة الحصول على أي مزايا تنافسية غير عادلة في مواجهة الأعضاء الآخرين عن طريق التخفيض المتالي في سعر الصرف؛
- إلغاء السعر الرسمي للذهب ، والسماح للبنوك المركزية لدول الأعضاء ببيع وشراء الذهب في الأسواق بدون قيود؛
- انهاء دور الذهب كوحدة لتقويم حقوق السحب الخاصة، وعدم إتخاذه كأساس لتقويم العملات الوطنية لدول الأعضاء في الصندوق حتى ولو تم العودة إلى أسعار التعادل مستقبلا ؟

<sup>1</sup>-IMF,"Currency units per SDR for October 2020", (vsité le 22/11/2020)

[https://www.imf.org/external/np/fin/data/rms\\_mth.aspx?SelectDate=2020-10-31&reportType=CVSDR](https://www.imf.org/external/np/fin/data/rms_mth.aspx?SelectDate=2020-10-31&reportType=CVSDR)

<sup>2</sup> - IMF,"SDR Interest Rate Calculation",,(vsité le 22/11/2020)

[https://www.imf.org/external/np/fin/data/sdr\\_ir.aspx](https://www.imf.org/external/np/fin/data/sdr_ir.aspx)

- إلغاء كل الأحكام المنظمة لاستخدام الذهب في التعامل ما بين الصندوق والدول الأعضاء.
- وقد كانت اتفاقيات جامايكا سنة 1976 هي الإقرار القانوني والنهائية الشرعية والحقيقة لنظام بريتون وودز، والإقرار القانوني لنظام الصرف العالمي والتخلّي عن الذهب كمعيار ناري.

## 6-النظام النقدي الأوروبي

قررت دول الجماعة الاقتصادية الأوروبية خلال اجتماعها في بروكسل يومي 5 و 6 يناير 1978 إنشاء النظام النقدي الأوروبي والذي دخل حيز التنفيذ يوم 13 مارس 1979 والذي يهدف إلى تسهيل التعاون المتبادل بين الاقتصاديات الأوروبية لتحقيق التقارب بين سياساتها الاقتصادية والنقدية وصولاً إلى استقرار أسعار صرف عملات هذه الدول وخلق منطقة استقرار ناري في أوروبا، وذلك من خلال اعتماد مبدأ أسعار صرف ثابتة ولكن قابلة للتقويم.

يقوم النظام النقدي الأوروبي على ثلاثة أساس<sup>1</sup>:

- إيجاد وحدة نقدية أوروبية تسمى أكيو (ECU) والتي تمثل سلسلة مرحلة الأوزان من عملات الدول الأعضاء.
  - أسعار صرف ثابتة بين عملات هذه الدول وضمن الهوامش المحددة للنقلبات (2.25%)؛
  - تجميع إحتياطات نقدية بهدف دعم أسعار الصرف المععلنة لجميع العملات ذات العلاقة.
- غير أنه اعتباراً من شهر أوت 1992 تعرضت عملات إحدى عشرة دولة أوروبية لضغوط مختلفة أدت إلى توسيع هوامش نقلبات أسعار الصرف إلى 15% صعوداً وهبوطاً، الأمر الذي أدى إلى تغيير إجراءات التعاون النقدي الأوروبي من مجرد كونها ترتيبات لمواجهة الأزمات المختلفة التي تتعرض لها دول الجماعة الأوروبية لكي تصبح هدفاً في حد ذاته وهو تحقيق الوحدة الاقتصادية والنقدية الأوروبية.

## 7- اتفاقية الوحدة الأوروبية "ماستريخت" وطرح اليورو (EURO)

عقدت الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي مؤتمر قمة في فيفيري 1992 في المدينة الهولندية ماستريخت لوضع التعديلات النهائية لمعاهدة روما لتوقيع الاتفاقية الجديدة للوحدة الأوروبية، وقد

<sup>1</sup>-الطراد، إسماعيل إبراهيم " إدارة العملات الأجنبية " دار وائل للطباعة و النشر، ط 2 ، عمان، الأردن، 2005، ص 308

ركزت هذه التعديلات على موضوعين هامين وهما البنك المركزي الأوروبي ووحدة النقود الأوروبية، وتم رسم ثلاث مراحل من أجل الوصول للوحدة المرجوة:<sup>1</sup>

- المرحلة الأولى تبدأ في جويلية 1990 ، وتهدف إلى تحرير حركة رأس المال والتنسيق بين السياسات النقدية والاقتصادية واشتراك جميع عملات الاتحاد الأوروبي في نظم التحويل الخاصة بالنظام النقدي الأوروبي؛
- المرحلة الثانية تبدأ في جويلية 1994 ، وترتكز على إقامة نظام أوروبي للبنوك المركزية يضع قوانين معينة في التشريعات المحلية للدول الأعضاء، الأمر الذي يمهد للمرحلة التالية؛
- المرحلة الثالثة التي تبدأ في جانفي 1999 ، حيث يصبح لنظام البنوك المركزية الأوروبية سلطة كافية لعقد التعاملات التجارية ووضع السياسة النقدية للاتحاد الأوروبي، وفي هذه الفترة يتم تجميد معدلات تحويل العملة . الخاصة بالدول الأعضاء تمهيداً لتحويلها لعملة موحدة .

و منذ أول جانفي 1999 أصبح الأورو العملة الرسمية لإحدى عشر دولة عضو في الاتحاد الأوروبي، بمعدل صرف ثابت بالنسبة للعملة المحلية لكل دولة، وابتداءً من هذا التاريخ تتقلب قيمة الأورو مقابل الدولار والعملات الأخرى.

---

<sup>1</sup> - ودان بو عبدالله، مرجع سابق، ص 36

### المحاضرة (04) : ميزان المدفوعات

من المعلوم أن لكل دولة معاملاتها الخارجية التي ينتج عنها استحقاقات يتبعين تسويتها عاجلاً أم آجلاً و التزامات يجب الوفاء بها اتجاه الغير و في تاريخ معين، و من هنا عليها إعداد بياناً كافياً و شاملاً تسجل فيه مالها على الخارج من حقوق و ما عليها من التزامات، و هذا البيان هو ما يسمى ميزان المدفوعات.

#### I-مفهوم ميزان المدفوعات

##### 1-تعريف ميزان المدفوعات :

ميزان المدفوعات هو سجل محاسبي يبين جميع المبادلات الاقتصادية لقطر ما مع العالم الخارجي خلال فترة معينة عادة ما تكون سنة. ويعرف كذلك بكونه السجل المحاسبي لجميع المعاملات الاقتصادية التي تحدث بين المقيمين حكومات و مواطنين و مؤسسات محلية لبلد ما مع مثيلاتها لبلد أجنبي خلال فترة معينة عادة ما تكون سنة واحدة<sup>1</sup>. ويعرفه صندوق النقد الدولي FMI بكونه بيان هو بيان إحصائي يلخص المعاملات بين المقيمين وغير المقيمين خلال فترة معينة<sup>2</sup>.

من خلال هذه التعريف نستخلص ما يلي :

- أن ميزان المدفوعات يتضمن سجل للمبادلات الاقتصادية التي تحدث بين المقيمين محلياً والمقيمين في دول أجنبية ومنه يجب تحديد مفهوم المقيم ، حيث أن الإقامة على الصعيد الفردي تعني المكان الذي يسكن فيه الفرد وليس جنسية الفرد<sup>3</sup>، أما المسافرين والسياح القادمين من بلاد أخرى يعتبرون في حكم "غير المقيمين" لأن موطن إقامتهم الأصلي وال دائم ليس في الدولة محل الدراسة، وإنما محل إقامتهم موطنهم الأصلي . وعليه فإن المعاملات الاقتصادية التي تتم بين هذه الوحدات الاقتصادية والمقيمين تعتبر معاملات

<sup>1</sup> - راجع كل من:

عرفان نقى الحسينى، "التمويل الدولى" ، مرجع سابق، ص 115

زينب حسن عوض الله، "الاقتصاد الدولى" ، دار الجامعة الجديدة، 2005 ، ص 64.

أحمد فريد مصطفى، "الاقتصاد النقدى والدولى" ، مؤسسة شباب الجامعة، 2009 ، ص 361.

<sup>2</sup> - صندوق النقد الدولى، "دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولى" ، ط 6 ، واشنطن، 2009 ، ص 9

<sup>3</sup> - أقسام قادة، قدي عبد المجيد، "الوجيز في المحاسبة الوطنية" ، أطلس للنشر، الجزائر، 3991 ، ص 1

اقتصادية تتم بين الداخل والخارج وتسجل على هذا النحو في ميزان المدفوعات، أما بالنسبة للشركات الأجنبية التي تزاول نشاطا في بلاد غير تلك التي تتبعها تعتبر مقدمة من وجهة نظر ميزان المدفوعات لتلك البلاد ، وغير مقدمة من وجهة نظر ميزان مدفوعات البلاد التي تتبعها؟

- يتعلّق التسجيل في ميزان المدفوعات بفترة زمنية معينة وبالتالي فهو يقيس تدفقات الأصول المالية لتلك الفترة فقط؛
- يستخدم ميزان المدفوعات ما يعرف بنظام القيد المزدوج وبالتالي فهو متوازن من الناحية المحاسبية.

## 2-أهمية ميزان المدفوعات:

- لميزان المدفوعات وظائف اقتصادية هامة يمكن إيجازها في<sup>1</sup> :
- يقدم معلومات هامة عن الدرجة التي يرتبط بها الاقتصاد القومي محل الدراسة واقتصاديات العالم الخارجي؛
  - يساعد واضعي السياسة الاقتصادية في توجيه الاقتصاد في الاتجاه المرغوب فيه لأنه في كثير من الأحيان ترتبط الإجراءات المالية والنقدية بحالة ميزان المدفوعات لتلك الدولة؛
  - تعتبر البيانات الواردة في ميزان المدفوعات أداة للتقسيم والتفسير العلمي لكثير من الظواهر الاقتصادية المرتبطة بالاقتصاد العالمي.

وبشكل عام فإن ميزان المدفوعات يعكس المشاكل الأساسية ومعطيات الاقتصاد الوطني ويساعد السلطات العمومية على تخطيط العلاقات الاقتصادية الخارجية للبلد، مثل تخطيط التجارة الخارجية من الناحية السلعية والجغرافية أو عند تصميم السياسات الاقتصادية في البلد، كما أن المعلومات المدونة في الميزان تعتبر ضرورية للدول والبنوك والمؤسسات والأشخاص سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة ضمن مجالات التمويل والتجارة الدولية .

بالإضافة إلى كل ما سبق فإنه يمكن استغلال ميزان المدفوعات ل القيام بمجموعة من التحليلات الاقتصادية باستخراج بعض المؤشرات أهمها<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> - سامي عفيفي حاتم، " دراسات في الاقتصاد الدولي " ، الدار المصرية البنانية ، 1988، ص 91-92  
<sup>2</sup> - راجع كل من:

**أ-نسبة الاحتياطي الأجنبي إلى الديون:** وتعبر في الواقع عن مدى قدرة الاقتصاد على مواجهة أعباء المديونية في الأوقات الحرجية. لذا فإن ارتفاع هذه النسبة يدل على وفرة السيولة الخارجية لأن الاحتياطي هو بمثابة هامش أمن تلجأ إليه السلطات للحفاظ على استقرار أسعار الصرف، ويستخدم لمواجهة الاختلالات الظرفية. إلا أن الارتفاع المفرط لهذه النسبة هو مؤشر على تجميد الأموال، وبالتالي هو تضييع لفرص الاستثمار.

**ب-الطاقة الاستيرادية للاقتصاد:** ويعبر عنها بالعلاقة التالية:

$$cm = \frac{(X + F) - (D + P)}{B}$$

حيث  $cm$  : الطاقة الكلية للاستيراد

$X$  : حصيلة الصادرات

$F$ : حجم الأموال الأجنبية المحصلة (قروض، تحويلات)

$D$ : خدمات الدين كمدفو عات

$P$ : تحويلات نحو الخارج

$B$ : متوسط سعر الوحدة من الواردات.

ويمكن كتابة العلاقة على النحو التالي:

$$cm = \frac{X - D}{B} + \frac{F - P}{B}$$

وبالتالي تعبر :  $\frac{X-D}{B}$  عن الطاقة الاستيرادية الذاتية الناجمة عن الفائض من حصيلة

ال الصادرات

أما  $\frac{F-P}{B}$  فتعبر عن الطاقة الاستيرادية المعتمدة على القروض.

**ج-نسبة الدين الخارجي إلى الصادرات:** اعتبار لكون الصادرات هي المصدر الرئيسي لتسديد الديون على المدى الطويل والمتوسط ، ولهذا فبقدر ما تكون هذه النسبة مرتفعة بقدر ما يواجه

عبد المجيد قدّي، "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية : دراسة تحليلية تقييمية "، ديوان المطبوعات الجامعية ،الجزائر، 2005 ، ص 43-42  
وليد عبد الحميد عايد، "الأثار الاقتصادية الكلية لسياسة الإنفاق الحكومي " ، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان ، . 2010 ، ص 29

الاقتصاد القومي خطر التوقف عن تسديد ديونه. ولهذا تحرض الدول على ألا تتجاوز هذه النسبة

.% 50

### 3-هيكل ميزان المدفوعات:

يتكون ميزان المدفوعات من خمسة حسابات رئيسية هي:

**1-الحساب الجاري :** ويشمل هذا الحساب كافة المبادلات من السلع والخدمات ويضم هذا الحساب نوعين من الموازنين هما:

- **الميزان التجاري :** ويشمل جميع الصادرات و الإستيرادات من السلع ويسمى بالتجارة المنظورة. وتسجل الصادرات السلعية دائنة في الميزان بصيغة (FOB)\*، أما الواردات السلعية فتسجل في الجانب المدين وفق طريقة (CIF)\*.

- **ميزان الخدمات :** ويشمل جميع معاملات الخدمات مثل خدمات النقل ، التأمين، السياحة، الصيرفة، والدخول الاستثمارية (فوائد السنديات وإيرادات الأسهم) .. الخ . ويسمى بالتجارة غير المنظورة.

ويعد الحساب الجاري من أهم حسابات ميزان المدفوعات وأهمها، فهو يمثل ما تحقق فعلاً من سلع وخدمات من قبل البلد مع العالم الخارجي سواء سلباً أو إيجاباً. كما أنه يرتبط بالدخل القومي و يؤثر فيه من ناحية الحجم والهيكل.

**2-حساب التحويلات من جانب واحد:** يشمل كافة المعاملات الاقتصادية الدولية التي تنتقل فيها النقود عبر الحدود الدولية دون مقابل كالهبات والمنح والهدايا والمساعدات وأية تحويلات أخرى لا ترد سواء رسمية أو غير رسمية.<sup>1</sup>

**3-حساب رأس المال (العمليات الرأسمالية):** يدخل في هذا الحساب جميع العمليات التي تمثل تغير في مراكز الدائنية والمديونية للدولة ، لأن معاملات الدولة مع الخارج لا تقتصر على السلع والخدمات فقط بل هناك رؤوس أموال تنتقل من بلد إلى آخر و تنقسم إلى نوعين:<sup>2</sup>

\* (Free on Board) FOB: وتعني قيمة السلعة على ظهر السفينة قبل أن يضاف إليها نفقات النقل، التأمين، الشحن من ميناء التصدير.

\* (Cost, insurance, and freight) CIF: وتعني قيمة السلعة المضافة إليها نفقات النقل، التأمين، الشحن.. .

<sup>1</sup> - هوشيار معرف، "تحليل الاقتصاد الدولي" ، دار جرير، الطبعة الأولى، 2006، ص248.

<sup>2</sup> - عرفان تقى الحسيني، مرجع سابق ، ص 118

- رؤوس أموال طويلة الأجل: وهي التي تتجاوز السنة الواحدة كالقروض الطويلة الأجل ، الاستثمارات المباشرة أو شراء الأوراق المالية (أسهم وسندات) أو بيعها من وإلى الخارج،

- رؤوس الأموال قصيرة الأجل : وهي التي لا تتجاوز السنة الواحدة مثل العملات الأجنبية ، الودائع المصرفية، الأوراق المالية قصيرة الأجل، الكمبيالات، وتتسم هذه الاستثمارات عادة بسيولتها الفائقة وسهولة انتقالها بين الدول.

**3-4-ميزان الذهب والنقد الأجنبي (حساب الاحتياطي الرسمي)** : وهو الميزان الذي تتعكس فيه صافي العمليات المالية والنقدية التي تتم عبر الحسابات السابقة ، ويعكس حركة الذهب (بوصفه نقدا وليس سلعة )<sup>1</sup> والنقد الأجنبي بين القطر والعالم الخارجي. ويشير هذا الحساب كذلك للأصول الاحتياطية الرسمية للفترة ، وعلى ما في حوزته من ذهب وعملات قابلة للتحويل وحقوق سحب خاصة .

**3-5-فقرة السهو والخطأ:** تستعمل هذه الفقرة من أجل موازنة ميزان المدفو عات من الناحية المحاسبية (أي تساوي الجانب المدين مع الجانب الدائن ) ، وتستخدم هذه الفقرة أيضا في الحالات التالية:<sup>2</sup>

- الخطأ في تقييم السلع والخدمات محل التبادل نتيجة اختلاف أسعار صرف العملات.
- قد يؤدي ضرورة الأمن القومي للبلد إلى عدم الإفصاح عن مشترياته العسكرية من أسلحة وعتاد لذلك تم إدراجها بفقرة السهو والخطأ.

#### ملاحظات :

**1**- يطلق على ميزان العمليات الجارية وميزان التحويلات وميزان رأس المال مجتمعة ميزان المدفو عات الأساسي، ويطلق على جميع المعاملات التي تتم فيه إضافة فقرة السهو والخطأ بالمعاملات الاقتصادية فوق الخط بينما معاملات ميزان الذهب والنقد الأجنبي تسمى بالمعاملات الاقتصادية تحت الخط.

<sup>1</sup> - زينب حسين عوض الله، "العلاقات الاقتصادية الدولية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2008 ، ص 68

<sup>2</sup> عرفان تقى الحسيني، مرجع سابق، ص 118

2- يتضمن ميزان العمليات الجارية تلك البنود التي تتكرر سنة بعد أخرى بحيث يمكن التعويم عليها كمصدر من مصادر الإيراد ويتعين مراعاتها كوجه من وجوه الإنفاق ، أما التحويلات الرأسمالية فإنها لا تتميز بالدورية أو التكرار، فإذا حصل بلد ما على اقتراض من الخارج في سنة معينة لا يمكن التعويم على تكراره في السنة التالية.

#### 4- قواعد التسجيل في ميزان المدفوعات:

نتبع في التسجيل في طريقة القيد المزدوج مما يجعله من الناحية المحاسبية متوازنا ، فكل معاملة اقتصادية دولية تدخل في ميزان المدفوعات للقطر إما دائنة (crédit) أو مدينة (débit).

لكن هناك قواعد محددة لتسجيل الأرقام السوقية لهذه المعاملات:<sup>1</sup>

بالنسبة للجانب المدين ويأخذ الإشارة السالبة ويشمل:

- الإستيرادات من السلع والخدمات.
- الهدايا والمنح المقدمة للأجانب.
- رؤوس الأموال الطويلة والقصيرة الأجل للخارج.

وكل عملية تعكس مدفوعات إلى الخارج تسجل في الجانب المدين

أما الجانب الدائن : يأخذ إشارة موجبة (+) ويشمل:

- الصادرات من السلع و الخدمات
- الهدايا و المنح و المساعدات المقدمة من الخارج ( التحويلات من طرف واحد )
- رؤوس الأموال القادمة من الخارج

إن كل عملية ينجم عنها تدفق رأسمالي إلى بلد ما تسجل في الجانب الدائن لهذا البلد (استلام

للمدفوعات من الخارج ).

وبصفة عامة يمكن القول أن كل عملية يترتب عليها طلب على عملة البلد وعرض عملة

بلد آخر تقيد في الجانب الدائن أو جانب الأصول والعكس صحيح.

من جانب آخر تفسر الزيادة في أصول الاحتياطات الرسمية للبلد على بند مدين والعكس

صحيح.

<sup>1</sup> - جمیل محمد خالد، "أساسيات الاقتصاد الدولي"، الأكاديميون للنشر والتوزيع، 2014، ص 164

**II-الاختلال في ميزان المدفوعات:****1- ماهية الاختلال في ميزان المدفوعات**

التوازن الاقتصادي لميزان المدفوعات لا يغطي كافة بنود الأصول والخصوم كما هو الحال في ظل التوازن المحاسبي وإنما ينصب على بنود معينة ذات طبيعة خاصة ومعنى ذلك أن التوازن الاقتصادي قد يتحقق أو لا يتحقق .

ولتحقيق هذا الغرض نقسم بنود ميزان المدفوعات أفقيا إلى قسمين :<sup>1</sup>

- معاملات اقتصادية فوق الخط؛

- معاملات اقتصادية تحت الخط.

من هذا المنطلق يمكن القول أن المعاملات الاقتصادية الواقعة فوق الخط تعد مصدر الخل في ميزان المدفوعات سواء في صورة فائض أو عجز أما المعاملات الواقعة تحت الخط هي عبارة عن مجموعة الإجراءات التي تتخذه السلطات الاقتصادية حول مصير مجموع هذه المعاملات الواقعة فوق الخط ومن هنا فإن تصرف السلطات الاقتصادية في المعاملات الاقتصادية الواقعة تحت الخط يتوقف على الحالة الاقتصادية التي تكون عليها المعاملات الواقعة فوق الخط فإذا كان هناك عجز في مجموع المعاملات الواقعة فوق الخط يتطلب على السلطات الاقتصادية إحداث فائض مناظر في المعاملات الواقعة تحت الخط والعكس صحيح.

من هذا المنطلق فإن ميزان المدفوعات في حالة عجز إذا كان مجموع المعاملات المدينية لما فوق الخط أكبر من المعاملات الدائنة لما فوق الخط (في حالة سعر الصرف الثابت). تجدر الإشارة أن حالة العجز في ميزان المدفوعات أكثر ضرر على الاقتصاد الوطني منه في حالة الفائض فالعجز يؤثر سلبا على قيمة العملة المحلية في سوق الصرف الأجنبي (العجز سيقود إلى عرض العملة المحلية في السوق المذكور أكثر من حاجة أو طلب الأجانب على شراء سلعة ذلك البلد).

**2- أسباب الاختلال في ميزان المدفوعات:**

هناك مجموعة من الأسباب التي تؤدي إلى حدوث اختلال في ميزان المدفوعات وهي:

<sup>1</sup> - علاء عبد الفتاح شنب، "دراسة العوامل المؤثرة في ميزان المدفوعات الليبي المنهج النقدي خلال الفترة 1970-2005 دراسة تطبيقية على الاقتصاد الليبي"، رسالة تدخل ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في الاقتصاد، جامعة بنغازي، ليبيا، 2011-2012، ص57

**2-1 التقييم الخاطئ لسعر صرف العملة المحلية :**

توجد علاقة وثيقة بين ميزان المدفوعات و سعر صرف العملة للبلد فإذا كان سعر الصرف لعملة بلد ما أكبر من قيمتها الحقيقية، سيؤدي ذلك إلى ارتفاع أسعار سلع البلد ذاته من وجهة نظر الأجانب مما يؤدي إلى انخفاض الطلب الخارجي عليها و بالتالي سيؤدي ذلك إلى حدوث اختلال في ميزان المدفوعات .<sup>1</sup>

**2-2 أسباب هيكلية:**

هو ذلك الاختلال الذي يؤثر بشكل مباشر في هيكل التجارة الخارجية (سواء كانت صادرات أو واردات) إضافة إلى هيكل الناتج المحلي، خاصة في الدول النامية التي تتصف ( صادراتها بالتركيز السلعي \* ).<sup>2</sup>

**2-3 أسباب دورية:**

هي تلك الأسباب المتعلقة بالدوره الاقتصادية التي تمر بها الدول المتقدمة عادة، كدورات الرخاء والركود الاقتصادي.

**2-4 الظروف الطارئة :**

تتمثل في الاسباب العارضة التي تحدث فجأة كالكوارث الطبيعية و اندلاع الحروب و التغير المفاجئ في أذواق المستهلكين محليا و دوليا فهذه الحالات ستؤثر حتما على صادرات القطر المعنى الشيء الذي ينجر عنه انخفاض في حصيلة هذه الصادرات المقدرة بالنقد الأجنبي خصوصا قد يصاحب ذلك تحويلات رأسمالية إلى خارج القطر مما يؤدي إلى حدوث عجز في ميزان المدفوعات.

**2-5 أسباب نقدية :**

يعتبر التضخم المحلي في الواقع أحد مصادر اختلال ميزان المدفوعات، حيث أن الزيادة في الدخول النقدية في دولة ما تولد طلبا متزايدا على الواردات وقد تقلل من السلع المتاحة لديها للتصدير، أضف إلى ذلك أن ارتفاع مستوى الأسعار المحلية قد يشجع على التحول إلى الواردات

<sup>1</sup> - عرفات تقى الحسني، مرجع سابق، ص 115

\* - يقصد بالتركيز السلعي اعتماد الدولة على سلعة أو سلعتين أساسيتين مثل السلع الاستخراجية كالبترول، وعادة ما تتأثر مرونة صادراتها بالعوامل الخارجية المتمثلة بالأسواق العالمية

<sup>2</sup> - علاء عبد الفتاح شنب، مرجع سابق، ص 60

البديلة للإنتاج المحلي، حيث تكون أسعارها رخيصة نسبياً إذا ما قورنت بأسعار المنتجات المحلية، هذه الزيادة في الواردات من شأنها أن تؤدي لوجود اختلال في ميزان المدفوعات.

### 3- معالجة الاختلال في ميزان المدفوعات

إن وجود اختلال في ميزان المدفوعات يعد إحدى العوامل المؤثرة على الاقتصاد القومي، لاسيما في حالة حدوث عجز ، مما يفرض على السلطات العامة التدخل من أجل إحداث التوازن فيه باستخدام مجموعة من الإجراءات الاقتصادية .

و عموماً هناك طريقتان لتصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات و هما :

#### 3-1 التصحيح عن طريق آلية السوق :

تأخذ هذه الطريقة ثلاثة أشكال هي:<sup>1</sup>

أ- التصحيح عن طريق النظرية الكلاسيكية (آلية الأسعار):

و يختص هذا التصحيح بفترة قاعدة الذهب، و يتطلب تطبيق هذه الآلية ثلاثة شروط أساسية هي :

- ثبات أسعار الصرف؛
- الاستخدام الكامل لعناصر الإنتاج في القطر؛
- مرونة الأسعار والأجور (أي حرية حركتها).

و تمثل هذه الشروط أهم أركان النظرية التقليدية و نلخص هذه النظرية بالاعتماد المتبادل لحركة الذهب من وإلى القطر مع حالة ميزان مدفوعاتها ، ففي حالة حدوث فائض في الميزان فإنه يعني دخول كميات كبيرة من الذهب إلى القطر يرافقها زيادة في عرض النقود في التداول الأمر الذي ينجم عنه ارتفاع في الأسعار المحلية للقطر المذكور مقارنة مع الأقطار الأخرى ، و سترتب عن ذلك نتيجتين ، أولهما انخفاض صادرات القطر إلى الخارج نظراً لارتفاع أسعارها من وجهة نظر الأجانب و ثانيتهما هو ارتفاع في استيرادات القطر من الخارج نظراً لملائمة

<sup>1</sup>- راجع كل من:

- جميل محمد خالد، مرجع سابق ، 169-173  
 - حنان لعروق ، "سياسة سعر الصرف و التوازن الخارجي، دراسة حالة الجزائر" ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة قيسارية، 2004، ص 4  
 - علاء عبد الفتاح شنب، مرجع سابق، ص 64

أسعار السلع الأجنبية من وجهة نظر مواطني القطر و تستمر هذه العملية حتى يعود التوازن إلى ميزان المدفوعات . أما حالة حدوث عجز في الميزان، فإن النتيجة ستكون متعاكسة و لكنها ستقود إلى توازن الميزان أيضا.

و من جهة أخرى بمقدور البنك المركزي للبلد خفض سعر الفائدة على القروض الممنوحة نظرا لارتفاع السيولة المحلية، مما سيؤدي إلى تدفق الأموال إلى خارج البلد و بالتالي التخلص من الفائض المتاح و إعادة التوازن للميزان ثانية ، أما الحالة الثانية ( حالة العجز ) فيإمكان رفع سعر الفائدة من أجل جذب الأموال الأجنبية إلى الداخل و عندها ستزداد السيولة في السوق المالية و إعادة التوازن للميزان .

### **بـ- التصحيح عن طريق النظرية الكينزية ( الدخول )**

تعتمد هذه الطريقة على النظرية الكينزية التي تهتم بالتغييرات الحاصلة في الدخول و آثارها على الصرف الأجنبي و بالتالي على وضع ميزان المدفوعات و أهم شروط النظرية هي:

- ثبات أسعار الصرف؛
- جمود الأسعار ( ثباتها)؛
- الاعتماد على السياسة المالية و خاصة الإنفاق العام للتأثير على الدخل تحت تأثير مضاعف الإنفاق .

و تتلخص هذه النظرية في أن الاختلال الحاصل في ميزان المدفوعات سيؤدي إلى إحداث تغير في مستوى الاستخدام و الإنتاج للبلد و بالتالي في مستوى الدخل المحقق و ذلك تحت تأثير مضاعف التجارة الخارجية، فحينما يسجل ميزان المدفوعات لبلد ما فائضا جراء التزايد في صادراته و منه سوف يرتفع مستوى الاستخدام في تلك الصناعات التصديرية فتواكبها زيادة في معدل الأجور و من تم الدخول الموزعة و سيترتب على زيادة الدخول تنامي في الطلب على السلع و الخدمات بنسبة أكبر نتيجة لعمل المضاعف فترتفع الاستيرادات مما يؤدي إلى عودة التوازن إلى الميزان . و يحدث العكس في حالة وجود عجز في الميزان. و طبقا للنظرية الكينزية يمكن أن تقوم السياسة المالية بدور هام في هذا المجال و ذلك من خلال التغييرات في الإنفاق كاستخدام الضرائب مثلا، ففي حالة وجود عجز في الميزان يمكن إجراء تخفيض في الإنفاق العام بفرض ضرائب على الدخول مثلا و تحت تأثير المضاعف سيؤدي ذلك إلى انخفاض أكبر في

الدخل و بالتالي في الطلب الكلي بما في ذلك الطلب على الاستيرادات، و هذا يعني انخفاض الطلب على الصرف الأجنبي، و عندها سيعود التوازن إلى الميزان و ينطبق ذلك أيضا في حالة وجود فائض في الميزان و لكن بصورة متعاكسة.

### ج- طريقة المرونات ( أو التجارة):

اعتمدت كل من النظرية الكلاسيكية و الكينزية على فرضية ثبات أسعار الصرف في تفسير معالجة الاختلال الحاصل في ميزان المدفوعات، لكن في الوقت الحاضر بعد انهيار نظام بريتون وودز و انتشار نظم الصرف العائمة، جاءت طريقة المرونات لتعتمد على التغيرات المترتبة على تغيير سعر صرف العملة ( خصوصا من خلال إجراء تخفيض قيمة العملة) و التي ستؤثر على الموقف التجاري للبلد المعنى حيث ستزداد الصادرات و بالتالي ستؤثر على عرض الصرف الأجنبي أو الطلب عليه، و من تم سيتأثر وضع ميزان المدفوعات، فتخفيض قيمة العملة المحلية حسب هذه الطريقة قد لا تؤدي إلى الهدف المرجو منها و ذلك للأسباب التالية :

- أن نجاح تخفيض قيمة العملة المحلية ( أي زيادة سعر الصرف الأجنبي ) سيتوقف في المقام الأول على مرونة الطلب الصادرات للبلد و استيراداته .

- آثار عملية تخفيض قيمة العملة تعتمد على معطيات مهمة للاقتصاد المعنى و خاصة مدى القدرة الاستيعابية ( طاقة الإستعمال ) له ، وكذلك مستوى التوظيف في هذا الاقتصاد.

وبالتالي فإن نجاح هذه السياسة يتوقف على توفر مجموعة من الشروط :<sup>1</sup>

- اتسام الطلب العالمي على منتجات الدولة بقدر كاف من المرونة ، بحيث يؤدي تخفيض العملة على زيادة أكبر في الطلب العالمي على المنتجات المصدرة من نسبة التخفيض؛
- ضرورة اتسام العرض المحلي لسلع التصدير بقدر كاف من المرونة بحيث يستجيب الجهاز الإنتاجي لارتفاع في الطلب أو الطلب الجديد الناجم عن ارتفاع الصادرات؛
- ضرورة توفر استقرار في الأسعار المحلية ، وعدم ارتفاعها بعد التخفيض حتى لا ينعكس هذا الارتفاع في صورة ارتفاع لأسعار تكلفة المنتجات المحلية؛
- عدم قيام الدول المنافسة الأخرى بإجراءات مماثلة لتخفيض عملتها مما يزيل الأثر

<sup>1</sup> - راجع كل من :

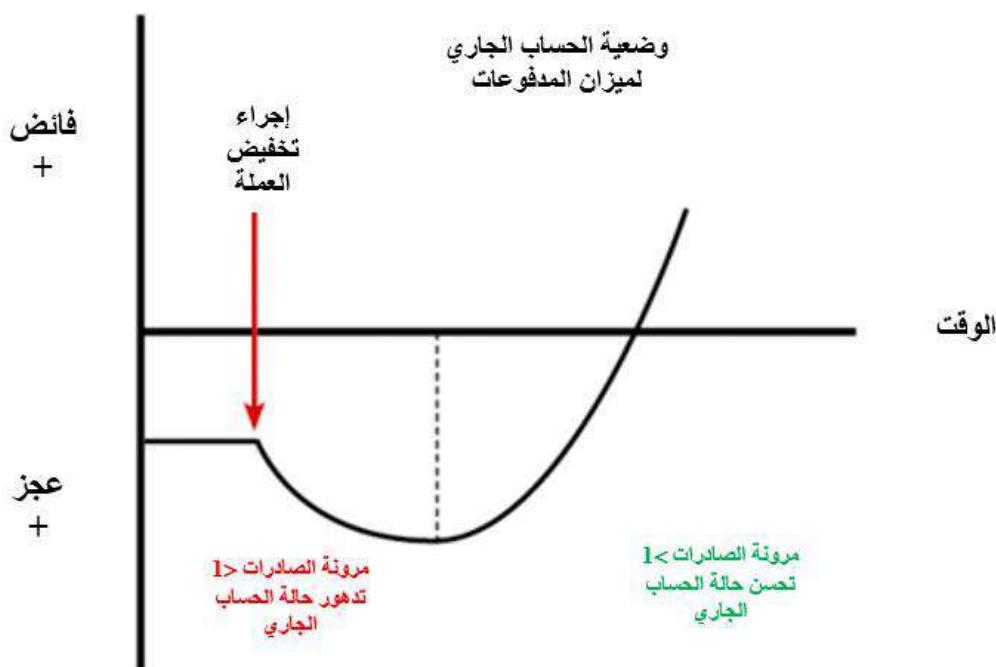
عبد المجيد قدي، مرجع سابق، 134-135، فرنسيس جورو نيلام، "الاقتصاد الدولي" ، ترجمة محمد عزيز ، جامعة قاريوس ، ليبيا ، 1991 ، ص 176

المترتب عن التخفيض؛

- استجابة السلع المصدرة للمواصفات ، الجودة والمعايير الصحية والأمنية الضرورية للتصدير؛
- الإستجابة لشرط مارشال – لينر Marshall- Lerner و القاضي بأن تكون  $x+m > 1$  أي مجموع مردودة الإسترداد ومردودة الصادرات أكبر من الواحد.

إلا أن التخفيض حتى وإن تحقق شرطه لا يؤدي بالضرورة إلى التحسن الفوري في وضعية ميزان المدفوعات . حيث يكون هناك تدهور في وضعيته أولا ، وبعد ذلك يبدأ بالتحسن على صيغة الحرف اللاتيني " J " (Effect J-Curve) (الشكل 4). ذلك لأنه في المدى القصير يبقى حجم الصادرات والواردات ثابتًا بالنظر إلى بنية الجهاز الإنتاجي والعقود المبرمة قبل تغير أسعار الصرف، ليتبعها في مرحلة موالية اتجاه الكميات نحو الارتفاع لكي تغطي أثر السعر، وتتجدر الإشارة إلى أن التخفيض من شأنه رفع أعباء المديونية الخارجية المصدرة بالعملات الأجنبية.

**الشكل (4) : تأثير منحنى J**



المصدر: من إعداد الباحث<sup>1</sup>

<sup>1</sup>: بالاعتماد على:

Tejvan Pettinger, **J-Curve Effect**, (visité le 22/08/2020)  
<https://www.economicshelp.org/blog/143448/economics/j-curve-effect/>

### 3-2 التصحيح عن طريق تدخل السلطات العامة :

إن إستعمال آليات السوق لمعالجة الاختلال في ميزان المدفوعات قد يتعارض أحياناً مع بعض أهداف السياسة الاقتصادية المسطرة من طرف سلطات البلد كهدف استقرار الأسعار، وفي هذه الحالة تلجأ هذه السلطات إلى سياسات أخرى لعلاج اختلال ميزان المدفوعات، فهناك إجراءات تتخذ داخل الاقتصاد الوطني و إجراءات تتخذ خارج الاقتصاد الوطني.<sup>1</sup>

فالإجراءات التي تتخذ داخل الاقتصاد الوطني تتمثل في :

- بيع الأسهم و السندات المحلية للأجانب للحصول على العملات الأجنبية في حالة حصول عجز في الميزان .
  - بيع العقارات المحلية للأجانب للحصول على النقد الأجنبي؛
  - استخدام أدوات السياسة التجارية المختلفة للضغط على الإستيرادات مثل نظام الحصص أو الرسوم الجمركية إضافة إلى تشجيع الصادرات من أجل تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات؛
  - استخدام الذهب والاحتياطات الدولية المتاحة لدى القطر في تصحيح الخلل في الميزان.
- أما الإجراءات التي تتخذ خارج الاقتصاد الوطني تتمثل في :
- اللجوء إلى القروض الخارجية من المصادر المختلفة مثل صندوق النقد الدولي أو من البنوك المركزية الأجنبية أو من أسواق المال الدولية .... الخ؛
  - بيع جزء من الاحتياطي الذهبي للخارج؛
  - بيع الأسهم و السندات التي تملكها السلطات العامة في المؤسسات الأجنبية لمواطني تلك الأقطار للحصول على النقد الأجنبي.

<sup>1</sup> - جميل محمد خالد، مرجع سابق ، ص 176

## المحاضرة (05) : سعر الصرف وسوق الصرف الأجنبي

### I- سعر الصرف

#### 1- مفهوم سعر الصرف

هناك العديد من المفاهيم التي يمكن استخدامها لتوضيح أو لتعريف مفهوم سعر الصرف ، إذ يمكن التعبير عن سعر الصرف بأنه "عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يستلزم دفعها لشراء وحدة واحدة من عملة أجنبية أو هو عدد وحدات العملة الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من عملة وطنية"<sup>1</sup>، كما يعرف على أنه : "نسبة مبادلة عملة ما بعملة أخرى حيث تعد إحدى العملاتين سلعة و تعتبر الأخرى السعر النقي لها "<sup>2</sup>.

وأيا كانت المفاهيم المستخدمة في تعريف سعر الصرف فإنها تشتراك في توضيح الآتي :

1. أن لكل عملة سعر صرف معين مقابل العملات الأخرى؛
2. يمكن التعبير عن سعر الصرف بعدد الوحدات أو القوة الشرائية؛
3. تتعدد أسعار صرف العملة بتعدد العملات المستخدمة في مقارنتها؛
4. أن سعر الصرف العملة مشابه لسعر أي سلعة أخرى من ناحية آليات تحديده مع وجود عوامل أخرى إضافية تؤثر في هذا السعر.

#### 2- أنواع سعر الصرف

تتعدد أشكال سعر الصرف على النحو التالي:

**1- سعر الصرف الاسمي:** هو مقياس عملة إحدى البلدان التي يمكن تبادلها بقيمة عملة بلد آخر. ويتم تحديده تبعاً للطلب والعرض عليها في سوق الصرف في لحظة زمنية ما، ولهذا يمكن أن يتغير سعر الصرف تبعاً للتغير في الطلب والعرض. وينقسم إلى:

- سعر صرف رسمي أي (السعر المعتمد به فيما يخص التبادلات التجارية الرسمية)؛
- سعر الصرف موازي وهو (السعر المعتمد به في الأسواق الموازية).

<sup>1</sup> موسى سعيد مطر وآخرون، "المالية الدولية"، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2008، ص43

<sup>2</sup> - عرفان تقى الحسنى، التمويل الدولى، مرجع سابق، ص147.

<sup>3</sup> - حيدر نعمة الفريجى ، "أثر تقلب صرف اليورو في المخاطرة المصرفية دراسة تحليلية" ، الملتقى الدولى الأول حول اليورو واقتصاديات الدول العربية فرص وتحديات ، جامعة الأغواط ، 18-20أبريل 2005

**2- سعر الصرف الحقيقي:** هو عدد الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، وبالتالي يقيس القدرة على المنافسة.

و العلاقة بين سعر الصرف الحقيقي تظهر من خلال العلاقة التالية:

سعر الصرف الحقيقي = سعر الصرف الاسمي × مؤشر الأسعار المحلية / مؤشر الأسعار الأجنبية

و يمثل عن طريق الرموز ب :

حيث:

TCR : سعر الصرف الحقيقي

TCN: سعر الصرف الاسمي

IPLOC: مؤشر الأسعار المحلي

IPETR: مؤشر الأسعار الأجنبي

**2- سعر الصرف الفعلي:** يعبر سعر الصرف الفعلي عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية ما. وبالتالي مؤشر سعر الصرف الفعلي يساوي متوسط عدة أسعار صرف ثنائية وهو يدل على مدى تحسن أو تطور عملة بلد ما بالنسبة لمجموعة من العملات الأخرى.

**2- سعر الصرف الفعلي الحقيقي:** هو سعر اسمي، لأنه عبارة عن متوسط لعدة أسعار صرف ثنائية، ومن أجل أن يكون هذا المؤشر ذات دلالة ملائمة على تنافسية البلد تجاه الخارج لابد أن يخضع هذا المعدل الاسمي إلى التصحيح بالإزالة تغيرات الأسعار النسبية.

### 3- النظريات المحددة لسعر الصرف

تحاول كثير من النظريات الاقتصادية تفسير اختلافات أسعار الصرف بين الدول، وأهم هذه النظريات:

#### 1- نظرية تكافؤ القوة الشرائية

تعود هذه النظرية للاقتصادي السويدي (Gustav Cassel) ، وانتشرت في العشرينات من هذا القرن. وتنطلق النظرية في تحديد سعر الصرف – على الأمد البعيد- من مبدأ أن سعر الصرف ما بين عمليتين هو ببساطة نسبة المستوى العام للأسعار القطريين. فمثلاً إذا كان سعر

الطن من الحبوب هو 2 دولار في الولايات المتحدة ويساوي 1 باوند في بريطانيا ، إذن فإن سعر صرف (R) الدولار إزاء الباوند هو:

$$\text{سعر الصرف } (R) = \frac{2 \text{ دولار}}{1 \text{ باوند}}$$

أما أهم الفروض التي تستند إليها هذه النظرية فهي:<sup>1</sup>

- عدم وجود تكاليف النقل أو تعريفات أو أية قيود على حرية تدفق التجارة الدولية؛
- عدم حدوث تغيرات هيكلية (كالحروب مثلاً) في الدول الشريكة تجاريًا تتبع على قوى السوق (العرض والطلب)؛
- عدم حدوث تدفقات واسعة لرأس المال خلال فترة تغير سعر الصرف فيها.

وتعتمد هذه النظرية في قياس مستوى الأسعار على طريقة الأرقام القياسية استناداً إلى الصيغة

$$R_1 = R_0 \times \frac{N_2}{N_1} \quad \text{التالية :}$$

حيث:

$R_1$ : سعر الصرف الجديد

$R_0$ : سعر الصرف القديم

$N_1$ : الرقم القياسي للتغير في الأسعار المحلية.

$N_2$ : الرقم القياسي للتغير في الأسعار العالمية.

بالرغم أن الكثير من الاقتصاديين كانوا يؤيدون رأي "كاسل" باعتبار أن تدهور القيمة الداخلية للعملة هو السبب الرئيسي لتدهور قيمتها الخارجية وليس العكس إلا أنها هذه النظرية وجهت لها عدة انتقادات منها :

- أنها تنطلق من فروض غير واقعية، فلا يمكن أن تتجاهل تماماً نفقات نقل السلع وشحنها من دولة إلى أخرى كما لا يمكن تجاهل وجود أثر فعال للرسوم الجمركية على الصرف بما لها من تأثير على حجم الصادرات و الواردات ؛

<sup>1</sup> - عرفان تقى الحسنى، "التمويل الدولى"، مرجع سابق، ص 165.166

- ليس في إمكان نظرية تعادل القوة الشرائية حساب حد تكافئي القوى الشرائية عن طريق قسمة مستويات الأسعار في أحد البلدين على مستويات الأسعار في البلد الآخر ويرجع ذلك إلى أن بعض السلع التي تنتجهما الدول وتدخل في الحساب عند تركيب الأرقام القياسية لا تدخل في نطاق التبادل الخارجي<sup>1</sup>؛
- أنها ترتكز على الأسعار الداخلية وتأثيرها على علاقة العملات ببعضها، وتهمل بقية العوامل الأخرى مثل حركة رؤوس الأموال أو تجارة الخدمات المختلفة بين الدول، حيث أن مثل هذه العوامل تؤثر على عرض وطلب العملات الأجنبية؛<sup>2</sup>
- أن هذه النظرية تنطبق على الأمد الطويل أكثر منه الأمد القصير.
- أنها تهمل دور التقدم التكنولوجي والتغير في أنواع المستهلكين الأجانب على مستوى سعر العملة من خلال التأثير على صادرات البلد؛<sup>3</sup>

### 2-3 الطريقة النقدية:

تفترض هذه النظرية بأن سعر الصرف يتحدد من خلال توازن (أو مساواة) الطلب الكلي مع العرض من العملة الوطنية لكل قطر. وافتراض أن عرض النقد للقطر يتحدد بصورة مستقلة عن السلطة النقدية، في حين يعتمد الطلب على النقود على مستوى الدخل الحقيقي للقطر، والمستوى العام للأسعار، وسعر الفائدة ، فهنا إذا ارتفعت الأسعار ومعها الدخل الحقيقي سوف يزداد الطلب على النقود من قبل الأفراد والمشروعات لاستخدامها في معاملاتهم اليومية . كذلك فإنه إذا ارتفع سعر الفائدة سترتفع الكلفة الفرعية لحيازة النقود (السائلة أو الودائع تحت الطلب التي لا تحمل فائدة) بدلًا من الأصول التي تحمل فائدة (كالأسهم)، وبالتالي فإن العلاقة عكسية ما بين الطلب على النقود وسعر الفائدة . إذن في ظل مستوى معين من الأسعار والدخل الحقيقي يتحدد سعر الفائدة التوازني بتقاطع الطلب وعرض النقود لكل قطر.

وقد انتقدت الطريقة النقدية بمجموعة من الانتقادات أهمها:

أ- أنها أهملت التقلبات في الأسعار صرف العملات الرئيسية طوال فترة التعويم (منذ عام 1973)؛

<sup>1</sup>- محمد عبد العزيز عجمية، مدحت محمد العقاد، "النقود و البنوك و العلاقات الاقتصادية الدولية" ، دار النهضة للطباعة والنشر ، ص 341.

<sup>2</sup> - عرفان تقى الحسنى،"التمويل الدولى" ،دار مجذلاوى للنشر والتوزيع،ط 1،عمان،الأردن،1999،ص 166.165  
<sup>3</sup> - المرجع نفسه، ص 166.165

بـ- ركزت على دور النقود وأهملت التجارة كمحدد هام لأسعار الصرف وخاصة على الأمد الطويل؛

جـ- افترضت الطريقة بأن الأصول المحلية والأجنبية (لأسهم) ذات بدائل كاملة.

### 3- طريقة ميزان محفظة الأوراق المالية:

استخدمت طريقة ميزان المحفظة أو ما يسمى بنموذج أسواق الأصول، كبديلة للطريقة النقدية، حيث تختلف عنها في النقاط التالية :

أـ- تفترض طريقة المحفظة بأن الأسهم المحلية والأجنبية ذات بدائل غير كاملة ؛

بـ- يتعدد سعر الصرف من خلال توازن العرض مع الطلب على الأصول المالية (حيث تدخل النقود كأحد عناصرها فحسب)؛

تـ-للتجارة دور أساسي في تحديد سعر الصرف.

تعد هذه الطريقة أكثر واقعية من الطرق السابقة، وهي تقييد بأن الزيادة في عرض النقد للقطر ستقود إلى انخفاض مباشر في سعر الفائدة للقطر، وسيتحول الطلب من الأسهم المحلية إلى العملات والأسهم الأجنبية، وسينجم عن هذا الانتقال انخفاض مباشر في قيمة عملة ذلك القطر ومع مرور الوقت ، سيحفز هذا الانخفاض في قيمة العملة صادرات القطر نحو الزيادة مقابل تخفيف الواردات الأمر الذي سينسجم عنه بالتبعية فائض تجاري وارتفاع في قيمة العملة المحلية بقدر يعادل الانخفاض الذي حصل فيها في بادئ الأمر .

### 4- أنظمة سعر الصرف

تطور اختيار نظم سعر الصرف كثيرا في القرن الماضي.ولقد اتسعت هذه النظم أتساعا كبيرا من خيار بسيط بين قاعدة الذهب والعملة الورقية إلى 15 نظاما ، إلا أن الاختيار الأساسي بين أسعار الصرف الثابتة وأسعار الصرف المرنة مازال هو لب المسألة .<sup>1</sup>

ولقد كان نظام بريتون وودز يقوم على أساس الدولار الأمريكي المرتبط بدوره بالذهب ، ذلك أن الولايات المتحدة كانت قبل بتحويل الدولار لغير المقيمين بسعر ثابت : أوقية = 35 دولار وكانت الدول تربط عملتها بسعر ثابت مع الدولار.

<sup>1</sup>-علي توفيق الصادق، علي أحمد البابل، محمد مصطفى عمران،"نظم وسياسات أسعار الصرف" صندوق النقد العربي،معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، سبتمبر 2002، ص 40

إلا أن الأمر سرعان ما تم تجاوزه بإعلان الرئيس نيكسون في أوت 1971 منع تحويل الدولار إلى ذهب ، غير أن النظام في تلك الفترة لم يكن له أي دور في تنظيم الإصدار النقدي أو في تحقيق التوازن الداخلي الذي كان متزوراً لاعتبارات السياسة الاقتصادية والنقدية الداخلية في كل دولة . ولقد مثل هذا الإعلان في نظر الكثيرين انهيار بريتون وودز . ومنذ ذلك الوقت عرف نظام الصرف نمطين أساسيين:

#### 4-1. أنظمة سعر الصرف الثابتة:

وفي ظل هذه الأنظمة يتم تثبيت سعر العملة إلى:

أ- إما **عملة واحدة**: تتميز بمواصفات معينة كالقوة والاستقرار ، وفي هذا الإطار تعمل الاقتصاديات على تثبيت عملتها إلى تلك العملة دون إحداث تغيير ، إلا في بعض الحالات ، كما هو حال الفرنك الإفريقي سابقاً مع الفرنك الفرنسي . وكما هو الحال الدينار الأردني مع الدولار الأمريكي . ولقد شكلت العملات المرتبطة بعملة واحدة سنة 1996: <sup>1</sup>

- 20 عملة بالدولار الأمريكي؛
- 14 عملة بالفرنك الفرنسي.

ولا تتدخل السلطات المختصة في تحديد سعر الربط أو تقوم بتحديد سعر الربط إلا في حالات معينة . ويلاحظ أن الربط بعملة مفردة ثابتة بالنسبة لعملة الربط فقط ، حيث تعتبر العملة من الناحية العملية معومة بالنسبة لجميع العملات الأخرى .<sup>2</sup>

ب- إما **سلة عملات**: وعادة ما يتم اختيار العملات انطلاقاً من عملات الشركاء التجاريين الأساسيين ، أو من العملات المكونة لوحدة السحب الخاص كما هو شأن الدينار الإماراتي . أو الربط بالبيورو باعتباره امتداداً لسلة العملات المكونة للأيكو سابقاً . ولقد تم تسجيل 20 عملة مرتبطة بسلة من العملات من غير حقوق السحب الخاصة في سنة 1996 .

ج- **ضمن هامش محددة**: سواء تعلق التثبيت بعملة واحدة أو سلة عملات ، وهنا يتم تحديد مجال التقلب المسموح به .

<sup>1</sup>- عبد المجيد قدي، "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية" ، ديوان المطبوعات الجامعية ، بن عكنون ، الجزائر ، 2003 ، ص 116

<sup>2</sup>- علي توفيق الصادق، وأخرون، مرجع سابق.

#### 4-2. الأنظمة المرنة لسعر الصرف:

وتتميز هذه الأنظمة بمرونتها وقابليتها للتعديل على أساس بعض المعايير منها: المؤشرات الاقتصادية للبلد مثل سعر الصرف الحقيقي الفعال، وعلى ضوئها تقوم السلطات النقدية بتعديل أسعار صرفها.

**أ- التعويم المدار:** وضمن هذا المنظور تقوم السلطات بتعديل أسعار صرفها بالتوالتر على أساس مستوى الاحتياطي لديها من العملات الأجنبية والذهب وعلى أساس وضع ميزان المدفوعات.

**ب- التعويم الحر:** هو وضع يسمح بموجبه لقيمة العملة أن تتغير صعوداً وهبوطاً حسب قوى السوق. ويسمح التعويم للسياسات الاقتصادية الأخرى بالتحرر من قيود سعر الصرف. وبالتالي فإن تعويم العملات يسمح للسلطات بإعادة سياسة الملائمة ، ومثل هذا الوضع يدفع بأسعار الصرف ذاتها أن تتكيف مع الأوضاع السائدة لا أن تشكل قيداً.<sup>1</sup>

وفيما يتعلق بالدول العربية التي تتبع نظام تعويم سعر الصرف، تقوم كل من تونس والجزائر وموريتانيا ومصر بتطبيق نظام التعويم المدار للصرف، حيث يتم تحديد قيمة العملة في السوق وفقاً لقوى العرض والطلب، وتقوم السلطات النقدية بالتدخل عند الضرورة لإعادة مسار سعر الصرف ليتماشى مع مجموعة من المعايير، منها وضع الحساب الجاري في ميزان المدفوعات الاحتياطي للعملة الأجنبية ومعايير أخرى تسهم في تحقيق أهداف السياسة النقدية. ويتبع نظام التعويم الحر في اليمن، ويتم تحديد سعر الصرف وفق قوى العرض والطلب في السوق دون تدخل من السلطات النقدية.

ويخلل النظم الثابتة والنظم المرنة مجموعة من الترتيبات الوسيطة من: الرابط القابل للتعديل الذي يمكن في إطاره للبلد أن تعدل دورياً عمليات الربط الخاصة بها، إلى الرابط المتحرك الذي يعدل فيه الرابط بانتظام في مجموعة من عمليات التحفيظ القيمة، إلى الرابط بسلة من العملات الذي يحدد فيه سعر الصرف حسب سلة مرجة من العملات الأجنبية، إلى المناطق أو النطاقات المستهدفة التي تتدخل فيها السلطات عندما يصل سعر الصرف إلى هوامش معلن عنها من قبل على أي من جانبي سعر التعادل المركزي.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عبد المجيد قدّي، "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية"، مرجع سابق، ص 115-116

<sup>2</sup> علي توفيق الصادق وأخرون، "نظم وسياسات أسعار الصرف"، مرجع سابق، ص 24

### 4-3. مزايا وعيوب أنظمة سعر الصرف

لكل نظام من الأنظمة السابقة مزايا وعيوب نوردها كما يلي :

#### أ. مزايا وعيوب أنظمة أسعار الصرف الثابتة:

لأنظمة أسعار الصرف الثابتة مزايا وعيوب يمكن ذكرها كما يلي:<sup>1</sup>

##### أ.1. مزايا أنظمة أسعار الصرف الثابتة:

يمكن إجمال أهم مزايا أنظمة أسعار الصرف الثابتة فيما يلي :

- تعمل على تحفيز التجارة والاستثمار وتدفقات رأس المال مع بلدان نفس منطقة العمل؛
- تقليل عوامل التكلفة أو المخاطر للمتاجرين والمستثمرين،
- تعكس بالإيجاب، إذا كان اقتصاد البلد لا يتميز بالكثير ، حيث يكون أكبر فاعلية من خلال تقليله لأثر الصدمات الخارجية (حالة الربط بعملة واحدة)؛
- في حالة الربط بسلة عملات ، يتم تخفيف صدمات العرض الكلي باستخدام الاحتياطيات؛
- تقليل أثر الصدمات الخارجية على الدخل المحلي والأسعار إلى الحد الأقصى؛
- يراعى تكوين سلة العملات ووزن كل عملة في السلة إذا كان بلد الربط يعتمد على سلة من العملات؛
- إذا كانت العملات المكونة للسلة تميز بالثبات والاستقرار ، فإن عملية الربط في هذه الحالة تكسب سياسات الحكومة الثقة القوية؛
- الربط بسلة عملات يخص البلدان التي تتمتع بنمط متوج للتجارة .

##### أ.2. عيوب أنظمة أسعار الصرف الثابتة:

أما فيما يخص عيوب أنظمة أسعار الصرف الثابتة ، فيمكن ذكرها فيما يلي :

- مهما كان ثبات سعر الصرف ، فإنه يقلل من استقلالية السياسة النقدية لأن تكون أداء تحقيق الاستقرار الداخلي أو إدارة نتائج تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل؛

---

<sup>1</sup> - محمد علة ، "أثر الدولار على الاقتصاد الجزائري" ، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، فرع التحليل الاقتصادي ، جامعة الجزائر ، 2002/2003 ، ص 24.

- في حالة الربط بعملة وحيدة ، قد يحدث تحول في الخيارات من طرف الأجانب ، الأمر الذي يؤدي إلى تدفقات رأسمالية كبيرة ، و يضعف السلطات النقدية في عملية الرقابة على النقد؛
- في حالة الربط بسلة عملات انعكاس درجة تقلب وزن إحدى عملات السلة على سعر الصرف من خلال الظروف الاقتصادية و السياسات النقدية و المثلية لبلد هذه العملة؛
- كما تقع اختلالات في المدفوعات تؤدي إلى تغيير الاحتياطيات ، وفي الكتلة النقدية و الأسعار المحلية؛
- التغيرات في سعر الصرف بين البلدان الرئيسية ، سوف تؤثر على أسعار الواردات وال الصادرات التي يوجهها بلد الربط.

#### **بـ. مزايا وعيوب أنظمة أسعار الصرف الحر:**

تتمثل أهم المزايا و عيوب أنظمة أسعار الصرف المرنة في النقاط التالية :<sup>1</sup>

##### **بـ 1. مزايا أنظمة أسعار الصرف الحر :**

من بين أهم مزايا أنظمة أسعار الصرف الحر ، يمكن ذكر ما يلي :

- تقلل من حدة المضاربة بحكم عمل آلية العرض و الطلب و هو ما يظهر إذا كانت المرونة قوية؛
- يمكن أن تقف دون خسارة الاحتياطيات الدولية في حالة حدوث أزمة مالية ؛
- في حالة حدوث اختلالات على مستوى المدفوعات لبلد ما فإنه يمكن إجراء التصحيح اللازم في ميزان المدفوعات بتعديل سعر الصرف بدلاً من تغيير العرض النقدي؛
- يمكن إتباع السياسات النقدية الالزامية دون قيد .

##### **بـ 2. عيوب أنظمة أسعار الصرف الحر :**

أما العيوب التي تميز هذه الأنظمة فهي كما يلي:

- حدوث تذبذبات واسعة في أسعار الصرف؛

- هذه الأنظمة تنعكس على ثقة العملة، حيث تفقد الثقة التي تتمتع بها في ظل أسعار الصرف الثابتة؛

<sup>1</sup> - محمد علة ، مرجع سبق ذكره ، ص 41 .

- عدم القدرة على التنبؤ بتغيرات معدلات الصرف ، تقلص من حرکية رؤوس الأموال طويلاً الأجل زيادة على التبادل الدولي ، لأنها في الغالب مصدر عدم يقين بالنسبة لعوائد الاستثمارات في الخارج و إيرادات الصادرات .

### ج. مزايا و عيوب أنظمة أسعار الصرف الوسيطة:

أثبت الكثير من الأخصائيين فشل النظم الوسيطية في البلدان النامية وأثبتوا بأن على هذه البلدان النامية الشديدة الاندماج في النظم التجارية والمالية العالمية عليها تبني إما التعويم وإما الربط بعملة أخرى. لكن المدافعون عن الأنظمة الوسيطية مشددين على الصعوبة التي تواجهها البلدان النامية في الوفاء بالشروط المسبقة للتعويم الناجح والتأثير السلبي للتقلب المفرط لأسعار الصرف على الاستثمار والنمو.<sup>1</sup>

## II-سوق الصرف الأجنبي

### 1-تعريف سوق الصرف:

هو السوق الذي تتم به مبادرات الصرف الأجنبي أي بيع وشراء العملات الأجنبية، ويشمل هذا السوق العناصر التالية:

للمستخدمين التقليديين: كالمستوردين والمصدرين والسياح المستثمرين الذين يبادلون العملة المحلية بالعملات الأجنبية وذلك لتسوية معاملاتهم الدولية ، إضافة إلى التجار والمضاربين (الأفراد ومدراء الاستثمار) الذين يتاجرون بالعملات بحثاً عن أرباح قصيرة الأجل.

للبanks التجارية: وتقوم بشراء وبيع العملات الأجنبية إلى المستخدمين التقليديين والتجار المضاربين. وهي تعتبر مركز سوق الصرف لأن أغلبية التحويلات تتم فيها.<sup>2</sup>

للسمسرة: يعتبرون وسطاء نشطين بتجمیع أوامر الشراء أو البيع للعملات الصعبة لصالح عدة بنوك أو متعاملين آخرين ويقومون بضمان الاتصال بين البنوك وإعطاء

<sup>1</sup>- عبد العلى جبيلي وفيتالي كرامارينكو ،"بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا هل تعم عملاتها أم ترتبطها بعملة أخرى" ،مجلة التمويل التنمية، صندوق النقد الدولي ، مارس 2003 ،ص 30

<sup>2</sup>-Paul r. Krugman, Maurice Obstfeld, "Economie Internationale", Edition De Boeck Universite, 3<sup>e</sup>:Edition ,Bruxelles , Belgique,2001,P:384

معلومات عن التسغيرة المعمول بها في بيع وشراء بدون الكشف عن أسماء المؤسسات

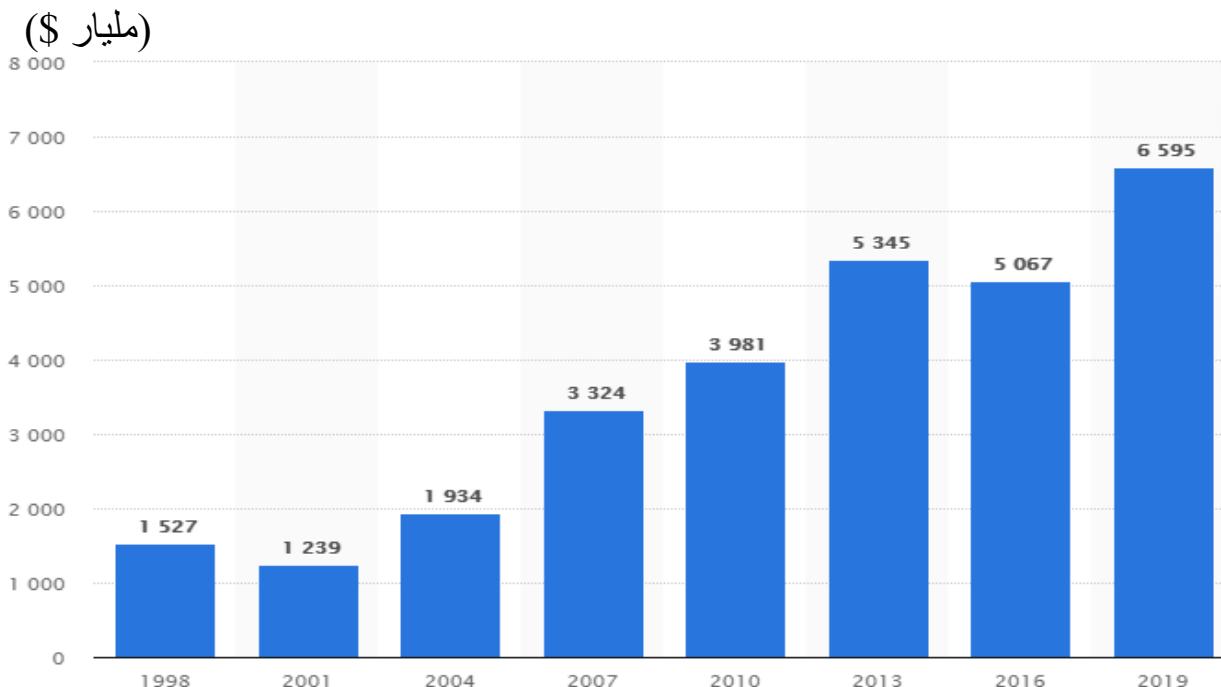
البائعة أو المشترية لهذه العملات

**لله البنوك المركزية :** حيث تتدخل في أسواق الصرف الأجنبي للتأثير على قيمة عملتها وعلاقتها مع العملات الأخرى .

وعادة ما تربط أسواق الصرف فيما بينها عن طريق وسائل الاتصال السريعة والمتقدمة وذلك بهدف التبادل السريع للمعلومات المتعلقة بأسعار الصرف السائدة للعملات المختلفة، ويعد سوق لندن من أهم الأسواق بحصة بلغت حوالي 43٪ من حجم التداول الدولي في أبريل 2019 يأتي بعده سوق نيويورك بحصة بلغت حوالي 17٪ ، ثم المراكز المالية الآسيوية الرائدة، وهي منطقة هونغ كونغ وسنغافورة وطوكيو بحصة بلغت حوالي 20٪<sup>1</sup> وقد تطور متوسط مبلغ التحويلات اليومية التي تتم في هذه الأسواق حيث بلغ حوالي 6.5 تريليون دولار في أبريل 2019 .

يبين الشكل التالي متوسط حجم التداول اليومي في أسواق الصرف الأجنبية.

**الشكل (5):** متوسط حجم التداول اليومي في أسواق الصرف الأجنبية (1998-2019)



Source:<https://www.statista.com/statistics/247328/activity-per-trading-day-on-the-global-currency-market/>

<sup>1</sup> -Bank for International Settlements," Foreign exchange turnover in April 2019", P:7 (visité le 02/08/2020) [https://www.bis.org/statistics/rpfx19\\_fx.pdf](https://www.bis.org/statistics/rpfx19_fx.pdf)

هذا ويتسم سوق العملات الأجنبية عن غيره من الأسواق المالية بما يلي:

☞ حساسيته المفرطة للظروف الاقتصادية والسياسية مما يرفع من درجة مخاطر الاستثمار

فيه. أما أهم أنواع هذه المخاطر فهي تقلبات أسعار الفائدة ومخاطر السيولة ومخاطر

الائتمان؛

☞ أنه سوق لا إطار مادي له (لا مكان محدد له) مثلما هو الحال في سوق الأوراق المالية بل

يتم التعامل فيه بواسطة أدوات الاتصال الحديثة، ويعمل 24 ساعة على 24 ساعة.<sup>1</sup>

## 2- المعاملات في سوق الصرف

### 2-1- الصرف نقدا (المعاملات الفورية):

تعتبر عملية الصرف نقدا إذا كان التسليم والاستلام العملات يتمان لحظة إبرام عقد الصرف، مطبقين سعر الصرف السائد لحظة إبرام العقد أيضا.

وفي الحقيقة فإن فترة الصرف نقدا تمتد إلى غاية 48 ساعة من لحظة إبرام العقد على عكس ما توحى به لأول وهلة عبارة لحظة إبرام عقد الصرف الوارد في هذا التعريف.

وتتجدر الإشارة هنا إلى أن سعر الصرف يتغير باستمرار خلال اليوم تبعاً لعرض العملات والطلب عليها. ويقوم وكلاء الصرف بإعلان زبائنهم بهذه الأسعار والشهر على تنفيذ أوامرهم فيما يتعلق بإجراء عمليات الصرف .

هذا وقد بلغ متوسط حجم المعاملات اليومية الفورية في سوق الصرف الاجنبي في أبريل 2019 حوالي 2 تريليون دولار.<sup>2</sup>

### 2-2- الصرف لأجل :

تعتبر عملية الصرف للأجل إذا كان التسليم والاستلام يتمان بعد فترة معينة من تاريخ إبرام العقد مطبقين سعراً للصرف يحسب بناءاً على سعر الصرف السائد لحظة إبرام العقد. ونكون بصدده عملية الصرف لأجل إذا كان تنفيذ العملية يتم بعد 48 ساعة من تاريخ إبرام العقد.

<sup>1</sup>- عرفان تقى الحسنى، "التمويل الدولى" ،مراجع سابق. ص 178-179

<sup>2</sup> - Bank for International Settlements, " Foreign exchange turnover in April 2019", P:9

والملاحظ هنا أن الفرق بين عملية الصرف لأجل وعملية الصرف نقدا يمثل في تاريخ التسليم والاستلام، حيث يكون متأخرا بالنسبة للصرف الأجل ويكون في أقل من 48 ساعة بالنسبة للصرف نقدا.<sup>1</sup>

وعادة ما يكون الفارق بينهما بدلالة معدلات الفائدة المعمول بها بالنسبة للعملات المعينة، فارتفاع أو انخفاض السعر الأجل لعملة ما يتاسب عكسيا مع سعر فائدة العملة، وكلما زاد الفرق بين أسعار فائدة العملاتين وزادت مدة العقد الأجل كلما زاد الفرق بين السعر الآني للعملة والسعر الأجل.<sup>2</sup>

لذلك يمكن احتساب سعر الصرف الأجل من اليوم الأول لتحرير عقد الصرف الأجل استنادا إلى ثلاثة عناصر:<sup>3</sup>

- سعر الصرف الفوري السائد في تاريخ إبرام عقد الصفقة؛
- سعر الفائدة الذي يدفعه العميل إذا ما افترض قيمة العملة المباعة التي سيتم السداد بها عند استحقاق العقد الأجل؛
- سعر الفائدة الذي يحصل عليه العميل إذا ما أودع قيمة العملة المشتراة في وديعة ثابتة لفترة العقد الأجل.

وتستعمل عملية الصرف لأجل من طرف الشركات العاملة في التجارة الخارجية لتفادي الأخطار الناجمة عن التقلبات المحتملة وغير متوقعة في أسعار الصرف العملات حيث أن سعر الصرف المطبق عند التسليم والاستلام هو السعر الصرف السائد لحظة إبرام عقد الصرف، ومهما كان سعر الصرف السائد لحظة تنفيذ العقد (تاريخ الاستحقاق).

وبالإضافة إلى كون أن عملية الصرف لأجل تستعمل من طرف الشركات التي تعمل في التجارة الدولية كإحدى الطرق التي تستعملها لتفادي الأخطار المحتملة الناجمة عن تغير أسعار الصرف، فإنها تستعمل أيضا من طرف المضاربين حينما يتوقعون مستقبلا ارتفاع سعر العملة التي يشترونها وبطبيعة الحال، فإنهم سوف يتذبذبون خسائر إذا لم تكن توقعاتهم هذه صائبة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup>--الطاهر لطرش ،"تقنيات البنوك" ،ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكرون، الجزائر ، ط2، 2003. ص97.

<sup>2</sup>-- عبد المجيد قددي ،مرجع سابق، ص113

<sup>3</sup>-- مدحت صادق،"النقد الدولية و عمليات الصرف الأجنبي"،دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، ط1، القاهرة، مصر، 1997، ص149.

<sup>4</sup>-- الطاهر لطرش ، مرجع سابق، ص 105.

هذا وقد بلغ متوسط حجم المعاملات اليومية الآجلة في سوق الصرف الأجنبي حوالي 1 تريليون دولار في أبريل 2019.<sup>1</sup>

### 3-2 العقود المستقبلية وعقود الخيار للصرف الأجنبي:

بدأ التداول بالعقود المستقبلية futures في عام 1972 من قبل سوق النقد الدولي IMM بشيكاغو، وتمثل هذه العقود التزاماً قاطعاً بشراء أو بيع العملات خلال فترة زمنية محددة (تتراوح ما بين 1-2 سنة) بسعر معين من خلال مزاد علني مفتوح يقام في سوق صرف منظم ويطلق على هذه الأسواق التي يتم فيها هذه العقود بالأأسواق المستقبلية (future Markets) وتخالف هذه الأسواق عن الأسواق الآجلة في النقاط التالية :

- العقود الآجلة تتم بين طرفين البائع والمشتري أما المستقبلية فإنها تكون بين ثلاثة أطراف بين مؤسسة التناقص والبائع ومؤسسة التناقص والمشتري؛
- تتمتع العقود المستقبلية بمخاطر سيولة أقل وذلك لأنها تتداول في بورصات منظمة، وتتمثل العقود المستقبلية بشروط وخصائص نمطية مثل جودة وكمية الأصل محل العقد وتاريخ انتهاء صلاحية العقد ، وهذه النمطية أو المعيارية تسمح للعقود المستقبلية بأن تتداول في السوق الثانوي مثل الأوراق المالية العادية؛
- تتمتع العقود المستقبلية بمخاطر إنتمان أو مخاطر عجز عن الوفاء بالإلتزامات أقل وذلك مقارنة بالعقود الآجلة، ويرجع ذلك إلى أن العقود المستقبلية تتطلب من الطرفين إيداع أموال تسمى الهامش المبدئي كضمان وإبداء لحسن النية؛
- بالنسبة للعقود الآجلة يظل السعر ثابتاً خلال فترة العقد، و يتم دفع المبلغ الإجمالي من المشتري إلى البائع في نهاية مدة العقد. بينما في العقود المستقبلية يتم مراقبة الأسعار بصفة يومية، و هذا يعني أن سعر العقد سوف يعدل كل يوم حسب السعر المستقبلي لتغيرات الشيء محل العقد؛
- يتم انتهاء العقد الآجل بالتسليم بينما لا يتم عادة إنتهاء العقد المستقبلي بتسليم الأصل موضوع العقد.

<sup>1</sup> - Bank for International Settlements," Foreign exchange turnover in April 2019",P:9

أما عقود الخيار (options) فقد بدأ العمل بها في عام 1982 حيث يستطيع الأفراد والشركات والبنوك شراء خيار الصرف الأجنبي مثلاً بالدولار الأمريكي أو بالباوند الإسترليني أو بالمارك الألماني ..... الخ وهذه العقود تعطي للمشتري الحق وليس التعهد بالشراء و(يسمى بخيار الشراء) ، أو بيع (ويسمى بخيار البيع)، كمية محددة من العملة المتدولة في تاريخ محدد ويسمى(ب الخيار أوروبى) أو بأي تاريخ قبل الموعود المحدد (خيار أمريكي) وبسعر محدد (سعر مضارب)، ويكمم الفرق بين خيار الشراء وخيار البيع في أن الأول يكون له الحق باختيار شراء أو التخلّي عنه بينما يبدو له غير مربح، أما في الثاني فإنه يكون ملزماً بالعقد طالما يرغب المشتري به، وعادة ما يدفع المشتري عمولة permium تسمى بسعر الخيار option rate يتراوح مابين 1-5 % من قيمة العقد.

هذا وقد بلغ متوسط حجم المعاملات اليومية بعقود الخيارات بالإضافة إلى منتجات أخرى في

سوق الصرف الأجنبي حوالي 294 مليار دولار في أبريل 2019.<sup>1</sup>

#### 4- مقاييسات العملة : currency swaps

وهي عملية بيع فوري للعملة مرتبطة بشراء اجل للعملة ذاتها أو العكس ، ضمن عملية واحدة فمثلاً نفرض أن البنك (أ) تسلم مبلغ مليون دولار اليوم وذلك لحاجته إليه خلال ثلاثة أشهر، ولكنه في نفس الوقت بحاجة إلى استثمار نفس المبلغ بأصول أخرى كالأسهم الأجنبية من خلال بنك أمريكي معين ضمن عملية واحدة بدلاً من بيع العملة لغرض شراء الأسهم في السوق الأجل واستلامه في ثلاثة أشهر ضمن عمليتين منفصلتين وهذا يمثل سعر المقايضة swap rate الذي يحدد عادة على أساس سنوي – الفرق بين السعر الفوري الأجل من خلال مقايضة العملة . إضافة إلى ذلك توجد مقاييسات آجلة – آجلة forward / forward وتخالف عن النوع السائد المذكور في كونها تشمل مقايضة أصل المبلغ principle وليس مجرد مقايضة العوائد المكتسبة منه.

<sup>1</sup> Bank for International Settlements," Foreign exchange turnover in April 2019",P:9

وتعود التجارب المبكرة لهذه العملية إلى فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية حيث اعتبرت عنصراً جديداً لإيجاد تسهيلات للتسليف على الصعيد الدولي ومارستها البنوك المركزية التي تعاني من صعوبات مالية وذلك لضمان أصولها ضد تقلبات أسعار الصرف.<sup>1</sup>

هذا وقد بلغ متوسط حجم المعاملات اليومية بمقاييس العملات في سوق الصرف الأجنبي حوالي 3.2 تريليون دولار في أبريل 2019.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup>- عرفان نقي الحسني، "التمويل الدولي" ،مرجع سابق.ص 184-187

<sup>2</sup>Bank for International Settlements," Foreign exchange turnover in April 2019",P:9

## المحاضرة (06) : المخاطر المرتبطة بعمليات الصرف وتقنيات التغطية

### I-مفهوم خطر سعر الصرف

#### 1- تعريف خطر الصرف .

هناك عدة تعاريف لخطر الصرف نذكر منها:

- خطر الصرف هو خطر مالي يقع عند حدوث تغيير غير موافقٍ في سعر الصرف بين

العملة المحلية والعملة المحددة قبل تاريخ اكمال المعاملة<sup>1</sup>؛

- ويعرف كذلك بتأثير التغيرات غير المتوقعة في أسعار الصرف على قيمة الشركة<sup>2</sup>؛

- خطر الصرف هو خطر الخسارة المرتبطة بالتغييرات في أسعار صرف العملات ؛

- خطر سعر الصرف بالنسبة لمؤسسة ذات نشاطات دولية (استيراد ، تصدير عمليات مالية)

يعرف كخطر مرتبط بأي معاملة حساسة لتقلبات أسعار صرف عملات الفوترة مقابل العملة الوطنية و خطر الخسارة المحتملة هو الأكثر أهمية بالنسبة للأجال الفاصلة بين إعداد الطلبيات و التسوية النهائية لها<sup>3</sup> .

و عليه فإن خطر الصرف يدور حول الضرر الذي يلحق بالنتائج المالية للمؤسسات ذات العلاقات الاقتصادية مع الخارج من جراء التقلبات في أسعار صرف عملات التقويم و الدفع لنشاطات تلك المؤسسات.

#### 2-أنواع مخاطر الصرف:

وتتمثل فيما يلي :<sup>4</sup>

<sup>1</sup>- Levi, Maurice D. (2005). **International Finance**, 4th Edition. New York, NY: Routledge.

<sup>2</sup>- Michael Papaioannou," **Exchange Rate Risk Measurement and Management: Issues and Approaches for Firms** ", IMF Working Paper ,International Monetary Fund, WP/06/255, November 2006,p:04

<sup>3</sup>- بو عتروس عبد الحق، "تقنيات إدارة مخاطر سعر الصرف"، مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الدولي حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم الإدارية، جامعة الزيتونة، الأردن. ، ص 2.

<sup>4</sup> السعيد عنافي ،"اثار تقلبات سعر الصرف وتدا이بر المؤسسة الاقتصادية لمواجهةتها ،حالة مؤسسة الملح بسكرة" ،رسالة ماجистر في العلوم الاقتصادية ،فرع تسخير المؤسسات ، جامعة الحاج لخضر باتنة-2005-2006- ص : 65-64.

## 2-1 خطر الصرف الاقتصادي :

خطر الصرف الاقتصادي هو ذلك الخطر الذي تلاحظه المؤسسة من خلال التطور الغير متوقع لمعدلات الصرف و الذي ينتج أثاره على الجانب التنافسي للمؤسسة .

ولتوضيح ذلك ندرج هذا المثال عن قيام مؤسسة ألمانية لصناعة السيارات بتصدير منتوجاتها إلى بريطانيا مع معدل صرف 3 مارك = 1 جنيه إسترليني و لتحقيق أرباح نتيجة التكاليف الأقل مقارنة بالمؤسسة البريطانية التي تواجه تكاليف أكثر ، و لكن لو حدث تطور غير متوقع وارتفع معدل صرف المارك بالنسبة للجنيه فأصبح 2 مارك = 1 جنيه إسترليني فعلى المؤسسة الألمانية التضحية بجزء من أرباحها للحفاظ على السعر التنافسي بالجنيه .

الخطر الاقتصادي الذي يمس نشاط مؤسسة من حيث التنافسية تطال أثارها السلبية أيضاً قطاع النشاط الوطني كما هو الحال بالنسبة لقطاع السياحة ، و المؤسسة تجد صعوبة تحديد و قياس خطر الصرف الاقتصادي نتيجة :

- لأنه يرتبط بمجموعة من العوامل و الآليات الخارجية المختلفة التي يتعدى على المؤسسة معرفتها و التحكم فيها كالمباعات المستقبلية ، الابتكارات و التطور التكنولوجي ، التحولات و وضعية المنافسة و مختلف الاتجاهات التي سوف تسود في السوق العالمي و التي سوف تؤثر في تحديد و تغير مستويات الأسعار .

- ينسجم مفهوم خطر الصرف الاقتصادي بالعملة التي على أساسها يتم تحديد الأسعار (عملة الحساب ) وليس بتلك العملة المستخدمة في الفوترة كما هو الحال بالنسبة لبعض المنتجات أسعارها على مستوى السوق العالمي ببعض العملات فالبترول عملته الحسابية هي دائماً الدولار بالإضافة لبعض المنتجات التي تتحدد ببعض العملات الحسابية.

## 2-2 خطر التحويلي :

ينجم خطر الصرف من تحويل و ترجمة الوضعيات و القوائم المالية بين المؤسسات وفروعها في الخارج ، و إن كان المفهوم يعني عملة ترجمة و تعبر عن قيم لوضعية مالية محسوبة على أساس عملة أجنبية ، فالمؤسسة الأمريكية و استناداً للتعليمية 52 من التنظيم FASB تفضل استخدام الدولار في عملة تحويل بالنسبة لفروع المتواجدة في الدول ذات التضخم الضعيف مع اعتماد طريقة القيمة الجارية حيث كل بنود الأصول و الخصوم المتعلقة بالمدى القصير يتم

تحوילها على أساس معدل الصرف الجاري، أما التجهيزات و باقي عناصر الخصوم المتعلقة بعناصر المدى الطويل فيتم معاملتها على أساس معدل الصرف التاريخي، أما بالنسبة للفروع المتواجدة في الدول التي لها عملة غير مستقرة فالنتائج المالية تحول من العملة المحلية لتلك الدولة إلى العملة المستخدمة في التجارة الخارجية (عملة الحسابية) بالاعتماد على الطريقة الزمنية « la méthode temporelle » ثم يتم تحويل القيم المالية إلى الدولار باعتماد طريقة القيم الجارية، و خطر الصرف التحويلي يظهر من خلال تغير الفروقات بين عناصر الأصول والخصوم و على العموم فالمؤسسة تتحمل جزء من الخسائر عند كل تحرك في معدل الصرف غير مناسب خاصة لما لا تتبني أي سياسة لتغطية مخاطر الصرف .

### 2- خطر المعاملات أو الصفقات :

هو الخطر المرتبط بالمعاملات و الصفقات التجارية و التي تدرج ضمنها العملة الأجنبية فينشأ من خلال عمليات البيع أو الشراء العملة الأجنبية حيث يظهر نتيجة تقلبات في معدل الصرف على امتداد فترة انجاز الصفقة و فترة التسوية . و هنا يمكننا التفريق بين نوعين من الخطر :

- خطر صرف أكيد (قطعي) Risque de Change Ferme : و هو مرتبط بعمليات أكيدة يعني أن يملك وثائق عليها و بالتالي فإن خطر المحاسبي خطر أكيد .

- خطر صرف شرطي Risque de change conditionnelle : و لتوسيع ذلك نفترض قيام مؤسسة بغرض دولي في إطار مناقصة دولية و بالتالي المؤسسة هنا ملزمة بشروط العرض حتى يرسى هذا الأخير على شخص ما أي المؤسسة ملزمة قانونيا بنصوص و بشروط العقد أمام العارض الذي رست عليه مناقصة و بالتالي فالخطر لا ينشأ ، إلا إذا قبل عرض المؤسسة فلهذا يسمى شرطيا لأن مشروط بقبول العرض .

## II- تقنيات تغطية مخاطر الصرف

فيما يلي نستعرض أهم التقنيات التي يتم اتخاذها من أجل تغطية وإدارة مخاطر الصرف :

- 1- التقنيات الداخلية لتغطية مخاطر الصرف .**

تتمثل التقنيات الداخلية في تلك الإجراءات و التدابير التي يمكن للمؤسسة استخدامها لتنقيص خطر الصرف والتأثير فيه بإمكانياتها الداخلية أو الخاصة دون الحاجة إلى دخول الأسواق الخارجية أو الإستعانة بأطراف خارجية و من أهمها:

**1-1 التأثير على الأجال .**

المقصود بالأجال المدة التي يمكن من خلالها تحصيل المستحقات أو دفع الديون أو الالتزامات القائمة بين المتعاملين الاقتصاديين على المستوى الدولي. في هذا المجال نميز الإجراءات التالية:

**أ- تسيير آجال العملية :**

إن تسيير آجال العملية يتمثل في تنوع آجال الدفع من أجل الاستفادة من التطور الإيجابي لأسعار الصرف، حيث يتم تعديل أجال أو تواريخ تحصيل الحقوق (المصدر) أو دفع الالتزامات (مستوردة) ما أمكن ذلك، تبعاً للتغيرات سعر الصرف.<sup>1</sup>

فالمؤسسة المصدرة عندما تتباين بارتفاع سعر العملة التي حررت بها عقد الصادرات فإنها تعمل على تأخير أجال قبض حقوقها و هذا من أجل الحصول على ربح إيجابي ناتج عن تغيير سعر الصرف إما في حالة التنبؤ بحدوث انخفاض في سعر العملة فإنها تعمل على تسريع تسديد حقوقها لتفادي الخسارة الممكنة في سعر الصرف. والعكس صحيح بالنسبة للمؤسسة المستوردة.

**ب- منح الخصم بهدف الدفع المسبق:**

فال المصدر يستطيع أن يتحكم في خطر سعر الصرف بمنحه خصماً في مقابل قيام الزبون بدفع المبلغ المستحق لفائدة المصدر قبل تاريخ الاستحقاق، و ذلك إذا ما توقع بأن سعر صرف عملة الفوترة عرضة لتغير كبير خلال فترة وجيزة من الزمن. هذا المبلغ المخصوم يتناسب عادة وتكلفة تغطية خطر الصرف من قبل المصدر، و النتيجة هي تقاديم خطر الصرف بالإضافة إلى زيادة حجم السيولة لدى المؤسسة المصدرة، و عدم ضرورة تحمل خطر الإقراض من جهة ، و من جهة أخرى قد يلجأ المصدر إلى توظيف المبلغ المحصل في السوق للحصول على عائد يمكنه من إلغاء تكلفة الخصم أو التقليل منها.<sup>2</sup>

**ج -حسابات الاعراض :**

و هي حسابات بنكية متواجدة في دول أجنبية الغرض منها تلقي المدفوعات لصالح المؤسسة المصدرة من قبل الزبائن المقيمين في هذه الدول مما يؤدي إلى التقليل من الوقت الضروري لتحصيل هذه المبالغ وبالتالي يقلص إلى حد كبير من خطر الصرف و احتمال وقوعه.

<sup>1</sup> السعيد عنافي ،مرجع سابق ذكره ،ص 151

<sup>2</sup> بوغتروس عبد الحق، مرجع سابق، ص.5

#### د- نظام الصندوق المغلق أو الصندوق البريدي : LOK BOX

تخلص هذه التقنية في انه بإمكان المصدر فتح حساب صندوق بريد و يطلب من زبائنه إرسال شيكات التسديد لأقرب صندوق بريد، و يقوم بتحميل البنك الأقرب من الصندوق البريدي من تحصيل و إعادة رؤوس الأموال مباشر، و ذلك ربحاً لوقت بدلًا من إتباع الطريقة التقليدية في عملية التحصيل و التي تستغرق وقت طويلاً و تزيد من لاحتمالات وقوع خطر صرف و من ثم تحمل خسائر صرف نتيجة تغير أسعار صرف العملات المحررة بها تلك الشيكات.<sup>1</sup>

#### 1-2 التأثير على حجم الديون بواسطة عملية المقاصة.

يمكن التأثير على حجم الديون باستخدام عملية المقاصة وفقاً للطرق التالية:<sup>2</sup>

##### أ-التغطية الذاتية و الأسواق التطبيقية:

و يتمثل في إجراء مقاصة بين ذمة و دين محرين بنفس العملة و لهما نفس الاستحقاق بحيث تقوم المؤسسة بتغطية متبادلة للمبالغ الأقل، و هنا يستمر احتمال تعرض المؤسسة لخطر الصرف بالنسبة للرصيد المتبقى فقط.

أما سوق التطبيق في طريقة تقضي بالسماح للمؤسسة التي بحوزتها رصيد من العملة الصعبة باستعماله لسداد مدفوعات ديون أو التزامات ناتجة عن عمليات مالية أو تجارية بالعملة الصعبة كذلك و ذلك من خلال وسيط مالي عادة بنك.

##### ب-المقاصة متعددة الأطراف للمدفوعات :

تستعمل عملية المقاصة غالباً داخل الشركات متعددة الجنسية وهي تقوم على إجراء الموازنة بين المستحقات (الحقوق) والمطلوبات (الديون) الخاصة بكل منها اتجاه الأخرى دون الاحتفاظ في دفاترها بمراكز مكتشوفة بالنقد الأجنبي، بحيث تكون هذه الموازنة بتوسط مركز للمقاصة تتركز فيه المعلومات وتجزي بواسطة الحسابات الخاصة بالمقاصة فإنه يتم اختصار عدد عمليات المقاصة بحيث يقوم هذا المركز بتنظيم الإجراءات والعمليات اللازمة لهذه العملية وهذا الأخير بدوره يحقق عدة مزايا منها تحديد الأوضاع المتوقعة للعملية وتقليل مخاطر الصرف وكذا الحصول على سعر صرف مناسب، فمركز المقاصة يقوم بتحديد

<sup>1</sup> - بوعلروس عبد الحق، مرجع سابق، ص 5

<sup>2</sup> - المرجع نفسه، ص 6-7

المركز الصافي للوحدات المتعاملة من خلال تصفية مبالغ ضخمة ثم تحويل الفروقات فقط ليتم ضخها وتدويرها ثانية في داخل سوق الصرف.

#### **ج-مراكز إعادة الفوترة بالعملة الصعبة :**

يتم مركزاً إدارة خطر الصرف بيد مركز مالي لإعادة الفوترة والهدف الأساسي من إعادة الفوترة إما تجميع المدفوعات الخاصة بعمليات الاستيراد إلى الخارج أو داخل المجموعة، أو تجميع المقوضات المتربطة على عمليات التصدير إلى داخل التجمع أو داخل أعضاء نفس التجمع، وبالتالي فمركز إعادة الفوترة يعمل كشركة فوترة لتسهيل خطر الصرف وخطر القروض في نفس الوقت من خلال عمله ك وسيط مالي يكتفي بتنفيذ العمليات دون ادخال أي تعديلات على مختلف التدفقات المادية.

#### **3-1- وسائل وتقنيات داخلية أخرى :**

##### **أ-تأثير التدفقات التجارية للمؤسسة :**

تلجا المؤسسة إلى هذا الإجراء بناء على توقعاتها المستقبلية بشأن أسعار صرف العملة فإذا توقعت حدوث تغيراً كبيراً في سعر صرف العملة خلال فترة قصيرة من الزمن تقوم بتعديل برنامج استيرادها من المستلزمات الإنتاجية وذلك يرفع الكميات المستوردة، وتسعى إلى تسريع طلباتها تجنباً للخسارة المحتملة والعكس في حالة التصدير .

##### **ب-الفوترة بالعملة الوطنية أو اختيار عملة أقل تطايراً :**

إذا كان خطر الصرف ينبع عن مبادلة أو استبدال عملة بعملة أخرى فإن الفوترة بالعملة الوطنية تلغي وجود أي خطر صرف بالنسبة للمؤسسات المحلية .

بحيث تلجا بعض المؤسسات التي تكون لها إمكانية اختيار عملة الفوترة باختبار تلك العملة التي تعرف استقراراً في قيمتها إلا أن المؤسسات في الدول النامية عادة ما تكون مضطرة لقبول عملات دولية مفروضة عليها وليس لها إمكانية اختيار عملة الفوترة إلا نادراً .

**2- التقنيات الخارجية لإدارة مخاطر الصرف:**

ويقصد بها الدخول في علاقات تعاقدية مع طرف آخر خارجي لتغطية مخاطر تقلبات أسعار الصرف، وتنقسم إلى:<sup>1</sup>

**2-1. التقنيات التقليدية لإدارة خطر الصرف:****أ. الصرف الآجل:**

وهو اتفاق على شراء أو بيع مبلغ بالعملة مقابل عملة أخرى بسعر صرف محدد غير قابل للمراجعة ونهائي في تاريخ الحق متفق عليه، من خلال هذا العقد يمكن تثبيت سعر الصرف المستقبلي مما يلغى خطر الصرف من خلال تحديده تكلفة الصفقة التجارية وهذا السعر عادة مختلف عن سعر الصرف العاجل.

**ب. الاقتراض قصير الأجل (التسبيقات بالعملة الصعبة):**

إذا كان لأحد المصدرين مبالغ بعملة أجنبية تستحق بعد ثلاثة أشهر فإنه يقوم بالحصول على قرض بنفس العملة لنفس المدة بحيث تغطي مستحقاته المالية الآجلة (ما سيحصل عليه من المستورد) قيمة القرض وفوائده، ثم عليه في نفس الوقت تحويل قيمة القرض إلى عملته طبقاً لسعر الصرف الفوري ثم إيداع الحصيلة في وديعة لمدة ثلاثة أشهر، وعند تحصيل مستحقاته من المستورد يقوم بتسديد القرض المتحصل عليه وفوائده، أما المستورد فيشتري المبلغ ويوظفه إلى حين الاستحقاق.

**ج. خصم الكمبيولات المسحوبة بالعملة الأجنبية:**

في حالة تسهيلات الموردين يقوم المستورد بإصدار كمبيولات لصالح المصدر قصد تسديد قيمة السلعة المستوردة المستحقات أجلة ما يمنح المصدر امكانية خصم الكمبيولات لدى أحد البنوك في دولة المستورد والحصول على قيمتها فوراً مقابل عمولة يدفعها للبنك.

<sup>1</sup> - بوصبيع صالح رحيمة، "محاضرات في مقاييس: سياسات وإدارة مخاطر الصرف"، جامعة الشهيد حمة لخضر- الوادي، 27-23، 2020-2019

**د. اللجوء لشركات تحصيل الديون:**

حيث تقوم الشركة المصدرة ببيع مستحقاتها المالية بالعملة الأجنبية لإحدى شركات تحصيل الدين مقابل التنازل عن نسبة من هذه المستحقات لها وتصبح الشركة في هذه الحالة دائناً أصولاً في مواجهة المدين وتحصل مستحقاتها منه دون الرجوع للبائع.

**هـ. الحصول على ضمان حكومي لتغطية خطر الصرف:**

قصد تشجيع الصادرات تعمل بعض الوكالات الحكومية في كثير من البلدان على تقديم ضمانات لتغطية مخاطر تقلبات سعر الصرف مقابل قيام المصدر بتسديد عمولة بسيطة للوكالة كي تتحمل الخسائر التي تجم عن التأخير عن الدفع أو تقلب سعر الصرف في غير صالح المصدر، كما يمكن للمصدر في حال حصوله على هذا الضمان الحصول على قروض ميسرة من البنوك.

**وـ. تغطية خطر الصرف عن طريق شركات التأمين على التجارة الخارجية:**

تقدم بعض شركات التأمين المتخصصة خدمات التأمين على العمليات المتعلقة بالتجارة الخارجية مما يوفر لمستعملتها حماية لا تقل أهمية عن سابقاتها من العمليات إذ تعمل الفكرة الأساسية على ضمان سعر الصرف الآجل ويتم اللجوء لهذه الشركات في حال عدم تمكن المؤسسة من استخدام الطرق الأخرى بسبب وجود رقابة صارمة على الصرف أو محدودية أو استحالة التغطية لبعض العملات.

**2-2. التقنيات الحديثة لإدارة خطر الصرف:**

وتتمثل هذه التغطية بالعقود المشتقة التي تتمثل في عقد مالي يكسب أو يخسر قيمة مع حركة سعر الصرف وهي لا تتضمن الملكية المباشرة للرصيد أو المطلوبات الموجودة لذلك فهي تظهر على كشف الميزانية على نحو نموذجي، ولكنها مع ذلك تخلق الفرصة لمكافحة خسائر مضاربة وهي:

**أـ. تغطية خطر الصرف بعقود الخيارات المالية:**

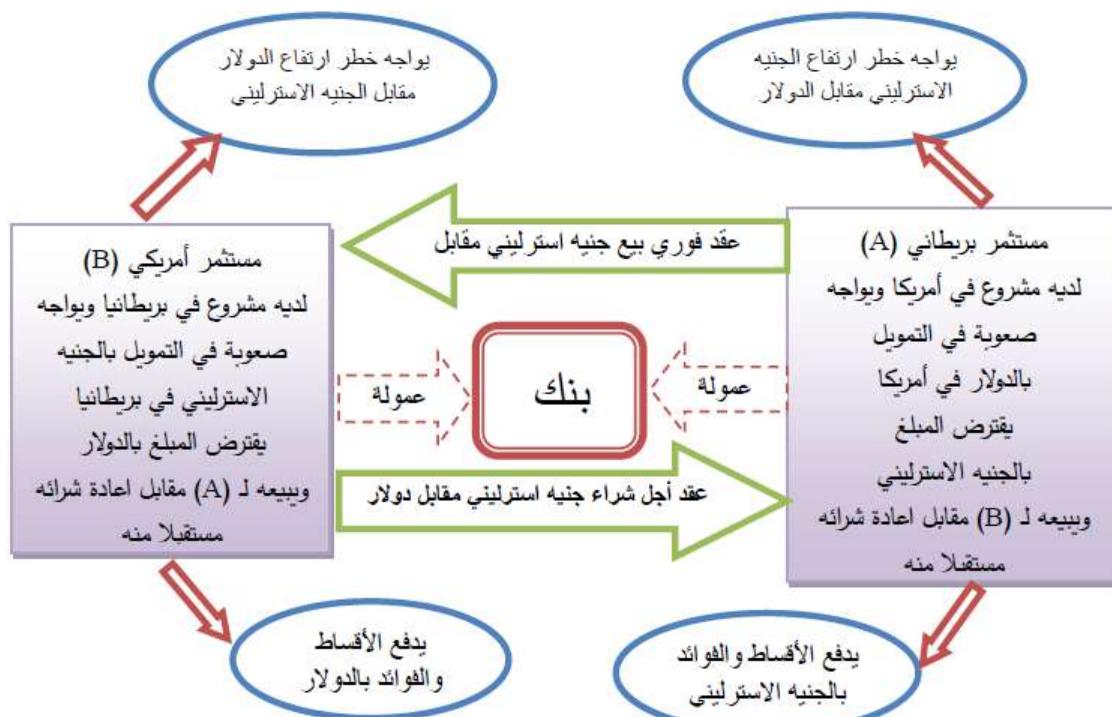
يعرف عقد الخيار على أنه اتفاق بين طرفين بائع ومشتري يخول لحامله شراء أو بيع أصل معين وبتاريخ مستقبلي محدد مقابل دفعه لدفعه يسمى ثمن الخيار، يحتوى عقد الخيار على سعر التنفيذ أو الممارسة و تاريخ مستقبلي يسمى تاريخ نهاية صلاحية العقد .

**بـ. تغطية خطر الصرف بعقود المبادلة (القروض المقاطعة بالعملة):**

هي مبادرات تقوم على أصول افتراضية يوافق فيها الطرفان على تبادل عملتين عند سعر الصرف السائد الحالي Spot مقابل سعر الصرف الآجل Foward أي في وقت لاحق يحدد مسبقاً، حيث يقبل أحد الطرفين بالأسعار الثابتة يكسب من استقرار هذه الأسعار وفي المقابل يوافق الطرف الآخر على تغيير الأسعار المعنية.

و تلخص هذه التقنية في قرضين متبادلین بنفس المبلغ وبعملتین مختلفتين ما يعني الدفع الفعلى للبالغ المتفق بشأنها واسترجاعها في تاريخ الإستحقاق وعملية الـ SWAP الخاص بالعملة يمكن أن يكون محل تعاقد بين مؤسستین في نفس الدولة (مصدر ومستورد) لهما نفس الحاجة المتمنظرة لكنهما حالة نادرة وأغلب هذه العمليات تتم في البنك وربائنه.

**الشكل (06) : آلية التعامل وفق عقود المبادلة**



**ج. تغطية خطر الصرف بالعقود المستقبلية :**  
المصدر: بوصبيع صالح رحيمه، " محاضرات في مقاييس: سياسات وإدارة مخاطر الصرف"، جامعة الشهيد حمزة لخضر - الوادي، 2019-2020، ص 26

هي عقود قانونية ملزمة تعطي لحاملي الحق في شراء أو بيع كمية نمطية من عملة ما بسعر محدد وقت إبرام العقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق، وأسعارها تختلف عن السعر

العاجل والأجل وأكثر قرباً للسعر الأجل، وفكرة التغطية تكون بمحاولة الوصول إلى وضعية صرف مستقبلية في العقد مناقضة لوضعية الصرف في السوق.

### الشكل (07): مخطط لأآلية التعامل وفقاً للعقود المستقبلية



المصدر: بوصبيع صالح رحيمة، مرجع سابق، ص 27

وبقصد التعرف على آلية استخدام العقود المستقبلية لغرض التحوط من تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية، سنقدم المثال التالي نموذجاً لها:<sup>1</sup>

في 1/1/2000 تعاقدت شركة أمريكية متخصصة في بيع السيارات مع شركة مرسيدس الألمانية على استيراد صفة من السيارات قدرت قيمتها بمبلغ 50 مليون مارك ألماني على أن تسدد قيمة الصفة في 30/6/2000. وبقصد التحوط من مخاطر ارتفاع سعر المارك مقابل الدولار حال استحقاق تسديد ثمن الصفة، أبرمت الشركة الأمريكية في التاريخ نفسه في سوق العقود المستقبلية، وبواسطة أحد بيوت الوساطة، عقود مستقبلية لشراء المارك بقيمة اسمية قدرها 12.5 مليون مارك لكل عقد تساوي في مجملها قيمة الصفة المتعاقد عليها أي 50 مليون مارك. والآن، لنرى دور العقود المستقبلية باعتبارها أداة للتحوط من خلال الافتراضات التالية:

<sup>1</sup>-كنجو عبد كنجو، مروان شمومط، "أسس الاستثمار"، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2008، ص 196، 197، 198

1. سعر المارك الفوري مقابل الدولار بتاريخ الصفقة 2000/1/1 : 0.660 دولار/مارك.

2. سعر التسوية المتتفق عليه في العقد 0.664 دولار / لكل مارك.

3. سعر المارك مقابل الدولار بتاريخ استحقاق السداد 2000/6/30: 0.710 دولار / مارك.

ولتكن الحل كالتالي:

1-القيمة الإجمالية للصفقة بالدولار بتاريخ 2000/1/1

$$50 \text{ مليون} \times 0.660 = 33 \text{ مليون دولار.}$$

2-تكلفة العقود المستقبلية المشترأة بالدولار حسب سعر التسوية:

$$0.664 \times 12.5 \times 4 = 33.2 \text{ مليون دولار.}$$

3-القيمة الإجمالية للصفقة بسعر صرف المارك الفعلي في 2000/6/30

$$4 \times 12.5 \times 0.710 = 35.5 \text{ مليون دولار.}$$

في هذه الحالة، ومع مراعاة إهمال أثر العمولة التي ستدفعها الشركة الأمريكية لل وسيط،

فإن دراسة الأرقام المشار إليها أعلاه تظهر ما يلي:

1-أن الشركة فضلت بشراء العقود المستقبلية أن تدفع 200 ألف دولار (33 - 33.2) مقابل تأمين نفسها من مخاطر ارتفاع كانت تتوقعه في سعر المارك مقابل الدولار يحدث بتاريخ استحقاق تسديد ثمن الصفقة وهو 2000/6/30.

2-وبسبب صحة توقعات الشركة التي تأكّدت بالارتفاع الفعلي لسعر المارك ليصل إلى 0.710 دولار / لكل مارك فإنها قد حمت نفسها بفضل ذلك العقد المستقبلي من مخاطر كانت ستتحملها قدرها:  $35.5 - 33 = 2.5$  مليون. أو بمعنى آخر، فإن تضحيتها بمبلغ 200 ألف دولار قد حماها من خسائر كانت ستتحملها لو لم تقم بالتحوط تعادل 2.5 مليون دولار.

أي أن الشركة - بلجؤها إلى التحوط - تكون قد حققت وفراً صافياً في نفقاتها عم كانت ستتحمله لو لم تتحوط قدره:  $2.5 \text{ مليون} - 200000 = 2.3$  مليون دولار.

لكن السؤال الذي يطرح في هذا السياق هو:

ماذا لو لم تتحقق توقعات الشركة المذكورة بشأن تقلب سعر صرف المارك مقابل الدولار، فانخفض في 2000/6/30 إلى 0.580 دولار / مارك بدلاً من الارتفاع كما توقعت؟.

في هذه الحالة، ستكون الخسارة التي تتحملها محصورة أيضاً بالفرق بين قيمة العقد المستقبلي وهو 33.2 مليون دولار، وقيمة الصفقة بسعر الصرف الفوري للدولار بتاريخ حدوث الصفقة وهو 33 مليون دولار أي 200 ألف دولار.

وربما نتساءل، ألا يكون لجوء الشركة إلى التحوط قد ألحق ضرراً بها نظراً لأنه كان بإمكانها أن تحصل في 30/6/2000 على ثمن الصفقة الإجمالي وقدره (50) مليون مارك بشراء المبلغ من السوق الفوري للعملات عن طريق دفع 29 مليون دولار فقط؟

$$50 \text{ مليون} \times 0.580 = 29 \text{ مليون دولار.}$$

وبذلك تكون قد وفرت على نفسها تكاليف العقد بالإضافة إلى الوفورات المحققة من فروق سعر صرف المارك بين تاريخ حدوث الصفقة وتاريخ تسديدها.

لكن الإجابة عن ذلك التساؤل بسيطة جداً وهي:

إن الغرض الرئيسي للتحوط باستخدام العقود المستقبلية انحصر في هذه الحالة في كون الشركة الأمريكية استفادة منه في أن تحدد مسبقاً قيمة الخسارة التي كانت على استعداد لتحملها لتفادي خسائر كبيرة كانت تتوقع حدوثها. وقد فضلت إتباع هذا السبيل بسبب حالة عدم التأكيد المحيطة بالمستقبل، ولو أنها كانت على يقين بأن سعر صرف المارك مقابل الدولار سينخفض بتاريخ تسديد الصفقة لما لجأت بالتأكيد إلى شراء العقد.

## المحاضرة (07) أسواق العملات الدولية

### I- مفهوم أسواق العملات الدولية :

#### 1-تعريف أسواق العملات الدولية :

إن أسواق العملات الدولية يقصد بها القروض المقومة بعملات دولية رئيسية مختلفة يأتي الدولار في مقدمتها التي تمنحها الحكومات أو المؤسسات الخاصة من مختلف الجنسيات والتي لا تخضع لرقابة السلطات النقدية أو المالية لأي من الدول، فهي بهذا تمثل تماما وضع المنطقة الحرة، التي تقع دائرة عملها خارج الحدود الإقليمية للدولة صاحبة العملة المتداولة.

وتتركز أنشطة هذه الأسواق الفعلية في أهم المراكز المالية التالية: لندن، ليكسومبورغ، فرانكفورت، باريس، بروكسل، أمستردام، كذلك في كل من نيويورك، تورنتو، جزر الكاريبي، بنما، طوكيو، سنغافورة، البحرين.

لقد استمدت هذا السوق تسميتها بهذا المصطلح عندما بدأت البنوك الأوروبية تفتح لعملائها حسابات ودائع لأجل بالدولار وتلتزم برد هذه الودائع عندما يحين أجلها للسداد بالدولار. ولم يقتصر دور البنوك الأوروبية على قبول الودائع بالدولار فقط بل ذهب إلى أبعد من ذلك بقبول ودائع بعملات أجنبية رئيسية كالمارك الألماني والفرنك السويسري.

ولذلك اقترح لتسميتها بـ "Eurodevises" وهي عبارة عن ودائع بنكية بعملات تختلف عن عملة البلد الذي يوجد فيه البنك وهناك شرطان أساسيان لأن تكون الوديعة أوروبية (دولية) وهم:<sup>1</sup>

- الشرط الأول: المؤسسة التي تقبل الوديعة يجب عليها أن تكون بنكا تجاريا والمودع يمكن أن يكون بنكا آخر أو أي شخص أو مؤسسة أخرى غير بنكية.
- الشرط الثاني: أن يكون البنك في مكان خارج البلد الذي تحمل الوديعة عملته وتسماى البنك التي تقبل وتقرض عملات أوروبية بالبنوك الأوروبية.

ومن هنا أصبحت سوق العملات الأوروبية تعني في الوقت الحاضر مجموعة أو شبكة كاملة من العمليات النقدية والمالية ذات الطابع الدولي، كذلك فإن الأطراف المتعاملة في هذه السوق لم تعد

<sup>1</sup> - صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 140

هي البنوك التجارية وحدها بل شملت البنوك المركزية، والمؤسسات المالية الدولية، والمشروعات دولية النشاط والسلطات والهيئات العامة في مختلف الدول.

**2- اليورو عملات "Eurodevises"** : يشكل اليورو - دولار الجزء الأهم من عملات اليورو، أما اليورو عملات الأخرى تختلف فيما بينها من حيث أهميتها:<sup>1</sup>

**1-2 اليورو- دولار:** (الأورو دولار): المبالغ باليورو الدولار هي ودائع مصرافية محررة بالدولار ومودعة لدى مصرف يوجد خارج الولايات المتحدة الأمريكية ويمكن تعريف هذه المبالغ على أنها التزامات بنك-اليورو بالدولار، واليورو دولار هو موضوع سلف وقروض في سوق يتتألف وسطاؤه من البنوك الموجودة خارج الولايات المتحدة الأمريكية أما البنوك التي تشارك في سوق اليورو دولار فتعرف بمصارف اليورو: (Euro Banques) ويقصد بذلك المصارف التجارية الأوروبية الكبرى وفروع البنوك الأمريكية التي تخصص جزءاً من نشاطها لعقد سلف أو قروض اليورو دولار.

وتميز المبالغ باليورو دولار **بالخصائص التالية:**

- المبالغ باليورو دولار هي أصول بالنقد الكتابي، ولا تأخذ أبداً شكل الأوراق النقدية؛
- المبالغ باليورو دولار تدار خارج الولايات المتحدة الأمريكية، ولا يعتبر الدولار ك"يورو دولار" إلا إذا ظهر في ميزانية البنك غير الموجودة في الولايات المتحدة الأمريكية، هذا ويفقد اليورو دولار طبيعته (أي لا يصبح معتبراً اليورو-دولار) إذا استخدام في مدفوعات (تسديقات) داخل الولايات المتحدة الأمريكية؛
- سوق اليورو دولار هي سوق العمليات الضخمة، وتتجاوز مبالغ العمليات عادة المليون دولار كما أن أحد طرفي هذه العمليات هو غالباً ما يكون دولة أو مشروعات كبيرة والتي تبدو مخاطر إقراضها متدنية؛
- سوق اليورو-دولار هي سوق دولية وتتحدد معدلات الفائدة اعتماداً على طلب وعرض اليورو دولار وبمعزل عن معدلات الفائدة المحلية.

<sup>1</sup> - صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 143

**2-2 اليورو وعملات الأخرى:**

هي مجموع الأصول النقدية التي تدار خارج منطقة تداولها القانوني تسمى يورو وعملات، ولذلك فالتسمية حسب اليورو دولار، فإن الأصول بالعملات القابلة للتحويل والموضوعة بتصريف المؤسسات المالية الموجودة خارج منطقة التداول القانوني لهذه العملات، تعرف باليورومارك، يوروفرنك سويسري، يورو-جنيه استرليني، يوروفرنك فرنسي ... إلخ، ومجموع الأصول النقدية التي تدار خارج منطقة تداولها القانوني تسمى بيورو وعملات، وتمثل المبالغ باليورو دولار أكثر من (3/4) ثلاثة أرباع المبالغ الإجمالية باليورو عملات، والمصطلح (يورو) (Euro) يعني أن هذه العملات كانت تدار في أوروبا، لكن الودائع بالدولار أو الجنيه في طوكيو مثلاً تعتبر أيضاً يورو وعملات رغم وجود خارج أوروبا.

**3- عوامل تطور أسواق العملات الدولية :****3-1 التحويل الحر للعملات:**

بحول معظم دول أوروبا من نظم الرقابة على الصرف إلى نظام التحويل الحر للعملات في أواخر سنة 1958 أصبح في الامكان إجراء عمليات تبادل الصرف الأجنبي في الأسواق النقدية المختلفة بدون قيود.

**3-2 عجز ميزان المدفوعات الأمريكي:**

لقد ساهم العجز الكبير لميزان المدفوعات الأمريكي خلال فترة السبعينيات في نمو السوق بدرجة كبيرة نتيجة توافر الدولار في أوروبا بعد أن أصبح في الامكان إيداعه لدى البنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية مقابل الحصول على فائدة.

**3-3 الحرب الباردة :**

توترت العلاقات بين دول الكتلة الاشتراكية وبين الولايات المتحدة في منتصف الخمسينيات عمدت هذه الدول إلى تحويل أرصادتها الدولارية المودعة في البنوك الأمريكية خشية تجميدها إلى البنوك الأوروبية وخاصة البنك اللندن، واحتفظت بها في صورتها الدولارية.

**3-4 تعليمات Régulation Q:**

سعت البنوك وعملاؤها إلى تجنب القيود التي تضعها السلطات النقدية الوطنية والتي ترفع من تكلفة الائتمان أو تضع حداً لفوائد على الودائع، ولهذا لجأت إلى سوق الدولار الأوروبي ومن

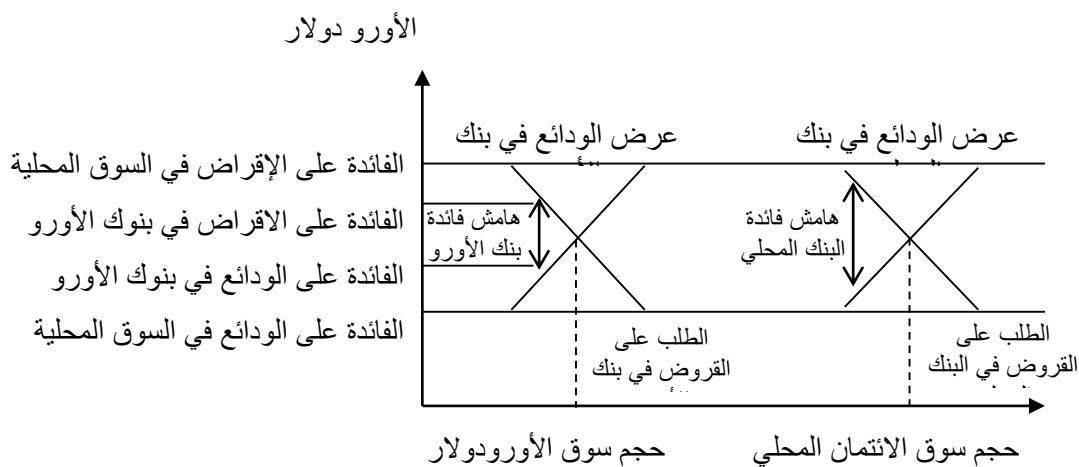
أهم القيود المفروضة هي تلك التي وضعها بنك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي (البنك المركزي الأمريكي) والتي تسمى تعليمة Q والتي تحدد الحد الأعلى لسعر الفائدة المدفوعة على الودائع لأجل بالدولار وكان سعر الفائدة متدنياً، وكانت سوق الأورو دولار تدفع سعر فائدة أعلى للودائع بما في ذلك الفوائد على الحسابات الجارية (الشكل 08)، وبإمكان هذه السوق أن تفرض بسعر فائدة أقل من ذلك الذي تتراكمه البنوك الأمريكية، وفي نفس الوقت تتحقق عائداً مقبولاً، وفي إمكان البنوك اليورو عملات أن تمارس نشاطها بهوامش ربح أفضل من تلك التي تعمل بها البنوك المحلية للأسباب التالية:

- عدم الالتزام بإيداع نسبة من الودائع لديها كاحتياطي قانوني لدى البنك المركزي مثل سائر البنوك التجارية المحلية؛
- عدم تحمل بنوك الأورو عملات مصاريف التأمين على الودائع؛
- عدم وجود ضرائب تفرض على بنوك الأورو عملات؛
- غياب القيود المفروضة على السلطات النقدية بعدم تجاوز حد أعلى لسعر الفائدة على الودائع؛
- غياب القيود التي يصدرها اتحاد البنوك في الدولة للبنوك للالتزام بالحدود القصوى للعمولات التي تتراكمها البنوك من عملائها؛
- عدم وجود التزام على بنوك الأورو عملات بتخصيص جانب من محفظته الإنتمانية للقروض التفضيلية ومنها القروض المقدمة للفلاحين التي تتميز بسعر فائدة منخفض ويوضح الشكل التالي الفرق بين أسعار الفائدة في الأسواق المحلية وسوق الأورو دولار.

### 3-5 الفوائض المالية للبلدان المصدرة للنفط:

نتج عن مضاعفة سعر البترول عقب حرب أكتوبر 1973 فوائض مالية كبيرة والتي حصلت عليها الدول الأعضاء في منظمة الدول المصدرة للبترول وقد عرفت هذه الفوائض بالبترودollar أو الدولارات البترولية (Petro-Dollars)، فcameت بإيداعها في البنوك الأوروبية خاصة وكان يطلق على أساليب استثمار هذه الودائع تعبير تدوير الدخول النفطية.

الشكل (08): الفرق بين أسعار الفائدة في الأسواق المحلية وسوق الأورو دولار



المصدر: صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 142

## II- مزايا - مخاطر- آثار أسواق العملات الدولية

### 1- مزايا أسواق العملات الدولية :

تتميز أسواق العملات الدولية بعدة مزايا نذكر منها ما يلي:<sup>1</sup>

- لقد لعب سوق الأورو دولار دوراً رئيسياً في زيادة العرض من الأموال بالعملات الأجنبية مما يسهل عمليات التمويل فيه وخفض تكلفتها؛
- ترتب على هذا الدور الذي يؤديه سوق الأورو دولار تضييق الفجوة بين أسعار الفائدة على القروض الدولية؛
- بسبب حرية تنقل الأموال في هذه السوق من دولة إلى أخرى فقد انعكس ذلك على التدفق النقدي الداخل والخارج على أسعار العملات المحلية المقومة بالعملات الأجنبية، فصارت أسعار الصرف لهذه العملات تتذبذب صعوداً أو هبوطاً حسب زيادة أو نقصان عرض العملات الأجنبية في سوق الأورو دولار؛
- إن عمليات الإقراض والاقتراض جميعها معفاة من الضرائب والقيود على التحويل الخارجي، ذلك لأن الأسواق غير خاضعة لرقابة السلطات النقدية أو المالية لأي من الدول ولهذا تكتسب جاذبية كبيرة؛

<sup>1</sup> - صالح مفتاح، مرجع سابق، ص 154

- أسعار الفائدة في هذه الأسواق معومة وتتحدد دوريًا كل ثلاثة أو ستة أشهر وهي ذات صلة وثيقة بأسعار الفائدة المعمول بها في لندن (ليبور) يضاف إليها هامشاً يتراوح معدله من 0.5 % إلى 2.5 % وذلك حسب المركز المالي والثقة الائتمانية للمقترض، وهذه الآلية في أسعار الفائدة هي التي مكنت المصارف الدولية من منح قروض متوسطة الأجل، يتم تمويلها عن طريق ودائع قصيرة الأجل متوفرة لديها، حيث ترتبط تكلفة الاقتراض بهذه الودائع بالفائدة التي تتقاضاها على قروضها للمستثمرين، ونظرًا للفرق بين أسعار الفائدة في أسواق العملات الدولية وبين أسعار الفائدة لدى المصارف المحلية في دولة ما، أصبح من الأفضل الاقتراض من هذه الأسواق؛
- إن فروق أسعار صرف العملات الدولية موضوع التعامل وفروقات الفوائد على تلك العملات، وكذلك الفروقات في أسعار بيع العملات في السوق الآجلة والسوق الآتية إضافة إلى رسوم عمليات التمويل المصرفي تعتبر من أهم مصادر الربحية في هذه الأسواق؛
- وجود التنافس الحر في هذه الأسواق يوفر للمدين شروطًا أفضل بحيث يمكنه اختيار الأفضل والأنسب، إضافة إلى معرفة خفايا الأمور والتقييمات التمويلية اللازمة لتسهيل وتشجيع عملية انتقال رؤوس الأموال إلى الأسواق المحلية، وبالتالي تحقيق التوازن في السيولة النقدية بصورة أسرع.
- دمج الأسواق المحلية بالأسواق الدولية؛
- إن فترة القرض في أسواق العملات تتراوح بين الأجال القصيرة والمتوسطة والطويلة.

## 2- مخاطر أسواق العملات الدولية :

يمكن أن نلخص أهم مخاطر أسواق العملات الدولية في النقاط التالية:

تركزت ردود الفعل وانتقادات بعض الدول المعارضة لعمل هذه الأسواق على سلوكيات بعض المصارف المركزية الأوروبية، بسبب تصعيدها لظاهرة التضخم في هذه الأسواق، وذلك بإيداعها جزءاً من احتياطاتها في سوق العملات بشكل مباشر أو بشكل غير مباشر، عن طريق بنك التسويات الدولية، مما ساعد كثيراً على توسيع القاعدة الائتمانية لهذه الأسواق، وذلك أن عمليات إعادة الإقراض لهذه الاحتياطيات قد ولد مضاعف (مكاثر الودائع). حيث:

$$\text{مضاعف الودائع} = \frac{\text{الوديعة الأصلية}}{\text{نسبة الاحتياطي القانوني}}$$

- إن وجود تجمعات مصرية كبيرة لاستقطاب رؤوس الأموال غير الخاضعة لسيطرة أي من السلطات النقدية، قد ساعد على سرعة تحريك هذه الأموال من مكان آخر ومن عملة لأخرى، مما أوجد اختلالاً في أسعار الفائدة وأسعار صرف ؟
- مخاطر هذه الأسواق قد تظهر بسبب التقديرات والسياسات الخاطئة والمتبعة من قبل بعض الدول وخاصة النامية منها، بحيث أنها توافق على شروط اقتراض ليس بمقدورها الوفاء بها وتتفيدوها حسب العقد، مما يزيد من تكبيلها في المستقبل بصورة أكبر ؛
- إن سرعة وحرية انتقال رؤوس الأموال تجعل السلطات النقدية المحلية غير قادرة على السيطرة عليها مما يؤدي إلى آثار سلبية وخيمة على الاقتصاد الوطني ؛

### 3- آثار أسواق العملات الدولية:

- يمكن إيجاز آثار أسواق العملات الدولية على النظام النقدي الدولي فيما يلي:
- عملت هذه الأسواق على تقوية مركز الدولار الأمريكي بين العملات الدولية، وذلك عن طريق التوسيع في استخدام هذه العملة كعملة رئيسية في التمويل والتجارة الدوليين ؛
  - تعتبر هذه الأسواق همزة وصل بين الأسواق النقدية المحلية في الدول النامية والأسواق النقدية في الدول المتقدمة، مما أضفى مزيداً من المرونة في النظام النقدي الدولي، عن طريق تحركات واسعة لرؤوس الأموال من سوق لآخر للاحقة فروق أسعار صرف العملات وفروقات أسعار الفائدة في الأسواق المختلفة بهدف الانقاص منها؛
  - ساعدت هذه الأسواق على تمويل وتغطية العجز في موازين مدفوعات بعض الدول التي تعاني من العجز عن طريق الاقتراض من المصارف الدولية العاملة في هذه السوق، كما فعلت وتفعل أغلب الدول النامية، مما ساعد على تضخيم مديونيتها الخارجية، كما ساعدت هذه الأسواق بعض الدول ذات الفائض في ميزان مدفوعاتها على التقليل من آثار الفائض في ميزان المدفوعات على اقتصادياتها المحلية عن طريق تشجيع مواطنها على إيداع واستثمار مدخراهم في أسواق العملات الدولية للاستفادة من مزاياها كما حدث فعلاً في ألمانيا أوائل السبعينيات؛
  - عملت هذه الأسواق على تجميع وتعبئة رؤوس الأموال، مما أدى إلى تخفيض أو توحيد معدلات أسعار الفائدة على العملات المختلفة وزيادة قوى المنافسة ورفعت من كفاءة القطاع المصرفي.

## المحاضرة (08) المؤسسات المالية الدولية

تعد اتفاقية بريتون وودز 1944 بمثابة إعلان للنظام النقدي العالمي الجديد الذي يقوم على تحقيق توازن اقتصادي بين دول العالم دون الحاجة إلى فرض قيود على التجارة الدولية، وإنشاء مؤسسات مالية دولية صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير.

### I- صندوق النقد الدولي: (IMF)

#### 1-تعريف صندوق النقد الدولي

صندوق النقد الدولي هو المؤسسة المركزية في النظام النقدي الدولي، وهو وكالة متخصصة من منظومة بريتون وودز تابعة للأمم المتحدة، أنشئ بموجب معاهدة دولية في عام 1944 للعمل على تعزيز سلامة الاقتصاد العالمي. ويقع مقر الصندوق في واشنطن العاصمة، ويدبره أعضاؤه الذين يشملون جميع بلدان العالم تقريباً بعدهم البالغ 190 بلداً.<sup>1</sup>

#### 2- النشأة والرسالة:

تبوررت فكرة إنشاء صندوق النقد الدولي أثناء مؤتمر عقده الأمم المتحدة في جوبلية 1944 في بريتون وودز بولاية نيويورك الأمريكية. وكانت البلدان الأربع والأربعين الحاضرة في المؤتمر تسعى إلى وضع إطار للتعاون الاقتصادي الدولي وتجنب تكرار التخفيضات التناهية لأسعار العملات التي ساهمت في حدوث الكساد الكبير في ثلاثينيات القرن الماضي. وتتمثل رسالة الصندوق الأساسية في ضمان استقرار النظام النقدي الدولي - أي نظام أسعار الصرف والمدفوعات الدولية الذي يمكن البلدان ومواطنيها من إجراء المعاملات فيما بينها.<sup>2</sup>

#### 3-أعضاء الصندوق:

هي الدول التي قدمت طلب العضوية وتم قبوله ولكن العضوية في الصندوق تنقسم إلى أعضاء أصليين وأعضاء آخرين:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> <https://www.imf.org/en/About>

<sup>2</sup> صندوق النقد الدولي، "المحة عن صندوق النقد الدولي" ، تم الاطلاع (23/11/2020) على الرابط: <https://www.imf.org/ar/About/Factsheets/IMF-at-a-Glance>

<sup>3</sup> - صندوق النقد الدولي، "اتفاقية تأسيس صندوق النقد الدولي" ، الطبعة العربية، واشنطن، 2011، ص 02 تم الاطلاع (23/11/2020) على الرابط: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/ara/index.pdf>

- الأعضاء الأصليين: هي تلك الدول التي شاركت ومثلت مؤتمر الأمم المتحدة المالي والنقدى والتي قبلت حكومتها العضوية قبل 31-12-1945؛
- الأعضاء الآخرين: عضوية الصندوق متاحة لسائر البلدان وفق التوقيت والشروط التي يقررها مجلس المحافظين، ومنها الشروط المتعلقة بالاشتراكات، وتستند هذه الشروط إلى مبادئ متوافقة مع المبادئ المطبقة على البلدان الأخرى الأعضاء بالفعل في الصندوق.
- ويكون مقر الصندوق في أرض البلد العضو صاحب الحصة الكبرى ويجوز إنشاء وكالات أو مكاتب فرعية على أراضي البلدان الأعضاء الأخرى.

#### 4-أهداف صندوق النقد الدولي:

وفقاً للمادة الأولى من إتفاقية تأسيس الصندوق تتمثل أهدافه في:<sup>1</sup>

- تشجيع التعاون الدولي في الميدان النقدي بواسطة هيئة دائمة تهتم بسبل التشاور و التأزر فيما يتعلق بالمشكلات النقدية الدولية؛
- تحقيق استقرار أسعار الصرف والعمل على تجنب اتجاه الدول إلى إجراء تخفيضات متبادلة في أسعار صرف العملات؛
- تسهيل عملية التوسيع والتوازن في نمو التجارة الدولية والمساهمة بالتبعية والتشجيع والحفاظ على مستويات عالية من التوظيف والدخول الحقيقة؛
- تنمية وتطوير المواد الإنتاجية لكل الدول الأعضاء كهدف أولي للسياسة الاقتصادية؛
- المساعدة على إقامة نظام مدفوعات متعددة الأطراف فيما يتعلق بالمعاملات الجارية بين البلدان الأعضاء وإلغاء القيود المفروضة على عمليات الصرف والمعرقلة لنمو التجارة العالمية؛
- تدعيم الثقة لدى البلدان الأعضاء من خلال استخدام موارده العامة مؤقتاً بضمانات كافية، كي تتمكن من إزالة أسباب العجز في ميزان المدفوعات دون اللجوء إلى إجراءات مضرة بالرخاء الوطني أو الدولي؛
- ويمارس الصندوق تحقيقاً لأهدافه وظيفتين أساسيتين تتحمّل عليه اتفاقية بريتون وودز القيام بهما معاً:

<sup>1</sup> - صندوق النقد الدولي، "إتفاقية تأسيس صندوق النقد الدولي"، مرجع سابق، ص 03

- الأولى تمويلية: و يحتفظ الصندوق لهذه الغاية بمجموعة كبيرة من العملات يستعين بها لمد الدول الأعضاء بالمزيد من وسائل الدفع الدولية، على شاكلة قروض أو تسهيلات ائتمانية، مع التزام الدول التي تحتاج إلى مساعدة بصورة دورية؛
- الثانية تنظيمية رقابية: و يقوم الصندوق بمراقبة سلوك الدول الأعضاء بما يكفل تحقيق ثبات و استقرار أسعار الصرف و تشجيع التبادل.

#### 5-الموارد المالية للصندوق:

يستمد منه الصندوق موارده من حصص عضوية البلدان الأعضاء. و تمثل حصة البلد العضو في الأساس انعكاساً للحجم الاقتصادي النسبي للبلد العضو و مركزه في الاقتصاد العالمي. و يجري الصندوق مراجعة عامة دورية للحصص، كانت آخرها المراجعة الرابعة عشرة في 2010 التي قررت زيادات في الحصص دخلت حيز التنفيذ في 2016. وبمقتضى المراجعة تضاعفت موارد الصندوق المستمدّة من الحصص إلى 477 مليار وحدة حقوق سحب خاصة (حوالى 692 مليار دولار أمريكي). وبالإضافة إلى ذلك، تتيح الترتيبات الائتمانية\* بين الصندوق ومجموعة من الأعضاء والمؤسسات موارد تكميلية تصل إلى حوالى 182 مليار وحدة حقوق سحب خاصة (264 مليار دولار أمريكي) و تمثل أهم مصدر تمويلي مساند لحصص العضوية. و كخط دفاع ثالث، تعهدت البلدان الأعضاء بتقديم موارد من خلال اتفاقيات اقتراض ثنائية بمجموع 316 مليار وحدة حقوق سحب خاصة تقريرياً (460 مليار دولار أمريكي).<sup>1</sup>

#### 6-دور صندوق النقد الدولي :

للصندوق عدة أدوار ذكر منها:<sup>2</sup>

- مراقبة التطورات و السياسات الاقتصادية و المالية في البلدان الأعضاء على المستوى العالمي بتقديم المشورة لهم استناد إلى الخبرة التي اكتسبها منذ أكثر من 50 عاماً من أمثلة ذلك حتى المجلس التنفيذي الحكومة اليابانية في إطار مراجعته السنوية لأداء اقتصادها لعام 2000 على تشجيع النمو من خلال (انخفاض أسعار الفائدة) تشجيع إعادة الهيكلة في الشركات و البنوك؛

<sup>1</sup> - صندوق النقد الدولي، "لمحة عن صندوق النقد الدولي"، مرجع سابق

<sup>2</sup> - صندوق النقد الدولي، "ما هو صندوق النقد الدولي؟"، تم الاطلاع (2020/11/23) على الرابط: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/what/ara/whata.htm>

- إقراض البلدان الأعضاء التي تمر بمشكلات في موازين مدفوعاتها ليس فقط لإمدادها بالتمويل المؤقت بل لدعم سياسات التصحيح والإصلاح الرامية إلى حل مشكلاتها الأساسية مثل : الأزمة المالية الآسيوية في الفترة 1997-1998 حيث ساعد كوريا بتعهد تقديم 21 مليون دولار أمريكي لمعاونتها في تحسين اقتصاد و التعافي من الكساد؛
- تقديم المساعدة الفنية و التدريب في مجالات خبرة الصندوق إلى حكومات البلدان الأعضاء وبنوكها المركزية ومن أمثلة ذلك: مساعدته دول البلطيق و روسيا و غيرها في إنشاء نظام خزانة لبنوكها المركزية و هذا عند انهيار الإتحاد السوفيتي؛
- تدعيم استقرار أسعار الصرف و منع لجوء الدول إلى التنافس على تخفيض قيم عملاتها؛
- إقامة نظام للمدفوعات متعددة الأطراف و التخلص من قيود الصرف التي تحول دون نمو و تنشيط التجارة الدولية؛
- توفير السيولة الدولية لتسوية المدفوعات خلال زيادة الاحتياطات و قد استخدم في ذلك ما يسمى بحقوق السحب الخاصة

#### **7-تقديم المشورة بشأن السياسات والإشراف العالمي**

يمارس الصندوق دوره الإشرافي بطرق ثلاثة<sup>1</sup>:

- الرقابة القطرية: وهي تتخذ شكل مشاورات شاملة منتظمة مع فرادي البلدان الأعضاء حول سياساتها الاقتصادية، ويطلق عليها اسم "مشاورات المادة الرابعة"، لأنها تستند إلى التقويض الوارد في المادة الرابعة من ميثاق الصندوق. وهنا يقوم فريق من خبراء الصندوق بزيارة البلد المعنى لجمع البيانات الاقتصادية والمالية وعقد مناقشات مع المسؤولين في الحكومة والبنك المركزي حول السياسات الاقتصادية للبلد المعنى. ويقوم الفريق باستعراض سياسات البلد الاقتصادية الكلية (الخاصة بالمالية العامة والشؤون النقدية وأسعار الصرف)، وتقييم مدى سلامة النظام المالي، وتفحص قضايا السياسات الصناعية والاجتماعية وتلك الخاصة بالعمالة وسلامة الحكم والإدارة والبيئة وغيرها. ويقدم بعد ذلك تقريراً إلى المجلس التنفيذي، ونقاش ينشر في شكل ملخص يصدره رئيس

<sup>1</sup> - المرجع نفسه.

المجلس. وبهذه الطريقة تكتسب آراء المجتمع الدولي والدروس المستخلصة من التجربة الدولية وزناً مؤثراً على سياسات البلد المعنى؛

- **الرقابة العالمية:** وهي تستتبع قيام المجلس التنفيذي للصندوق باستعراض الاتجاهات والتطورات الاقتصادية العالمية. وتستند أهم الاستعراضات من هذا النوع إلى تقارير "آفاق الاقتصاد العالمي" التي يعدها خبراء الصندوق، وهي تتم في العادة مرتين سنوياً قبل الاجتماعات نصف السنوية للجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية. وتنشر التقارير بالكامل قبل اجتماعات هذه اللجنة؛

- **الرقابة الإقليمية:** وبموجبها يدرس صندوق النقد الدولي السياسات المتبعة طبقاً لاتفاقيات إقليمية. ويشمل ذلك، على سبيل المثال، مناقشات المجلس التنفيذي للتطورات في الاتحاد الأوروبي ومنطقة اليورو والاتحاد الاقتصادي والنقدi لغرب إفريقيا والجماعة الاقتصادية والنقدية لوسط إفريقيا. كذلك تشارك إدارة الصندوق وموظفوه في مناقشات الرقابة المتعلقة بمجموعات مثل مجموعة البلدان الصناعية الرئيسية السبعة ومجلس التعاون الاقتصادي لبلدان آسيا والمحيط الهادئ.(APEC)

#### 8- المساعدات المالية وقروض صندوق النقد الدولي:

يقدم صندوق النقد الدولي للأعضاء مساعدات مالية متعددة ومتباينة حسباً لطبيعة وقيمة الحجز في موازين المدفوعات، ودرجة الالتزام بالسياسات والإجراءات التي تهدف إلى التخفيف من حدة الاضطرابات المالية والاقتصادية. يقوم بمبادلة مبلغ من عملته بمقدار ما يعادلها من عملات باقي الأعضاء الآخرين أو بحقوق السحب الخاصة لديه، و بعد الفترة المحددة المتفق عليها يعيد البلد المبلغ أو حقوق السحب الخاصة و هذه العملية الاقتراضية من شراء و إعادة الشراء، مما زاد في عملية الاقتراض بفائدة ذلك أن الصندوق يفرض رسوماً على عمليات الشراء.

هذا توجد أنواع مختلفة من القروض يقدمها الصندوق، منها:

→ **قروض الاستعداد الانتمائي** لدعم الدولة المعنية أو ما يسمى Stand- By Credit Arrangement، وهو تمويل يعطى للدولة المعنية، وتكون مدتة من سنة إلى سنة ونصف السنة، ويخصص لمعالجة المشكلات القصيرة الأجل لموازين المدفوعات؛

☞ قروض نافذة التمويل الممدد Extended Fund Facility: وهي قروض تعطى للدولة المعنية، وتكون مدة القرض منها من ثلاثة إلى أربع سنوات، وذلك لمعالجة المشكلات البنوية، ويصاحبه عادة وضع برنامج تنموي لمعالجة هذه المشكلات؛

☞ تم في عام 1999م إحداث نافذة تمويلية خاصة «لخفض معدلات الفقر ودفع النمو» المعروفة بـ Poverty Reduction and Growth Facility وحل محل نافذة التصحيحات الهيكلية Enhanced Structural Adjustment Facility :

☞ قروض التسهيل التمويلي التعويضي Contingent credit line: وهو قرض يعطى لأجلٍ قصيرٍ لمعالجة مشكلة قصيرة. كما توجد قروض تقدم للدول في الحالات الطارئة.

أما المعونات الفنية التي يقدمها الصندوق فهي تقديم النصح وكذلك المساعدة المالية في شكل تمويلي ومنحٍ وخبراء وتجهيزات.

## I - البنك الدولي: THE WORLD BANK

**1-تعريف البنك الدولي:**

هو أحد الوكالات المتخصصة في الأمم المتحدة التي تعنى بالتنمية. وقد بدأ نشاطه بالمساعدة في إعمار أوروبا بعد الحرب العالمية الثانية، ويعود الإعمار في أعقاب النزاعات موضع تركيز عام لنشاط البنك نظراً إلى الكوارث الطبيعية والطوارئ الإنسانية، واحتياجات إعادة التأهيل اللاحقة للنزاعات والتي تؤثر على الاقتصاديات النامية والتي في مرحلة تحول، ولكن البنك اليوم زاد من تركيزه على تخفيف حدة الفقر كهدف موسع لجميع أعماله. ويركز جهوده على تحقيق الأهداف الإنمائية للألفية والتي تستهدف تحقيق تخفيف مستدام لحدة الفقر.

وتشير عبارة البنك الدولي إلى البنك الدولي للإنشاء والتعمير والمؤسسة الدولية للتنمية، في حين تضم عبارة مجموعة البنك الدولي خمس مؤسسات وهي:

- البنك الدولي للإنشاء والتعمير؛
- المؤسسة الدولية للتنمية؛
- مؤسسة التمويل الدولية؛
- المركز الدولي لتسوية منازعات الاستثمار؛
- هيئة ضمان الاستثمار متعددة الأطراف.

## 2-النشأة والعضوية:

تم إنشاء البنك الدولي للإنشاء والتعمير (IBRD)، المعروف بالبنك الدولي في مؤتمر بريتون وودز 1944. وبدأ البنك أعماله في جوان 1946.

يبلغ عدد الدول الأعضاء في البنك الدولي حالياً 189 دولة، تصب مصالحها وآراؤها في مجلس المحافظين ومجلس الإدارة ومقره واشنطن. ولكي تصبح أي دولة عضواً في البنك الدولي للإنشاء والتعمير يجب أن تتضمّن أولاً إلى صندوق النقد الدولي ومؤسسة التنمية الدولية ومؤسسة التمويل الدولي وهيئة ضمان الاستثمار المتعدد الأطراف.

وتقديم كل دولة عضو في البنك من اشتراكاتها المحددة في رأس مال البنك ذهباً أو دولارات أميركية ما يعادل 18% من عملتها الخاصة، والباقي يظل في الدولة نفسها، ولكن البنك يستطيع الحصول عليه في أي وقت لمواجهة التزاماته.

## 3-أهداف البنك الدولي.

تتحدد أهداف البنك الدولي في:

- المساعدة في تعمير وتنمية أقاليم الدولة العضو وتحقيق معدلات نمو اقتصادي أعلى؛ تشجيع الاستثمارات الأجنبية الخاصة عن طريق الضمان أو المساهمة في القروض أو الاستثمارات الأخرى التي يجري بها القطاع الخاص وذلك بتقديم التمويل بشروط معقولة للأغراض التجارية؛
- المساعدة في تحقيق النمو المتوازن في الجل الطويل للتجارة الدولية؛
- علاج الأختلالات الهيكلية في ميزان المدفوعات للدول النامية؛
- ترسیخ قواعد السلوك للنظام المالي الدولي في كل ما يتعلق بالتحركات الدولية لرؤوس الأموال سواء في صورة قروض أو استثمارات أجنبية مباشرة أو غير مباشرة، بغرض زيادة مستويات التنمية الاقتصادية ورفع معدلات النمو الاقتصادي؛
- التشجيع على الاستثمار الدولي لتحقيق النمو وفقاً للشروط التجارية في أقاليم الدول الأعضاء وتقديم المساعدة للتحول من اقتصاديات الحرب إلى اقتصاديات السلام والعمل على ربط دول العالم الثالث باقتصاد السوق؛

- تشجيع الاستثمارات الدولية لتنمية الموارد الإنتاجية للدول الأعضاء بهدف الوصول إلى مرحلة النمو المتوازنة للتجارة الدولية في الأجل الطويل والمحافظة على توازن المدفو عات؟
  - إجراء عملية تصنيف المشروعات الاقتصادية الأكثر نفعا من أجل إعطائها الأولوية في الانتفاع من القروض والتسهيلات الاستثمارية؛
- 4-وظائف البنك الدولي.**

تتلخص وظائف البنك الدولي في:

- العمل على تقديم التمويل الدولي طويل الأجل لمشاريع وبرامج التنمية وخاصة للدول النامية؛
- تقديم المساعدات الخاصة للدول النامية، الأكثر فقرا؛
- العمل على زيادة دور القطاع الخاص في الدول النامية بكل الوسائل الممكنة؛
- القيام بتقديم المشورة والمساعدة الفنية للدول الأعضاء لمعاونتها على تحقيق أفضل الحلول لمشاكلها المتعلقة بأهداف البنك واختيار المشروعات ذات الجدوى الاقتصادية؛
- العمل على تقوية البنية الأساسية للتنمية من خلال تمويل المشروعات الكبيرة ومنها سدود المياه مشاريع الري، محطات، توليد الكهرباء، السكك الحديدية والطرق؛
- القيام بتطوير أدوات التحليل الخاصة، بدراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات وإصلاح البنية الاقتصادية التي تعمل فيها تلك المشروعات؛

## المحاضرة (09) الأزمات المالية الدولية

تتضمن الأزمات المالية<sup>\*</sup> عموماً توليفات مختلفة من المشاكل النقدية والمصرفية ومشاكل الديون، وعلى هذا الأساس فقد تعددت مفاهيمها مع تعدد أنواعها وأشكالها.

### I- مفهوم الأزمات المالية

يعرف(James Gerber) الأزمة المالية (Crise Financière) على أنها : "الحالة التي تتحرك فيها المتغيرات المالية مثل أسعار الأسهم وأسعار صرف العملات باتجاه واحد صعوداً أو نزولاً غالباً ما تكون بإتجاه معاكس للتوقعات السابقة لها قد تمتد لمدة طويلة من الزمن"<sup>1</sup>.

يركز هذا المفهوم على أن الأزمة المالية تنشأ نتيجة الإتجah المستمر وغير المرغوب فيه للمتغيرات المالية في الأسواق المالية وأسواق العملات .

ويعرفها (عرفات تقى الحسنى) على أنها : "التدھور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية والذي ينعكس سلباً في تدهور كبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم، مما ينجم عنه آثار سلبية على قطاع الإنتاج والعملة، وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخول والثروات فيها بين الأسواق المالية الدولية"<sup>2</sup>.

وقد عرف (F. S Mishkin)<sup>\*</sup> الأزمة المالية على أنها: "عبارة عن اضطراب في أسواق المال والذي يكون فيه سوء الاختيار" Selection adverse " والمخاطر المعنوية" Moral Risk

\* - ظهرت عبارة الأزمة المالية لأول مرة عند الكاتب "الكونت دي لاس كاز" Comte De Las Cases (1766-1842) وذلك عام 1823 ، راجع: مجموعة من الباحثين، "الأزمة المالية أسباب وحلول من منظور إسلامي" ، ط١، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2009، ص: 08.

<sup>1</sup> - James Gerber," International Economic ", 3<sup>rd</sup>, Pearson Educations Inc , USA, 2005,p :268.

<sup>2</sup> - عرفات تقى الحسنى، "التمويل الدولي" ، دار مجلawi للنشر ، عمان ، 1999 ، ص:200 .

\* - إقتصادي أمريكي ،أستاذ الاقتصاد بمدرسة كولومبيا للتجارة، وعضو في مجلس الاحتياطي الفدرالي .\*- تم طرح هذا المفهوم بعد حصول الأزمة الآسيوية 1997 ، على أساس أن المخاطر المعنوية قد كان لها دوراً محورياً في صنع هذه الأزمة . وتظهر المخاطر المعنوية في الأسواق المالية إذا اعتقاد المستثمرون أو المودعين لدى البنوك بأن الحكومة سوف تضمن إستثماراتهم وودائعهم سواء في حالة فشل هذه الاستثمارات أو عند إنهاي البنوك، مما يولد حالة من تراخي المستثمرين أو المودعين عن مراقبة ومتابعة نشاط الشركات والبنوك لضمان الازان والحيطة والحذر في القرارات والإجراءات ، وبصورة خاصة حينما تقوم البنوك بالإفراط بالإفراط بسبب الامتنان لضمانات الحكومة.

لذا فإن المخاطرة المعنوية تتمثل في وجود حالة من الإفراط في الإفراط في الاعتقاد بوجود شبكة للأمان، وتظهر المخاطر المعنوية على مستويات متعددة، فالدول النامية تتراخي وتتردد في اتخاذ السياسات الاقتصادية الضرورية لمواجهة التدهور

Hazards سيئة لدرجة أن سوق المال يكون غير قادر على توجيه الأموال بكفاءة إلى هؤلاء الذين يكون لديهم أفضل الفرص الاستثمارية<sup>1</sup>.

وفي هذا المفهوم ركز Mishkin على المعلومات المتوفرة في الأسواق المالية ودورها في إحداث الأزمات، من خلال عجز الأسواق المالية عن تحقيق تدفق الأموال بكفاءة من المدخرين إلى الأطراف الذين لهم فرص استثمارية منتجة، وكانت نتيجة لذلك تنكمش النشاطات الاقتصادية بحدة، ويعزى هذا العجز بما يسمى بالإنتقاء العكسي "Selection adverse" والخطر الخلقي "aléa moral".

بالرغم من عدم وجود تعريف محدد للأزمة المالية، إلا أن هناك شبه اتفاق على كونها اختلالا عميقاً واضطرباباً حاداً ومفاجئاً في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعهما انهيار في المؤسسات المالية ومؤشرات أدائها. ويمتد آثار ذلك كلها إلى القطاعات الأخرى.

## II-أنواع الأزمات المالية:

تصنف الأزمات المالية إلى الأشكال التالية:

**1-أزمة العملة (أزمة سعر الصرف):** تحدث الأزمة المالية حسب بول كروغمان P.KRUGMAN في العملة المحلية أو في سعر صرفها، "عندما يحدث انخفاض في قيمتها أو هبوط حاد في سعر صرفها نتيجة هجمات المضاربة عليها ، أو أنها ترغم المصرف المركزي على الدفاع عن العملة ببيع كميات ضخمة من احتياطاته، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة"<sup>2</sup>.

ويمكن التمييز بين نوعين من أزمات العملة:<sup>3</sup>

- أزمة العملة ذات الحركة البطيئة، والتي تكون بعد فترة من الإفراط في الإنفاق والتتوسيع النقدي، حيث أن الارتفاع الحقيقي في قيمة العملة تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري، فيقل الطلب على العملة مما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة من جديد.

الاقتصادي ، نظراً لاعتقادها بأن صندوق النقد الدولي سوف يقوم في الوقت المناسب ببرنامج الإنقاذ أو العكس أي قيام الصندوق بالإإنقاذ يخلق حالة من الإنكالية والتراخي في الأداء من جانب حكومات الدول النامية.  
انظر: رمزي زكي ،"المحنة الآسيوية – قصة صعود وهبوط دول المعجزات الآسيوية " ، ط١ ، دار المدى للثقافة والنشر ، دمشق ، 2000 ، ص ص: 90-91.

<sup>1</sup> - Fredric Mishkan , "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries" A Paper of the NBER Conference ,Economics of Financial Crises in Emerging Market Countries,Woodsstock,Vermont,Oct19 –21 2000.

<sup>2</sup> - Krugman P. & Obstfeld M, " Economie internationale",7em édition, ED. Pearson Education , juillet 2006,p 225  
<sup>3</sup>- بول هيلبرز ، و راسل كروجر ، و ماريتا موريتي ، "مؤشرات الحيطة الكلية و أدوات جديدة لتقدير سلامة النظام المالي" ، مجلة التمويل و التنمية ، م 37 ، العدد 03 ، سبتمبر 2000 ، ص: 6

• أزمة العملة ذات الحركة السريعة، فتنشأ بسبب القلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن عملة ما، لسبب أو آخر، فيزيد من عمليات المضاربة على هذه العملة مما يؤثر على سعر صرفها وقيمتها. هذا النوع يتعزز في ظل الأسواق المالية الأكثر حرراً و تكاملاً، حيث تكون الضغوط سريعة على سعر الصرف.

## 2-الأزمة المصرفية

يعرفها (Kunt) بأنها: "فترة تكون فيها معظم المصارف في حالة إعسار ونقص في السيولة"<sup>1</sup>، أي الحالة التي يتدخل فيها المصرف المركزي لضخ أموال في الجهاز المالي أو إعادة هيكلة هذا النظام نتيجة عدم قدرة المصارف على الوفاء بالالتزاماتها تجاه دائنيها؛ وتعرف كذلك بأنها: "تنشأ حينما تكون الالتزامات الموجودة في المؤسسات المالية والتي تكون الجزء الأكبر من النظام المالي تفوق قيمة الأصول المقابلة لها لدرجة أن يكون دخل النظام المالي غير كاف لتغطية نفقاته"<sup>2</sup>.

## 3-الأزمة المالية التوأم (Les Crises Jumelles)

تعرف كذلك بالأزمات المزدوجة وهي عبارة عن مزيج بين نوعين من الأزمات عادة ما تكون أزمات عملة وأزمات مصرفية، تولدت بعد الحرب العالمية الثانية وسادت خلال الفترة(1977-1998). في ظل هذه الأزمة، يعاني البلد من مضاربة حادة على العملة الوطنية مصحوبة بحالات من الضعف والإفلاس في المصارف.

وتحدث هذه الأزمات نتيجة وجود شوك وحدر بخصوص استقرار أسعار الصرف (وبالتالي نظام الصرف)، وكذلك الشوك بخصوص سيولة وملاعة الوسطاء الماليين، والتي لها تأثير متبدال ورجعي الواحدة على الأخرى<sup>3</sup>.

خلال التسعينيات من القرن الماضي واجهت بعض دول تكتل الآسيان ASEAN (أندونيسيا ومالزيا والفلبين وتايلاند)، أزمات مزدوجة بحيث تزامنت أزمات الصرف والأزمات المصرفية

<sup>1</sup> - Demerguc Kunt et als., " Inside the Crisis:An Emperical Analysis of Banking Systems in Distress", IMF Working paper wp/00/56 oct.2000,p:04.

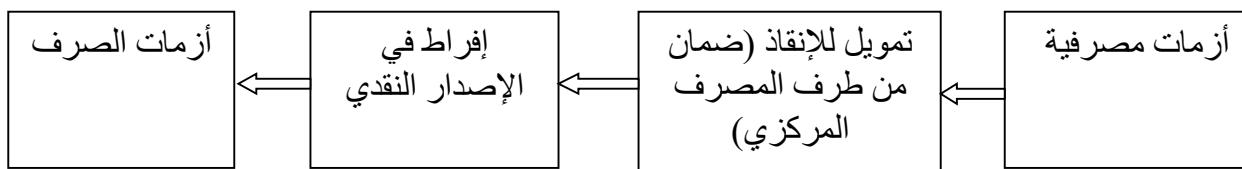
<sup>2</sup>- Patric T . Downes,David Martson and Inci Otker , " Mapping Financial Sector Vulnerability in non-Crisis Country", IMF Discussion Paper ,1999.

<sup>3</sup> - Robert BOYER. Mario DEHOVE. Dominique PLIHON, "les crises financières",Ed La Documentation française,Paris,2004,P.P :26- 27

وفي هذا الإطار يمكن الإشارة إلى ثلات وجهات نظر<sup>\*</sup> في تفسير هذا التزامن بين أزمات الصرف والأزمات المصرفية:<sup>1</sup>

- حسب (Reinhart et Végh) تزامن الأزمات المصرفية و أزمات الصرف ولها نفس الأسباب؛
  - حسب (Velasco.A) أزمات الصرف تتبع الأزمات المصرفية؛
  - حسب (J. Stoker) غالباً ما تتبع الأزمات المصرفية أزمة الصرف.
- يوضح الشكل رقم (09) وجهة النظر الثانية والتي تعتبر الأزمة المصرفية كسبب لأزمة العملة .

**الشكل رقم (09): الأزمة المصرفية كسبب مجر لأزمة العملة وفقا لنموذج Velasco (1987)**



Source: Robert Boyer, Mario Dehove & Dominique Plihon, Op. Cit, P.28

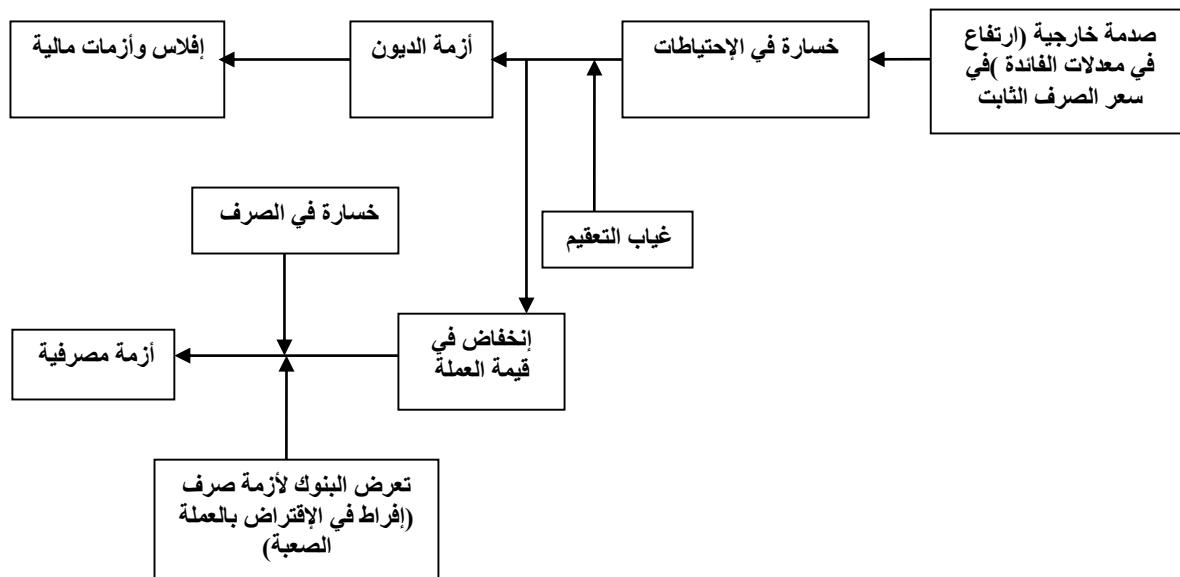
إنطلاقاً من الشكل (09) يتبيّن أن السياسات التوسعية التي تقوم بها السلطات النقدية عن طريق تقديم الدعم للمصارف المتعرّبة، من شأنها أن تؤدي إلى إفراط في الإصدار النقدي، والذي بدوره يؤثّر على المستوى العام للأسعار مسبباً هبوطاً حاداً في العملة .

من جهة أخرى يوضح الشكل (10) وجهة النظر الثالثة والتي تعتبر أزمة العملة كسبب مجر لأزمة المصرفية.

<sup>1</sup>- ibid,p :27

\* - أراء كل من: (J. Stoker)،(Velasco.A)، (Reinhart et Végh):

الشكل (10): أزمة العملة كسبب مجرّد للأزمة المصرفية وفقاً لنموذج Stoker (1994)



Source: Robert Boyer, Mario Dehove & Dominique Plihon, Op. Cit, P.28

يبين الشكل السابق، أنه يمكن أن تترافق أزمات العملة والمصارف والدين في وقت واحد، وذلك كنتيجة طبيعية للترابط الكبير الموجود بينها. ففي ظل نظام سعر الصرف الثابت ونتيجة لصدمات خارجية تؤدي إلى استنزاف كبير في احتياطات الصرف للبلد، وفي ظل عدم وجود تدابير آنية لمعالجة هذا المشكل، سيؤدي ذلك إلى:

- اللجوء إلى الاستدانة الخارجية لتشكيل أزمة ديون.
- تراجع حاد في أسعار الصرف محدثاً أزمة عملة، والتي تحول بدورها إلى أزمة مصرافية نتيجة خسائر الصرف التي تحدث بسبب إفراط في الإقراض بالعملة الصعبة.

#### 4- أزمة الديون

تحت أزمة الديون عندما يتوقف المقترض عن السداد أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكّن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة. وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري أو بدين سيادي. وتؤدي المخاطر المتوقعة

بأن يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته، إلى تراجع حاد في تدفقات رأس المال الخاص، وإلى أزمة في الصرف الأجنبي<sup>1</sup>.

ومن أمثلة ذلك أزمة المديونية لسنة 1982 في بلدان أمريكا اللاتينية عندما بدأت بعض الدول كالمكسيك والأرجنتين بالتوقف عن دفع أعباء ديونها الخارجية.

### 5-أزمة انفجار الفقاعة

وتعرف بالفقاعة الاقتصادية (Economic Bubble) وقد تسمى فقاعة المضاربة (Speculative Bubble) أو يشار إليها بأنها فقاعة السوق (Market Bubble) أو الفقاعة المالية (Financial Bubble)<sup>2</sup>، وتحصل عندما يقوم المضاربون بشراء الأصول المالية بأسعار تفوق قيمتها الأساسية في ظل توقع بحصول مكاسب مرتفعة، وفي هذه الحالة يصبح انهيار أسعار هذه الأصول مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاهًا قويًا لبيعها فيبدأ سعرها في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى<sup>3</sup>، ونظرًا لاشتراك الجهاز المالي والأسواق المالية في بناء هذه الفقاعة فإن انفجاراتها يؤثر في النظام المالي والنفدي على المستوى الكلي .

## II-أسباب الأزمات المالية

بداية من غير الممكن أن نرجع نشوء الأزمات المالية إلى سبب بعينه، لأنه في كثير من الأحيان تحدث بسبب تضافر عددا من الأحداث تكونت مع بعضها البعض في آن واحد، وهنا سوف نورد أهم الأسباب التي قد تؤدي إلى حدوث الأزمات المالية:

### 1-عدم استقرار الاقتصاد الكلي :

إن النظام المالي المستقر يتطلب توفر بيئة سلية للاقتصاد الكلي. فتقليبات المؤشرات الاقتصادية الكلية تعتبر المسبب الرئيسي لكثير من الأزمات المالية.

<sup>1</sup>- كريستيان ملدر، "عين العاصفة -يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية وتدابير الحل"، مجلة التمويل والتنمية، م 39، عدد 4 ،صندوق النقد الدولي ،ديسمبر،2002،ص:6

<sup>2</sup>- للمزيد من الاطلاع راجع: نبيل مهدي الجنابي ، "فقاعات الأزمة المالية العالمية" ، بحث مقدم إلى ندوة كلية الإدارة والاقتصاد جامعة القادسية ، أكتوبر،2008 ، ص:1.

<sup>3</sup>- راجع: فريد كورتل، كمال رزيق،"الأزمة المالية :مفهومها،أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية "،المؤتمر العلمي الثالث حول : الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصادات الدول- التحديات والأفاق المستقبلية، جامعة الإسراء الخاصة بالاشتراك مع كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ،الاردن،28-29أغسطس 2009،ص:07.

يمكن أن تؤدي الصدمات والتقلبات الحاصلة في شروط التبادل التجاري إلى اضطراب مالي يؤدي إلى انخفاض في مداخيل الدولة والمؤسسات المقرضة، مما يجعلها غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية الداخلية والخارجية، كما يمكن أن تؤدي في النتيجة إلى مشاكل في خدمة الدين وترامم القروض غير المنتجة.<sup>1</sup> وهو ما يتربّع عنه في النهاية حدوث أزمة مالية.

كما أن التقلبات في معدلات الفائدة العالمية من بين المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية، لأن التغيرات في معدلات الفائدة عالمياً تؤثر على تكلفة الاقتراض من جهة، وعلى تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية من جهة أخرى . ويقدر أن السبب المباشر لما بين 50% و 67% من تدفقات رؤوس الأموال من الدول النامية وإليها خلال حقبة التسعينيات كان التقلبات في معدلات الفائدة عالمياً<sup>2</sup>. وكما أشرنا سابقاً إلى أن التقلبات في معدلات الفائدة شكلت أحد أسباب الأزمة المالية في حالة المكسيك.

كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف مصدراً للاضطرابات في مستوى الاقتصاد الكلي، فقد حظي موضوع استقرار سعر الصرف بالاهتمام الكبير على إثر توقف العمل بنظام "بريتون وودز" لأسعار الصرف الثابتة، في محاولات للحد من الآثار المدمرة لتقلبات الواسعة في أسعار الصرف التي تعتبر أحد أهم الأسباب الرئيسية في حدوث العديد من الأزمات المالية.

على المستوى المحلي، فإن تغيرات معدلات التضخم تعتبر تحد من قدرة القطاع المصرفي على القيام بدوره، وخصوصاً منح الائتمان، وتوفير السيولة. وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج من ارتفاع مستويات الأسعار "الركود التضخمي" سبباً مباشراً لحدث أزمة المديونية بالنسبة للدول النامية .

## 2 . التحرر المالي غير وقائي :

إن التحرر المالي يتطلب خلق مؤسسات مالية ومصرفية ذات ملاءة عالية وقدرة تنافسية تؤهلها للبقاء دون دعم وحماية، في ظل تنافسية كبيرة مع المصارف الخارجية. لكن المؤسسات المالية قد لا تتتوفر على المؤهلات الرقابية والخبرات اللازمة للتعامل مع المخاطر الجديدة الأمر الذي يؤدي إلى الوقوع في أزمات مالية.

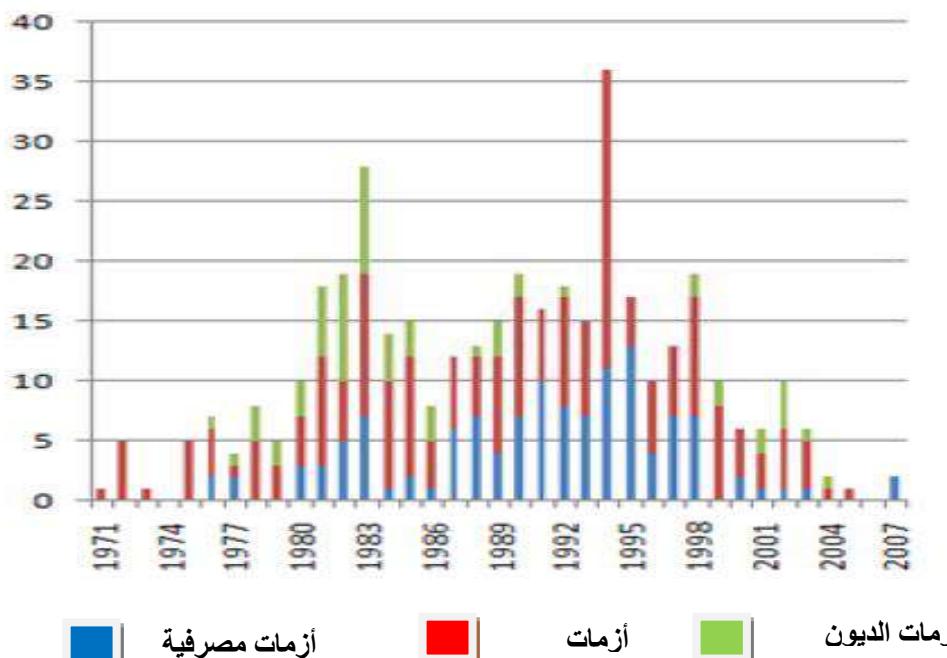
<sup>1</sup> - K.Michael Finger , Ludger Schuknecht, " Commerce, Finance et Crises Financières", Organisation Mondiale du Commerce, 1999, P :47.

<sup>2</sup>- ناجي التونسي،"الأزمات المالية"، سلسلة جسر التنمية، ع29،المعهد العربي للتخطيط،الكويت،2004،ص: 04.

فالتحرر المتتسارع غير الحذر وغير الوقائي للسوق المالي بعد فترة كبيرة من الإنغلاق والتقييد قد يؤدي إلى حدوث الأزمات المالية<sup>1</sup>.

يظهر من خلال الشكل (10) أنه عقب انهيار نظام بريتون وودز، عرفت الأزمات المالية وخاصة الأزمات المصرفية، وأزمات العملة، تزايداً كبيراً خلال الفترة (1971-1997)، وهو ما تزامن مع التوجه نحو التحرير المالي وفك القيود على حرکية رؤوس الأموال و العمل المصرفي.

**الشكل (11): العدد السنوي للأزمات المالية (2007-1970)**



Source: Jean Pisani Ferry, "Vers un renouveau du FMI ? ", Bruegel Policy Contribution.

[www.bruegel.org/Public/fileDownload.php?target=/Files/media/PDF.\(vsité le 12/09/2013\)](http://www.bruegel.org/Public/fileDownload.php?target=/Files/media/PDF.(vsité le 12/09/2013))

ومن الأزمات المالية التي ساهم التحرر المالي غير الوقائي وغير الحذر في حدوثها، نذكر الأزمات المالية في البرازيل وتشيلي وأندونيسيا والمكسيك وفنزويلا وبعض الدول الإسكندنافية وكذلك الو.م.أ، فقد أظهرت الدراسات أنه من بين عينة من 25 أزمة مالية كانت 18 منها قد حدثت في غضون السنوات الخمسة الأولى من عملية التحرر المالي .

إضافة إلى أن القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات في حالة دول جنوب شرق آسيا 1997 هو التحرر المالي غير الوقائي وتدفقات رؤوس الأموال الكبيرة من الخارج، إلى جانب الانفتاح الاقتصادي والتجاري بعد سنوات من الإنغلاق . فلقد شهد القطاع المالي في تلك

<sup>1</sup>- المرجع نفسه ، ص 06

الدول خلال حقبة الثمانينات والتسعينات توسيعاً كبيراً، تواكب مع الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرر المالي غير الوقائي.

### 3- عدم التلاقي بين أصول وخصوم المصارف

تنشأ مشكلة عدم التلاقي والمطابقة بين أصول وخصوم المصارف نتيجة التوسيع في منح القروض، مع عدم الاحتفاظ بقدر كافٍ من السيولة لمواجهة الإلتزامات الحاضرة والعاجلة في فترات تكون فيها أسعار الفائدة العالمية أعلى، أو عندما تكون أسعار الفائدة المحلية عالية وسعر الصرف ثابتاً مما يغرّ المصارف المحلية بالاقتراض من الخارج.<sup>1</sup>

### 4- ضعف النظام المحاسبي والرقابي وانعدام الشفافية والإفصاح عن المعلومات:

يعتبر نقص الشفافية والإفصاح عن بيانات اقتصادية ومالية موثوق فيها سبباً مباشرًا للأزمات، ذلك أن أهم شروط حرية السوق وضمان الفرص المتكافئة فيها والقضاء على محاولات الغش والتلاعب، أن يوفر لجميع المتعاملين بصورة عامة والمستثمرين بصورة خاصة قدر كافٍ من المعلومات والبيانات المالية التي تساعده على اتخاذ القرارات الاستثمارية.<sup>2</sup>

فعلى المستوى الدولي يؤدي غياب الشفافية والإفصاح عن المعلومات إلى سلوكيات جماعية خاطئة للمستثمرين الدوليين (سلوك القطيع) وإلى عدوى وانتشار سريع لاضطرابات المالية.

كما أن ضعف الإجراءات المحاسبية المتبعة، إضافة إلى نقص الرقابة المصرفية الفعالة، يعتبران من دون شك من أهم أسباب الاضطرابات والأزمات المالية.

في الكثير من الدول هناك رقابة دقيقة للمصارف المركزية على المصارف التجارية، ولكن هذه الرقابة تضعف أو حتى تنعدم بالنسبة للمؤسسات المالية أخرى مثل مصارف الاستثمار وسماسرة الرهون العقارية أو الرقابة على المنتجات المالية الجديدة مثل شهادات التصنيف الائتماني(Credit Rating) أو الجدارة الائتمانية، وبالتالي تشجع المستثمر على الإقبال على الأوراق المالية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - Diamond, Douglas W., Dybvig, Philip H., "Bank Runs , Deposit Insurance , and Liquidity ", Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Vol. 24, No. 1, Winter 2000 , pp : 14-23

<sup>2</sup>- سليمان المنذري ،"السوق العربية المشتركة في ظل العولمة" ، مكتبة مدبولي للنشر ، القاهرة ، 1999 ، ص : 136 .

<sup>3</sup>- خالد أمين عبدالله، محمد أحمد صقر، "الأزمة المالية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد" ، ط1، مركز دراسات الشرق الأوسط ، عمان، 2009 ، ص:29 .

## 5- عدم تماثل المعلومات (Non – Asymmetric Information)

كما أشرنا سابقاً، تعتبر مشكلة عدم تماثل المعلومات من أهم العوامل الأساسية التي تؤدي إلى الأزمات والاضطرابات المالية والمصرفية. وتنشأ هذه المشكلة نتيجة حصول أحد المتعاملين في النواحي المالية على معلومات أكثر من الآخرين، الشيء الذي يسمح لهذا المتعامل تقييم المخاطر بشكل سليم وينتج عنه اتخاذ قرارات صائبة، على عكس المتعاملين الآخرين.

يتربّ على هذا الموقف تزايد المخاطر المعنوية (Moral Hazards)، في نفس الوقت تنشأ ظاهرة ما يسمى بالمستفيد المجاني (Free Rider) حيث لا يستطيع من لديه المعلومات منع الآخرين من الاستفادة منها ، كل ذلك ممكّن أن يعوق التشغيل الكفاء للنظام المالي والمصرفي وانتشار ما يسمى سلوك القطيع وانتشار العدوى أو تفشيها ( سريان الإشاعات ).<sup>1</sup>

## 6-أثر العدوى والمخاطر النظامية

تتميز الأزمات المالية بخاصية الانتقال من الدولة أو الدول التي تحدث فيها إلى الدول الأخرى خاصة في ظل العولمة والانفتاح المالي وهيمنة الجوانب الاستثمارية على النشاط الاقتصادي في أغلبية الدول والاعتماد على المضاربة لجني الأرباح.

وتشير العدوى إلى فكرة أن الأزمات المالية قد تنتقل أو تنتشر من مؤسسة إلى أخرى، مثل أزمات أسعار العملة أو انهيارات أسواق الأسهم وانتشارها في دول أخرى ، وعندما تقفل مؤسسة مالية واحدة فإن ذلك يهدّد استقرار العديد من المؤسسات الأخرى وهذا ما يسمى بالمخاطر النظامية. ومن الأمثلة على انتشار العدوى المالية انتشار الأزمة التايلاندية عام 1997 إلى دول أخرى مثل كوريا الجنوبية، كذلك إنتشار أزمة الرهن العقاري 2008 في مختلف دول المعمورة.

## 7-الرافعة المالية

كانت التجارب السابقة قد فرضت ضرورة وضع حدود علي التوسع في الاقتراض، ومن هنا فقد استقرت المبادئ السليمة للمحاسبة المالية على ربط حدود التوسع في الاقتراض بتتوافر حدأً أدنى من الأصول المملوكة، فالمددين يجب أن يمتلك حدأً أدنى من الثروة حتى يستدين، وأن يتوقف حجم استدانته على حجم ملكيته للأصول العينية.

<sup>1</sup>- Barry Jhonston,Jingqing Chai and Liliana Scumacher,"Assesing Financial System Vulnerability",IMF Working Paper , April 2000.p: 7.

ولذلك حددت اتفاقية بازل للرقابة على المصارف حدود التوسع في الإقراض للمصارف  
بألا تتجاوز نسبة من رأس المال المملوك لهذه المصارف، فالمصرف لا يستطيع أن يقرض  
أكثر من نسبة محددة لما يملكه من رأس المال واحتياطي، وهو ما يعرف بالرافعة المالية.<sup>1</sup>

فرغم الرقابة التي تفرضها المصارف المركزية على المصارف التجارية فيما يخص ضرورة الالتزام بمتطلبات الرفع المالي، إلا أن بعض المصارف الأخرى كمصارف الاستثمار غالباً ما تفلت من هذه الرقابة. ففي الولايات المتحدة مثلاً، لا تخضع هذه المصارف لرقابة المصرف центральный، ومن هنا توسيع بعض هذه المصارف في الإقراض لأكثر من ستين ضعف حجم رؤوس أموالها كما في حالة مصرف UBS<sup>2</sup>، وهذه الزيادة الكبيرة في الاقتراض تعني مزيداً من المخاطر إذا تعرض بعض المدينين لمشكلة في السداد كما حدث بالنسبة للأزمة الرهن العقاري كما سنرى في الفصل المقبل.

#### **8- التطور الكبير للأصول المالية بمعزل عن الاقتصاد الحقيقي:**

تلعب المشتقات المالية\* دوراً كبيراً في زيادة الأصول المالية وتوسيع الهوة بين الاقتصاد الورمي والاقتصاد الحقيقي، مما جعلها تصنف كسبب رئيسي في خلق الأزمات المالية وتوسيع نطاقها، باعتبارها الركيزة الأساسية لاقتصاد "الказينو" في يد المضاربين.

هذه المشتقات التي أريد منها تقليل المخاطر أصبحت عبئاً زاد من حدة المخاطر وانتشارها بدلًا من تقليلها أو توزيعها بكفاءة وعدل؛ لأن نموها تطور بمعزل عن نمو الاقتصاد الحقيقي، فخلال السنوات من 1998 إلى 2008، تضاعف حجم هذه المشتقات أكثر من ستة مرات، من واقع 100

<sup>١</sup> بشار المطرنة، وليد الصافي، "الاقتصاد الإسلامي في مواجهة الأزمة العالمية بين النظرية والتطبيق"، جامعة الإسراء، 2009، ص: 7.

<sup>2</sup> جمعة محمود عباد، "الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وأثارها الحالية والمتوترة على الجهاز المالي الأردني" ، مؤتمر الأزمات المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي ، جامعة الجنان ، لبنان ، 2009 ، ص: 05.  
<sup>\*</sup> تعرف المشتقات المالية بأنها عقود تشتغل قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد) ، وهذه الأصول تتتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع وغيرها ، وتم تسويتها في تاريخ مستقبلي ، ولا تتطلب استثمارات مبدئية ، أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود ، وتسمح المشتقات المالية للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد". راجع: طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية-المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة" ، الدار الجامعية للنشر ، القاهرة ، 2001 ، ص: 16.

\*لقد شب العالم الاقتصادي الفرنسي البارز "موريس آليه" والحاصل على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 1988م البورصات وما يتم فيها بـ "казينوهات المراهقين والمقامرين". راجع: موريس آليه، "الشروط النقدية لاقتصاد السوق من درس الأمس إلى إصلاحات الغـ"، نشر المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1993، ص:36.

تريليون دولار إلى 600 تريليون دولار ممثلة أكثر من عشرة أضعاف الإنتاج العالمي عام 1.2008.

تجدر الإشارة إلى أن تشابما(R.Chapman) ، كان أول اقتصادي أثار موضوع الآثار السلبية لاحتياط تطبيقات المشتقات المالية<sup>2</sup>، عندما أكد على ذلك بقوله : "إن النقطة التي لم يصل إليها أي شخص حتى الآن هي أن شراء المشتقات لا يمثل أي نوع من الاستثمار، فهي مقامرة وتأمين ومراهنات، فالمشتقات المالية تعود بلا شيء على صاحبها".<sup>3</sup>.

كما أن المشتقات المالية تؤدي إلى خطر العجز الذي يعمم إلى النظام المالي ككل فيما يسمى بالخطر المنظومي، فهي تسمح بتغطية أحسن للمخاطر الفردية، إلا أنها في المقابل تؤدي إلى زيادة خطر عدم الاستقرار المالي على مستوى السوق، من خلال تشجيع وتنشيط سلوك التقليد لدى المتدخلين في الأسواق المالية، كما أنه من شأنها تقوية الخطر المعنوي.

عموماً تعتبر المشتقات المالية أدوات فعالة في تسيير المخاطر، لكنها تطور وتفاقم - في حالة الاستعمال السيئ- من حدة أزمات الصرف وأزمات البورصة والأزمات المالية ، كما تساعد على انتشارها وتوسيع نطاقها.

<sup>1</sup>- احمد بلوافي،"الأزمات المالية : المظاهر، النتائج، والأسباب"، مرجع سابق، ص 103.

<sup>2</sup>- مركز الأبحاث الاقتصادية والاجتماعية والتدريب للدول الإسلامية،"النظام المالي الإسلامي والصيرفة : البديل الممكن في أعقاب الأزمة المالية العالمية"، تقرير منظمة المؤتمر الإسلامي حول:الأزمة المالية العالمية لعام(2008-2009)، جوان 2009، ص 6.

<sup>3</sup> -Robert Chapman.,“The Derivative Mess”，  
 تاريخ الإطلاع: ( 2011/06/21 )

## المحاضرة (10) أزمة المديونية الدولية

يقصد بالدين الخارجي في معناه العام أنه الدين الذي تحصل عليه الدولة من الدول أو المصارف الأجنبية أو من المؤسسات الدولية مثل صندوق النقد الدولي.

### I- نشأة المديونية الخارجية:

تعود نشأة الأزمة إلى بداية السبعينيات حيث شهدت هذه الفترة على الصعيد العالمي توقف الولايات المتحدة عن تحويل الدولار إلى ذهب أي نهاية العمل بأسعار الصرف الثابتة وبداية مرحلة أسعار الصرف المرنة.

وعلى الصعيد الاقتصادي استمرت الفجوة بين دول الشمال المتقدمة ودول الجنوب النامية من حيث استمرار شروط التبادل التجاري الدولي في مصلحة دول الشمال حيث أدت معدلات التضخم المرتفعة والتي تجاوزت 10% إلى ارتفاع أسعار منتجاتها بشكل ملحوظ في حين اتجهت أسعار مواد الخام إلى انخفاض نسبي.

وقد صاحب حالة عدم الاستقرار النقدي والاقتصادي اضطرابات سياسية أهمها حرب أكتوبر 1973 والتي نتج عنها أزمة البترول الأولى والتي أدت إلى ارتفاع حاد في أسعار البترول والتي ترتب عنها إعادة توزيع احتياطات الدول حيث انتقل جزء هام من احتياطات البترول للدول المصدرة والتي تميزت آنذاك بقدرات محدودة من استيعاب الارتفاع الهائل لدخلها من العملات الأجنبية وعلبه فكان لا بد من إعادة تدوير فوائض الدول المنتجة للبترول وتوظيفها في الدول العاجزة صناعياً والنامية وقد تولت البنوك العالمية هذه المهمة.

وبسبب الضائق المالية التي أصابت الدول المتقدمة ومحدودية مصادر وآليات تمويل المؤسسات الدولية فقد لجأت معظم دول العالم الثالث إلى البنوك التجارية لتمويل العجز في موازين مدفوئاتها وقد شجع إقبال البنوك العالمية على إقراض دول العالم الثالث بقية البنوك الإقليمية المحلية على مشاركتها في عملية الإقراض من خلال قروض التجمعات البنكية.

ومن ثم نعرض العالم لأزمة البترول الثانية 1979 حيث ارتفع سعر البترول إلى 34 دولار للبرميل في إطار سعي الدول المنتجة للبترول في ظل معدلات التضخم العالية جداً.

وعلى غرار ما حدث على إثر الصدمة الأولى استمرت البنوك العالمية في إعادة تدوير فائدة الدول المصدرة للبترول من خلال إقراض الدول غير المنتجة لتغطية العجز المتزايد في موازين مدفو عاتها

وبارتفاع حجم الديون التجارية لدى دول العالم تم زرع بذور أزمة المديونية الخارجية الدولية، وتجزرت على إثر الارتفاع الحاد في أسعار فائدة القروض التجارية الدولية. ولقد وضع فوركر - محافظ البنك الفدرالي نصب عينيه إعادة الاستقرار النقدي لأكبر اقتصاد العالم بكسر ظهر التضخم المتزايد 10% وإعادة معدلاته إلى مادون 3% وبناءً عليه فقد عمل بنك الاحتياط الفدرالي على رفع أسعار الفائدة القصيرة الأجل إلى ما يزيد عن 20% حيث تجاوزت أسعار الودائع لجل 06 أشهر 21% نهاية 1980.

وفي ظل ارتفاع حجم المديونية التجارية لدى معظم الدول غير المنتجة للبترول بدأت الدول تعلن توقفها عن الدفع لعدم قدرتها عليه. وفي عام 1982م بدأت أزمة الديون الخارجية بالظهور عندما بدأت بعض الدول كال Seksik والأرجنتين بالتوقف عن دفع أعباء ديونها الخارجية ومع تزايد عدد هذه الدول كان لا بد منبذل الجهود الدولية لمعالجة أثار هذه الأزمة حيث تولت المؤسسات الدولية مثلة في صندوق النقد الدولي والبنك العالمي مساعدة الدول المتعثرة على النمو مرة أخرى من خلال إتباع برامج تصحيح خاصة لكل منها تعالج بشكل خاص الأسباب الخاصة للتعثر وقد تبين بعد عقد من العقود التصحيحية أن الدول المديونة لن تتمكن في أحسن الأحوال تسديد جل ديونها التجارية.

## II-أسباب عوامل نشأة أزمة المديونية الدولية:

لجأت دول العالم الثالث إلى الاقتراض من الخارج لأسباب عديدة، أدت بها إلى الورق في أزمة المديونية ومن أهم السباب التي أدت إلى اللجوء إلى أزمة المديونية الخارجية ما هو داخلي وأخر خارجي.

### 1-العوامل الداخلية: وهي العوامل النابعة من الإقتصادات التي تتواء بالمشكلة ذاتها ، وتشمل:

- تعاظم دور القطاع العام في هذا الإتجاه والذي تمثل في تزايد دور الإنفاق العام؛
- النزعة الاستهلاكية المفرطة؛
- فشل معظم انماط التنمية والاستراتيجيات والسياسات المتبناة في الدول النامية (المدينة)؛

- غياب ادخار محلي لتمويل المشاريع الإنمائية: هذا الغياب ربما يكون لأنعدام جهاز إنتاج متطور يولد دخولاً متطروراً أو ناتج عن عملية تهريب الأموال إلى الخارج من طرف أصحاب الأموال، كذلك غياب الديمقراطية يؤدي إلى الاستبداد حيث أصبح أصحاب الأموال يفضلون توظيف أموالهم في التعاملات التضاربية قصيرة المدى ومرتفعة العائد بدلاً من طويلة المدى وانعدام الضمان الكافي هنا يؤدي إلى تكاليف الدولة بتمويل هذا الاستثمار وبالتالي الاستدانة؛
- غياب سياسة سليمة للاقتراض الخارجي: حيث كان هناك إفراط كبير في الاقتراض الخارجي واعتبرته بديلاً للاذخار المحلي بسبب وفرة المصادر الخارجية للاقتراض، وجود تخمة في السيولة الدولية؛
- هروب رؤس الأموال الوطنية للخارج والفساد الإداري: هو الآخر كان سبباً في تفاقم مشكل الدين الخارجية، فكثير من الأموال المقترضة خارجياً كانت تسرب إلى الخارج مرة ثانية وأودعت في بعض البنوك الأجنبية لحسابها؛
- تدني الانتاج الزراعي وتزايد ظاهرة التمدن العشوائي: ان إهمال القطاع الزراعي أدى إلى تناقص المنتوج وازدياد حاجات السكان وانتشرت ظاهرة الهجرة الداخلية مما زاد من حاجة الاستيراد وبالتالي إلى ارتفاع مديونية الدول النامية. كما أن الاعتماد على الصناعة يتطلب كثافة رأس مالية وتقنولوجيا متقدمة وهو ما تفتقر إليه تلك الدول، مما اضطرها إلى الاقتراض الخارجي؛
- سوء تسيير الدين الخارجي: كان من أهم الأسباب التي زادت من حدة الأزمة في الدول النامية فلجأت إلى قروض خاصة وقروض قصيرة الأجل بدلاً من طويلة الأجل مما كان سبباً في عرقلة عجلة تنميتها الاقتصادية.

## 2- الأسباب الخارجية:

وهي العوامل المرتبطة بالبيئة الاقتصادية الدولية وتشمل:

- ارتفاع سعر الفائدة: هذا الارتفاع أدى إلى زيادة المبالغ التي أصبحت تضطر الدول النامية لتخفيضها لدفع أعباء الديون، في الوقت الذي تعرضت فيه موارد النقد الأجنبي لتلك

الدول للتدهور والتقلبات، فتكبدت الدول المديونة مبالغ متزايدة عبر الزمن في بند خدمة ديونها الخارجية؟

- التغيرات في الأسعار العالمية للبترول: كانت للتغيرات سواء بالزيادة أو النقصان في فترة السبعينيات والثمانينيات أثار جد خطيرة على الدول النامية النفطية وغير النفطية، فارتفاع أسعار البترول أدى زيادة فاتورة الاستيراد بالنسبة للدول النامية غير النفطية وانخفاضه أدى إلى تدهور شروط التبادل التجارية للبلدان المصدرة لهذه المواد، مما أدى إلى تفاقم عجز ميزان المدفوعات الذي يزيد من الميل إلى الاستدانة الخارجية.
- المزاج السلبي للسياسات الاقتصادية المتبعة في الدول الرأسمالية المتقدمة لمعالجة الكساد التضخمي (stagflation). التي انعكست في زيادة معدلات الفائدة وتطبيق الحماية التجارية على صادرات الدول النامية.
- عدم حرص الجهات الدائنة على مراعاة قدرة المدين على السداد مستقبلاً بل السعي فقط وراء أرباح خيالية خاصة على ضوء أزمة تراكم رأس المال والركود الاقتصادي الذي خيم على البلاد الرأسمالية الصناعية.

### III- وسائل علاج المديونية الخارجية

أمام كل تلك الآثار الخطيرة لأزمة المديونية الخارجية، لم تقف دول العالم مكتوفة الأيدي بل وجّهت كل جهودها لمواجهة هذه المشكلة التي أصبحت الشغل الشاغل لدول العالم قاطبة مدينة كانت أم دائنة إذ أن عجز الدول المديونة عن سداد ديونها سيلحق الضرر لا محالة بالدول دائنة، وقد يؤدي إلى إفلاس الهيئات الدولية وانهيار النظام المالي الدولي، ولذا قامت العديد من الدول والهيئات وبعض الاقتصاديين باقتراح بعض الحلول التي اعتقادوا بأنها وسيلة للتخفيف من المشكلة.

**1- الحلول المقترحة من طرف الهيئات المالية صندوق النقد الدولي والبنك العالمي:** منذ تفاقم أزمة الديون الخارجية في العالم وبالضبط منذ عام 1982 اهتم صندوق النقد الدولي بها وأصبح الهيئة الدولية الأولى التي تتولى زمام إدارتها. وتقتصر منهجهية الصندوق لحل الأزمة على فرص شروط قاسية وجد صارمة تجاه البلدان المديونة في إطار برامج التصحيح الهيكلي وتعتمد على ثلاثة محاور:

المحور الأول: خاص بإجراءات القضاء على العجز التجاري في ميزان المدفوعات؛

المحور الثاني: يتعلق بإجراءات مكافحة التضخم؛

المحور الثالث: خاص بتشجيع الاستثمار المحلي والأجنبي.

وأهم ما يمكن ملاحظته على هذه الإجراءات: تحجيم القطاع العام، تخفيض النفقات الاجتماعية ، زيادة العبء الضريبي، تجميد الأجر، ارتفاع معدلات الأرباح والدخول للقطاع الخاص وتحويل الأموال للخارج.

## 2- الحلول المقترحة من قبل الدول الرأسمالية الدائنة

قدمت الدول الرأسمالية الدائنة الكثير من المقترنات والمخططات في سبيل ضمان إسترجاع ديونها، ومن أهم هذه المخططات مخطط بيكر وبرادي:<sup>1</sup>

### 2-1-مخطط بيكر

بمناسبة انعقاد الجمعية العامة السنوية لصندوق النقد الدولي بمدينة سيول (كوريا الجنوبية) في أكتوبر 1985، ألقى كاتب الدولة الأمريكية للخزينة آنذاك جيمس بيكر خطاباً رسمياً أعلن فيه مخططاً لإعادة هيكلة ديون الدول النامية ويحمل عنوان برنامج نمو متواصل - تعتمد هذه الخطة على:

- ضرورة العودة إلى نمو سليم و دائم للخروج من أزمة؛
  - زيادة التدفقات الصافية للرساميل للدول النامية وذلك لتوفير وسائل العودة إلى النمو؛
  - ضرورة إضافة قروض مصرافية بقيمة 20 مليار \$ للمرحلة 1985 – 1988.
- إلا أن هذه الخطة كان مآلها الفشل بسبب بسيط هو أن المصارف لم تزد من تمويلها للدول المديونة.

### 2-2-مخطط برادي

قدم هذا المخطط بمناسبة انعقاد الجمعية العامة لصندوق النقد الدولي في أبريل 1989 من طرف كاتب الدولة الأمريكي للخزينة نيكولاي برادي، والذي تتمثل أهدافه فيما يلي:

- تخفيض مبلغ المديونية الخارجية للدول النامية عن طريق إلغاء مخططه للتزاماتها إزاء الدائنين؛

- تخفيض أسعار الفائدة لديون الدول النامية تجاه البنوك التجارية؛
- منح قروض مصرافية جديدة؛
- وأهم ما يمكن ملاحظته على هذا المخطط:
- تضمنه على منهجية جديدة حيث اقترح لأول مرة على البنوك تحمل بعض الخسائر حتى يسدد لها جزء على الأقل من ديونها؛
- تميز باقتراح تخفيض المديونية كوسيلة للحد من أزمتها؛
- تميز بضمme لـ 39 دولة مدينة (18 من أمريكا الجنوبية، 16 من إفريقيا و 04 من آسيا بالإضافة لدولة يوغوسلافيا من أوروبا الشرقية)، عكس مخطط بيكر (15 دولة مدينة فقط).

### 3- رؤى وحلول أخرى:

تم طرح العديد من المقترنات لمعالجة ديون النامية، ومن أهم هذه المقترنات:-

#### 3-1 إعادة الجدولة

يقصد بإعادة جدولة الدين الخارجي لجوء البلد المدين إلى دائنه لكي يطلب منهم الدخول في مفاوضات للاتفاق على تأجيل السداد والهدف منه هو إعطاء الدولة المدينة وقتاً يسمح لها بإصلاح وضعها ، و تستند إعادة الجدولة إلى برنامج للتعديل الهيكلي يتم إعداده بالاتفاق مع صندوق النقد الدولي ويطبق تحت إشرافه وهذا ما يؤهل الصندوق لمنح علامته لبرنامج يفترض أنه يحقق التوازن في ميزان المدفوعات على المدى المتوسط و حينئذ يطمئن الدائنون بخصوص استرداد مستحقاتهم على أساس الرزنامة الجديدة التي يحددها كل من نادي باريس\* ونادي لندن\*\*.

\* - تأسس نادي باريس سنة 1956 كمحفل غير رسمي يمكن أن تسعى إليه الدول المدينة من خلاله إلى تخفيض ديونها الرسمية أو ائتمانات التصدير التي تؤمنها وتضمنها وكالات حكومية في الدول الدائنة.- يضم نادي باريس الذي يجتمع برئاسة مدير الخزانة في وزارة المالية الفرنسية كل من الدائنين من القطاع العام في البلدان المتقدمة كما يضم كل من صندوق النقد الدولي والبنك العالمي بصفة مراقب للهيئات الدولية .

وتشمل عملية الجدولة في هذا النادي : الفوائد والدين الأصلي وعادة ما يكون ثبيت الدين المطلوب إعادة جدولته من 12-18 شهراً يسدد خلال 10-08 سنوات أما مدفووعات الأقساط فتستد كل نصف سنة بعد فترة سماح تمتد من 03-05 سنوات غالباً ما تتزامن فترات التثبيت المحددة من قبل النادي مع ترتيبات الصندوق وبعد هذه المفاوضات تستأنف اتفاقيات ثنائية بين البلد الدائن والمدين الموقعة على تخفيف الدين

\*\* - نادي لندن: هيئه خاصة توأمي نادي باريس تأسست سنة 1976 ويعمل على إكمال دوره من خلال التفاوض مع مجموعة البنوك التجارية الدولية الدائنة فهو يتعلق بالبنوك الخاصة من حيث إعادة جدولتها بشروط لا تختلف كثيراً عن نادي باريس ويتراوح عدد البنوك المشتركة في هذا النادي 20-05 بنك تشرط عادة قبل الموافقة على إعادة الجدولة ديون البلد المعنى بدعم من صندوق النقد الدولي على هيئة تسهيلات مؤازرة ليتسنى للبلد المذكور تطبيق سياسات تصحيحية لهيكل اقتصاده وتوacial تنميته.

على اختلاف هذه الحلول وخاصة إعادة الجدولة فإنها لم تقلل من المديونية بل عمل على تأكيدها وزيادتها فالأرجنتين مثلاً انطلقت بها إعادة الجدولة منذ 1956 تدهور وضعها الاقتصادي تدهوراً شديداً في الثمانينات وحدث خلل في اقتصادها نتيجة التضخم المفرط وقد طبقت برامجين من برامج الصدمات تضمنا تخفيضات في قيمة العملة وفرضها ضوابط على الأجور والأسعار لكن البرنامجين لم يحقق استقراراً للاقتصاد كذلك البرازيل المغرب مصر تونس المكسيك فنزويلا واندونيسيا ومعظم الدول الاشتراكية سابقاً.

**3-2 إلغاء الجزء من الديون المستحقة،** وإعادة جدولة ما تبقى منها على فترات زمنية أطول تكون 20 أو 25 سنة مثلاً مع إعطاء فترة سماح تكون خمسة سنوات، وهذا يمكن أن معالجة جزئياً هذه الديون عن طريق إلغاء جزء منها وتقليل أعباء خدمتها عن طريق توزيعها على فترات أطول.

ج - اقتراح تسديد جزء من الديون بالنقد المحلي، وجزء منها بالعملة الأجنبية، والجزء المتبقى منها يحول إلى قروض جديدة وهذا يعالج هو الآخر مشكلة الديون والتخفيف منها عن طريق تجزئة أعبائها وتسديد قيمة جزء منها بالعملة المحلية.

**3-3 تحويل الديون إلى استثمارات داخل الدولة النامية** من خلال مبادلة الديون بمشروعات محلية

تم المشاركة فيها، أو ملكيتها كلياً أو جزئياً، وهذا يمكن أن يعالج مشكلة الديون. إلا أن هذا يعني زيادة تبعية الاقتصاد للخارج.

**4-3 إففاء الدول النامية من سداد ديونها وبالذات الدول الأقل دخلاً،** وهذا يعتمد على مدى قبول الدول المقرضة على الأخذ به.

## خاتمة

تبين من خلال هذا المطبوع الدور الهام الذي يؤديه التمويل الدولي في الاقتصاد القومي بصفته أحد أهم المؤثرات الهامة التي تؤثر على تطور مسار المتغيرات الاقتصادية الكلية، حيث يجذب اهتمام مختلف الهيئات والأوساط الاقتصادية والمالية، ليس في الدول المضيفة له فحسب بل في الدول المانحة أيضا وبخاصة في ظل المشكلات الناجمة عنه والآثار الممتدة على النظام الاقتصادي العالمي.

من خلال هذا المطبوع تم تناول موضوعات التمويل الدولي في شكل مجموعة من المحاضرات بدأت باستعراض الاطار المفاهيمي للتمويل الدولي وتطوره ومعايير كفاءة النظام النقدي الدولي ومحاولات إصلاحه، وبعد ذلك تم تناول المواضيع الأساسية ذات الصلة بالتمويل الدولي كميزان المدفويعات وسعر الصرف وتغطية مخاطر سعر الصرف وأسواق العملات الدولية، كما تم إبراز دور المؤسسات المالية الدولية (صندوق النقد الدولي والبنك العالمي) في التمويل الدولي، لينتهي هذا المطبوع باستعراض المشاكل المتعلقة بالتمويل الدولي، الأزمات المالية بشكل عام وأزمة المديونية الدولية بشكل خاص.

وفي الختام أرجو من الله العلي القدير أن قد وفقت في عرض هذا المطبوع بطريقة مبسطة وسهلة للطلبة والباحثين والمهتمين. وننقبل بصدر رحب كل الملاحظات والانتقادات من أجل تطوير هذا العمل في المستقبل بمشيئة الله.

### قائمة المراجع باللغة العربية

#### 1- الكتب

1. أحمد فريد مصطفى، "الاقتصاد النقدي والدولي" ، مؤسسة شباب الجامعة، 2009؛
2. أقسام قادة، قدی عبد المجید، "الوجيز في المحاسبة الوطنية" ، أطلس للنشر، الجزائر، 1993؛
3. باري سigel، "النقد والبنوك في الاقتصاد: وجهة نظر النقديين" ، دار المريخ ، السعودية ، 1987؛
4. جمیل محمد خالد، "أساسيات الاقتصاد الدولي" ،الأكاديميون للنشر والتوزيع، 2014؛
5. جون هدرسون، مارک هردنر، "العلاقات الاقتصادية الدولية" ، دار المريخ للنشر ، الطبعة الرابعة، الرياض1987؛
6. حيدر هاشم، "أزمة الدولار" ، المؤسسة العربية للدراسات و النشر، بيروت ، الطبعة الأولى 1971؛
7. خالد أمين عبدالله، محمد أحمد صقر، "الأزمة المالية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد" ، ط1، مركز دراسات الشرق الأوسط ، عمان ، 2009 ؛
8. رمزي زكي ، "المحنة الآسيوية – قصة صعود وهبوط دول المعجزات الآسيوية" ، ط1، دار المدى للثقافة والنشر ، دمشق ،2000؛
9. رمزي زكي،"الإحتياطات الدولية و الأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع الإشارة خاصة عن الاقتصاد المصري" ، دار المستقبل العربي ، الطبعة الأولى، 1994؛
10. زينب حسن عوض الله،"الاقتصاد الدولي" ، دار الجامعة الجديدة، 2005؛
11. زينب حسين عوض الله، "العلاقات الاقتصادية الدولية" ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية، 2008 ؛
12. زينب حسين عوض الله،"العلاقات الاقتصادية الدولية" ، الفتح للطباعة و النشر ، الإسكندرية، 2003؛
13. سامي عفيفي حاتم، " دراسات في الاقتصاد الدولي " ، الدار المصرية البناية ، 1988؛
14. سليمان المنذري ،"السوق العربية المشتركة في ظل العولمة" ، مكتبة مدبولي للنشر ، القاهرة، 1999؛
15. صندوق النقد الدولي، "دليل ميزان المدفوعات و وضع الاستثمار الدولي" ،ط 6 ، واشنطن، 2009؛
16. صندوق النقد الدولي، "اتفاقية تأسيس صندوق النقد الدولي" ،الطبعة العربية، واشنطن، 2011؛
17. ضياء مجید الموسوي،"النقد والبنوك " ، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008؛
18. طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية-المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة" ،الدار الجامعية للنشر ،القاهرة،2001؛

19. الطراد، إسماعيل إبراهيم " إدارة العملات الأجنبية " دار وائل للطباعة و النشر ، ط 2 ، عمان، الأردن، 2005؛
20. عبد المجيد قدي،" المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية : دراسة تحليلية تقييمية "، ديوان المطبوعات الجامعية ،الجزائر ، 2005 ؛
21. عرفان تقى الحسنى،"التمويل الدولى"،دار مجداوى للنشر والتوزيع،ط1،عمان،الأردن،1999؛
22. عرفان تقى الحسنى،" التمويل الدولى " ، دار مجداوى للنشر ، الطبعة 2 ، عمان ،الأردن ، 2002؛
- 23.علي توفيق الصادق، علي أحمد الببل، محمد مصطفى عمران،"نظم وسياسات أسعار الصرف"؛ صندوق النقد العربي ، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبى ،سبتمبر 2002؛
- 24.عمر محى الدين الجباري، "التمويل الدولى" ، الأكاديمية العربية المفتوحة في دنمارك؛
- 25.فرنسيس جيرو نيلام ،"الاقتصاد الدولي " ، ترجمة محمد عزيز ،جامعة قاريونس ، ليبية، 1991؛
- 26.كنجو عبود كنجو، مروان شمومط، "أسس الاستثمار" ، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2008؛
- 27.ماهر كنج شكري، مروان عوض، "المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق " ، ط1 ، معهد الدراسات المصرفية ، عمان ،الأردن ، 2004؛
28. مجدي محمود شهاب " الوحدة النقدية الأوروبية الإشكاليات و الآثار المحتملة على المنطقة العربية " ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، مصر ، 1998؛
- 29.مجموعة من الباحثين، "الأزمة المالية أسباب وحلول من منظور إسلامي" ، ط1 ، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ، مركز النشر العلمي جامعة الملك عبد العزيز ، جدة، 2009؛
30. محمد سيد عابد، " التجارة الدولية " ، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية ، جامعة الإسكندرية ، 2001؛
- 31.محمد عبد العزيز عجمية، مدحت محمد العقاد، " النقود و البنوك و العلاقات الاقتصادية الدولية " ، دار النهضة للطباعة والنشر؛
32. محمود حسين الوادي، كاظم جاسم العيساوي، " الاقتصاد الكلى "تحليل نظري وتطبيقي" ، دار المسيرة للنشر والتوزيع وطباعة ،الأردن ، 2007 ؛
- 33.مدحت صادق،"النقود الدولية و عمليات الصرف الأجنبي" ، دار غريب للطباعة و النشر و التوزيع، ط1،القاهرة ،مصر ،1997؛
- 34.مفلح هزاع،" التمويل الدولي " ، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية ، حلب ، سوريا ، 2007 ؛
- 35.موريس آليه،" الشروط النقدية لاقتصاد السوق من درس الأمس إلى إصلاحات الغد –" ، نشر المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ، جدة ، 1993
36. موسى سعيد مطر وأخرون،"المالية الدولية" ، دار الصفاء للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، 2008؛

37. هوشيار معرف، "تحليل الاقتصاد الدولي" ، دار جرير، الطبعة الأولى، 2006؛
38. هيتم عجام ،"التمويل الدولي" ، دار زهران، الأردن،2006؛
39. وليد عبد الحميد عايب،"الأثار الاقتصادية الكلية لسياسة الإنفاق الحكومي " ، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان ، 2010 .

## 2-المجلات والدوريات العلمية

1. بول هيلبرز ، و راسل كروجر ، و ماريتا موريتي، "مؤشرات الحبيطة الكلية و أدوات جديدة لتقدير سلامة النظام المالي" ، مجلة التمويل و التنمية،م37،العدد03،صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2000؛
2. عبد العلى جبيلي وفيتالي كرامارينكو ،"بلدان الشرق الأوسط و شمال إفريقيا هل تعوم عملاتها أم تربطها بعملة أخرى" ،مجلة التمويل التنمية، صندوق النقد الدولي ،مارس 2003؛
3. كريستيان ملدر،"عين العاصفة - يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية و تدابير الحل "،مجلة التمويل و التنمية ،م 39 ، عدد 4 ، صندوق النقد الدولي ،ديسمبر،2002؛
4. ناجي التونسي،"الأزمات المالية" ، سلسلة جسر التنمية، ع29،المعهد العربي للتخطيط،الكويت،2004؛

## المؤتمرات ،الندوات و الملتقيات

1. بو عتروس عبد الحق، "تقنيات إدارة مخاطر سعر الصرف" ، مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الدولي حول إدارة المخاطر و اقتصاد المعرفة، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم الإدارية، جامعة الزيتونة،الأردن؛
2. جمعة محمود عباد،"الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وآثارها الحالية والمتواعدة على الجهاز المصرفي الأردني " ، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان ،لبنان ، 2009
3. حيدر نعمة الفريجي ،"أثر تقلب صرف اليورو في المخاطرة المصرفية دراسة تحليلية" ، الملتقى الدولي الأول حول اليورو واقتصاديات الدول العربية فرص وتحديات ، جامعة الأغواط، 18-20أبريل 2005؛
4. فريد كورتل، كمال رزيق،"الأزمة المالية :مفهومها،أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية" ،المؤتمر العلمي الثالث حول : الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصادات الدول – التحديات والأفاق المستقبلية، جامعة الإسراء الخاصة بالاشتراك مع كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ،الاردن،29-28أبريل 2009؛
5. كتوش عاشور، قورين حاج قويدر، " دور الاعتماد المستندي في تمويل التجارة الخارجية - حالة مؤسسة SNVI " ، الملتقى الدولي حول "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات- النامية " ، جامعة بسكرة، أيام 21-22 نوفمبر 2006؛

6. نبيل مهدي الجنابي ، "ففقيعات الأزمة المالية العالمية" ، بحث مقدم الى ندوة كلية الادارة والاقتصاد  
جامعة القادسية ، أكتوبر، 2008؛

### الأطروحات والمذكرات والمطبوعات الجامعية

1. بوحفص روانى، دحو سليمان، "المالية الدولية" ، مطبوعة مقدمة لطلبة مالية المؤسسة والتجارة الدولية،  
جامعة غرداية ، 2019/2020؛
2. بوصبيع صالح رحيمة، " محاضرات في مقاييس :سياسات وإدارة مخاطر الصرف" ، جامعة الشهيد حمة  
لخضر- الوادي، 2019-2020،
3. حنان لعروق ، " سياسة سعر الصرف و التوازن الخارجي، دراسة حالة الجزائر" ، مذكرة لنيل شهادة  
الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، 2004؛
4. السعيد عنافي ،"اثار تقلبات سعر الصرف وتدابير المؤسسة الاقتصادية لمواجهتها ،حالة مؤسسة الملح  
بسكرة" ،رسالة ماجister في العلوم الاقتصادية ،فرع تسيير المؤسسات ، جامعة الحاج لخضر باتنة -  
2005-2006؛
5. صالح مفتاح، "محاضرات في المالية الدولية" ، مطبوع بيادغوجي لسنة رابعة مالية نقود وبنوك ، جامعة  
محمد خضر بسكرة ، 2001/2002؛
6. العراقي بشار احمد، آليات النظام النقدي الدولي وأثرها في متغيرات نقدية في الأقطار النامية، أطروحة  
دكتوراه، جامعة الموصل، الموصل، العراق، 2005؛
7. علاء عبد الفتاح شنب ،"دراسة العوامل المؤثرة في ميزان المدفوعات الليبي المنهج النقدي خلال  
الفترة 1970-2005 دراسة تطبيقية على الاقتصاد الليبي" ، رسالة تدخل ضمن متطلبات الحصول على  
شهادة الماجستير في الاقتصاد، جامعة بنغازى، ليبيا، 2011-2012؛
8. فوزي زغاد،"اشكالية ادارة الاحتياطيات المالية الدولية - دراسة حالة بنك الجزائر (2000-2012)" ،  
مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة المسيلة، 2013-2014؛
9. محمد علة ،"أثر الدولار على الاقتصاد الجزائري" ، رسالء ماجستير في العلوم الاقتصادية ،فرع التحليل  
الاقتصادي ، جامعة الجزائر ، 2002/2003؛
10. ودان بو عبدالله، "آليات المؤسسات النقدية في التوقى ومواجهة الأزمات المالية الدولية دراسة حالة  
الأزمة المالية العالمية" ، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية  
جامعة تلمسان، 2014-2015؛

**تقارير ودراسات**

1. مركز الأبحاث الاقتصادية والاجتماعية والتدريب للدول الإسلامية، "النظام المالي الإسلامي والصيرفة: البديل الممكن في أعقاب الأزمة المالية العالمية"، تقرير منظمة المؤتمر الإسلامي حول: الأزمة المالية العالمية لعام(2008-2009)، جوان 2009

**قائمة المراجع بلغات أجنبية****الكتب باللغة الإنجليزية**

1. Kozak yuriy," **international finance training manual**", cul,Ukraine, 5 th edition, 2015,
2. SALVATOR Dominick, **International Economics**, Macmillan publishing company,New York, USA, 1990
3. Levi, Maurice D.. **International Finance**, 4th Edition. New York, NY: Routledge. 2005
4. James Gerber," **International Economic**", 3rd ,Pearson Educations Inc , USA, 2005

**الكتب باللغة الفرنسية**

1. Dictionnaire d'économie et social, EditionDunod, paris, 1999,
2. K.Michael Finger , Ludger Schuknecht, " **Commerce, Finance et Crises Financières**", Organisation Mondiale du Commerce, 1999
3. Krugman P. & Obstfeld M, " **Economie internationale**",7em édition, ED. Pearson Education , juillet 2006
4. Krugman P. & Obstfeld M, " **Economie International**", Edition De Boeck Universite, 3<sup>e</sup>:Edition ,Bruxelles , Belgique,2001,
5. Robert BOYER. Mario DEHOVE. Dominique PLIHON, "les crises financières",Ed La Documentation française,Paris,2004

**المجلات والدوريات العلمية بلغات أجنبية**

1. Diamond, Douglas W., Dybvig, Philip H., "**Bank Runs , Deposit Insurance , and Liquidity**", Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Vol. 24, No. 1, Winter 2000

**المؤتمرات والندوات والملتقيات بلغات أجنبية**

1. Fredric Mishkan ,"**Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries**"A Paper of the NBER Conference ,Economics of Financial Crises in Emerging Market Countries,Woosstock,Vermont,Oct19 –21 2000.

**تقارير ودراسات بلغات أجنبية**

1. Bank for International Settlements, " **Foreign exchange turnover in April 2019**", (vsité le 02/08/2020) [https://www.bis.org/statistics/rpfx19\\_fx.pdf](https://www.bis.org/statistics/rpfx19_fx.pdf)
2. Barry Jhonston,Jingqing Chai and Liliana Scumacher,"Assesing Financial System Vulnerability",IMF Working Paper , April 2000
3. Demerguc Kunt et als.," **Inside the Crisis:An Emperical Analysis of Banking Systems in Distress**", IMF Working paper wp/00/56 oct.2000
4. Michael Papaioannou," **Exchange Rate Risk Measurement and Management: Issues and Approaches for Firms** ", IMF Working Paper ,International Monetary Fund, WP/06/255, November 2006,
5. Patric T . Downes,David Martson and Inci Otker ,"**Mapping Financial Sector Vulnerability in non-Crisis Country**", IMF Discussion Paper ,1999

**موقع إلكترونية:**

1. صندوق النقد الدولي، "المحة عن صندوق النقد الدولي" ، تم الاطلاع (23/11/2020) على الرابط:  
<https://www.imf.org/ar/About/Factsheets/IMF-at-a-Glance>
2. صندوق النقد الدولي، "ما هو صندوق النقد الدولي" ، تم الاطلاع (23/11/2020) على الرابط :  
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/what/ara/whata.htm>
3. IMF," **Special Drawing Right (SDR)**" ,.(vsité le 12/08/2020)  
<https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/51/Special-Drawing-Right-SDR>
4. -IMF,"**Currency units per SDR for October 2020**", (vsité le 22/11/2020)  
[https://www.imf.org/external/np/fin/data/rms\\_mth.aspx?SelectDate=2020-10-31&reportType=CVSDR](https://www.imf.org/external/np/fin/data/rms_mth.aspx?SelectDate=2020-10-31&reportType=CVSDR)
5. IMF,"**SDR Interest Rate Calculation**" ,.(vsité le 22/11/2020)  
[https://www.imf.org/external/np/fin/data/sdr\\_ir.aspx](https://www.imf.org/external/np/fin/data/sdr_ir.aspx)
6. Tejvan Pettinger, **J-Curve Effect**, (vsité le 22/08/2020)  
<https://www.economicshelp.org/blog/143448/economics/j-curve-effect/>
7. <https://www.imf.org/en/About>
8. Robert Chapman.,“**The Derivative Mess**”,  
[<http://www.usagold.com/derivativeschapman.html>] vsité le 22/08/2011