



المالية الدولية

مطبوعة محكمة موجهة لطلبة السنة الثالثة تجارة دولية وإمداد

إعداد:

الدكتورة أسماء بلميهوب

الصفحة	فهرس المحتويات
	قائمة المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
	قائمة الإطارات
6	مقدمة
23-7	المحور الأول: مدخل للمالية الدولية
8	أولاً: مفهوم المالية الدولية
12	ثانياً: تدويل الأنظمة النقدية والمالية
49-24	المحور الثاني: أسواق ونظم الصرف
25	أولاً: سوق الصرف
33	ثانياً: أسعار الصرف
42	ثانياً: أنظمة الصرف
66-50	المحور الثالث: إدارة مخاطر الصرف
51	أولاً: تعريف خطر الصرف وأنواعه
53	ثانياً: اختيار سياسة إدارة خطر الصرف
60	ثالثاً: تقنيات تغطية مخاطر الصرف في الصفقات
84-67	المحور الرابع: وسائل التمويل الدولية
68	أولاً: الودائع بعملات أجنبية (Euro-dépôts)
73	ثانياً: القروض بعملات أجنبية (الأورو-قروض)
76	ثالثاً: الإصدارات الدولية
94-84	المحور الخامس: ميزان المدفوعات
85	أولاً: مفاهيم حول ميزان المدفوعات
87	ثانياً: هيكل ميزان المدفوعات



94	ثالثا: اختلالات ميزان المدفوعات وآليات التعديل
125-101	المحور السادس: العولمة المالية
102	أولا: مفهوم العولمة المالية
108	ثانيا: تدويل الأزمات في ظل العولمة المالية
143-126	المحور السابع: المؤسسات النقدية والمالية الدولية
127	أولا: الحوكمة العالمية في المجال النقدي والمالي
130	ثانيا : المؤسسات النقدية والمالية الدولية
138	ثالثا: بعض البنوك الإقليمية للتنمية
143	خاتمة
144	قائمة المراجع

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجداول	الصفحة
01	الميزانية المجمعة للمعاملات المالية في اقتصاد مغلق	15
02	النظام النقدي والمالي الدولي	16
03	تواريخ الاستحقاق القياسية لعقود "أورو/دولار"	32
04	تأثير انخفاض سعر صرف الدولار الأمريكي على هامش الربح بالدولار الكندي	53
05	تواريخ استحقاق عقود الأورو مقابل الدولار في بورصة شيكاغو التجارية 2023/12/22	56
06	تسعيرات خيارات الشراء والبيع لعقد مارس 2024 (أورو/دولار)	58
07	رموز التصنيف في الأجلين القصير والطويل	81
08	ميزان المدفوعات الفرنسي لسنتي 2021 و2022	91
09	ميزان المدفوعات الجزائري لسنتي 2021 و2022	92
10	تتابع الموجات الطويلة	113

قائمة الإطارات

الرقم	عنوان الإطار	الصفحة
01	الفرق بين العوامة والتدويل	108
02	نظرة عامة حول مفهوم المنظمات الدولية	127
03	منظمات نظام الأمم المتحدة	129

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
01	مكونات المحيط المالي الدولي	9
02	وضعية الندرة في رأس المال	10
03	وضعية الوفرة من رأس المال	11
04	أهمية أربع عملات مفتاحية للنظام النقدي والمالي الدولي 2022	20
05	أسعار مختلف العملات الدولية مقابل الدينار الجزائري لتاريخ 18 ديسمبر 2023	26
06	سعر صرف الأورو مقابل الدولار بتاريخ 2023/12/18	27
07	أهمية العملات العشر الأولى ضمن حجم التداول على العملات (2019)	28
08	حجم التداول الحاضر اليومي في الساحات المالية الكبرى	29
09	خصائص العقد "أورو/دولار" في مجموعة بورصة شيكاغو التجارية	31
10	سيرورة الحصول والتسديد لتسبيق بالعملات للتصدير	61
11	السعر المقدم فيما بين البنوك بتاريخ 2023/03/18	72
12	تطورات تاريخية للسعر المقدم فيما بين البنوك LIBOR	72
13	شكل تخطيطي يوضح سيرورة الأورو-قروض	74
14	أوزان العملات الرئيسية في وحدة حقوق السحب الخاصة	133
15	التوزيع الجغرافي لتدخلات البنك العالمي لسنة 2019	137
16	توزيع مبالغ البنك 6156 مليون و.ح على الأهداف الخمس (2022)	139
17	التوزيع الجغرافي لموافقات البنك الإسلامي للتنمية لسنة 2022	141

مقدمة

أدى الانفتاح التجاري بين الدول منذ الثلث الأخير من القرن التاسع عشر (1870) مع أولى مظاهر التقسيم الدولي للعمل إلى بروز أدوات لتسوية المعاملات المختلفة، وتطور مستمر لأساليب وطرق هذه التسويات.

في البداية، كانت العلاقات المالية الدولية ترتكز على مشاكل ميزان المدفوعات، وهذا يعني أساسا تسوية أرصدة الموازين الجارية التي تتحدد بالمبادلات في السلع والخدمات أو بتدفقات رؤوس الأموال، ولكن ابتداء من نهاية السبعينات شهدت حركة رؤوس الأموال الدولية اتساعا كبيرا بفعل التطور التكنولوجي وأثره على النقل والاتصالات، وما صحبه من تطور في قوانين وتشريعات الدول فيما يتعلق بدخول وخروج الأموال، إضافة إلى الازدهار الذي شهده نشاط الشركات متعددة الجنسيات وكل عمليات الاستثمار الدولي، كما عرفت تلك المرحلة تطور ما يعرف "بالدول المصنعة حديثا" وهي البلدان الناشئة في أمريكا الوسطى والجنوبية، وفي جنوب شرق آسيا وأستراليا وجنوب أفريقيا، وهي بلدان شكلت جزءا من الحركية في العلاقات المالية الدولية.

أصبحت عمليات التمويل الدولي عبارة عن شبكة كثيفة من عمليات الشراء والبيع، الإقراض والاقتراض، التغطية والمضاربة ... والتي تتخطى الحدود الوطنية لتشكل سوقا ضخمة عالمية تتميز بالاعتماد المتبادل بين مختلف أسواق الدول، وذلك من خلال تواصل الأسواق المالية، ترابط أسعار الفائدة، مشتقات مالية للانتقال بين أقسام سوق رأس المال.

ستتطرق المطبوعة في محورها الأول إلى مدخل للمالية الدولية من خلال التعرض لمفهومها وإطارها النظري، ثم الاهتمام بأبعاد المالية الدولية للوصول إلى أهميتها وفوائدها في نهاية المحور، أما المحور الثاني فهو يركز على سوق الصرف بصفة عامة، من خلال فهم انواعه، ثم محدداته مع عرض أمثلة. المحور الثالث يتناول أدوات وأساليب إدارة مخاطر الصرف، ثم يتطرق المحور الرابع لمختلف وسائل التمويل الدولية المتمثلة في أسواق الأورو عملات وكذلك الإصدارات الدولية للأوراق المالية (السندات)، المحور الخامس يتناول دراسة ميزان المدفوعات سواء من إطاره النظري والتطبيقي، ليتم في المحور السادس التطرق للعملة المالية من حيث مفهومها وتدويل الأزمات المالية من خلال الانفتاح المالي الذي تفرضه، للوصول في المحور السابع إلى البنية المؤسسية للمالية الدولية من خلال عرض لمختلف المؤسسات المالية الدولية و البنوك الإقليمية للتنمية والتي تهتم بتأطير العمليات المالية على المستوى الدولي والإقليمي.

المحور الأول:

مدخل للمالية الدولية

إن التطور المستمر في أساليب وطرق وأدوات التسوية قد خلق مجالا واسعا لما يعرف بالتمويلات الدولية، وذلك لمرافقة تدفقات التجارة الدولية للسلع والخدمات، وحركة الاستثمارات الحقيقية وكذلك المالية، إضافة إلى تزايد عمليات الإقراض والاقتراض فيما بين الدول، وقد عرفت المعاملات المالية الدولية منذ ازدهارا منذ نهاية الحرب العالمية الثانية (1945) تزامنا مع تأسيس النظام العالمي الجديد (نظام الأمم المتحدة الاجتماعي السياسي، ونظام بروتن وودز النقدي والمالي). في هذا المحور سيتم التطرق إلى مفهوم المالية الدولية وعملية تدويل الأنظمة النقدية والمالية للدول، وصولا إلى العولمة المالية.

الأهداف التعليمية

- ◉ الهدف الأول: التعرف على مفهوم المالية الدولية وأبعادها؛
- ◉ الهدف الثاني: فهم عملية التدويل للأنظمة النقدية والمالية للدول؛
- ◉ الهدف الثالث: تكوين صورة واضحة عن النظام النقدي الدولي؛

المحور الأول: مدخل للمالية الدولية

تعد المالية الدولية ضرورة لوجود واستمرار الاقتصاد، حيث تتطلب عملية التنمية الاقتصادية الاجتماعية توفير رأس المال كأحد أهم عناصر الإنتاج، مما يدفع البلدان نحو اللجوء إلى رأس المال الأجنبي لتجاوز النقص في العملية التمويلية للأنشطة الاقتصادية، تمارس نشاطات المالية الدولية من قبل المؤسسات الدولية: مصارف دولية، صناديق الاستثمار والادخار، كذلك من قبل الأسواق المالية الدولية إضافة إلى المؤسسات المنبثقة عن منظمة الأمم المتحدة ومنظمات بروتن وودز.

أولاً: مفهوم المالية الدولية

المالية الدولية هو الفرع الذي يدرس ويحلل العلاقات النقدية والاقتصاد الكلي بين دولتين أو أكثر، يدرس فرع المالية الدولية، مواضيع متنوعة: كالنظم المالية الدولية، وميزان المدفوعات، والاستثمار المباشر أو أسعار الصرف، غالبًا ما يشار إليها أيضًا بمفهوم "الاقتصاد النقدي الدولي"، لأنها تركز على العلاقات الخارجية وليس داخل الدولة.

1-تعريف المالية الدولية

تعرف المالية الدولية على أنها مجموعة العلاقات لخلق واستخدام الأموال اللازمة للنشاط الاقتصادي الأجنبي للشركات الدولية وكذلك البلدان¹، تعد المالية الدولية أحد الأنظمة الفرعية الرئيسية للاقتصاد العالمي، ولها تأثير حاسم على الاقتصاد الوطني والعالمي، في الوقت نفسه، يعمل التمويل الدولي كنظام متكامل، يضم العناصر التالية:

- النظام النقدي الدولي الذي يتميز بمكوناته الرئيسية: العملة الوطنية والاحتياطية، والعملات المشتركة الدولية، شروط قابلية التحويل المتبادل، تعادل العملة، سعر الصرف وكذلك الآليات التنظيمية الوطنية والدولية لأسعار الصرف؛

- المدفوعات الدولية التي تخدم حركة السلع وعوامل الإنتاج والأدوات المالية وميزان المدفوعات والتي تعكس كافة المعاملات المتعلقة بالمدفوعات الدولية.

- الأسواق المالية الدولية وآليات التداول بأدوات مالية محددة - العملة والقروض والأوراق المالية:

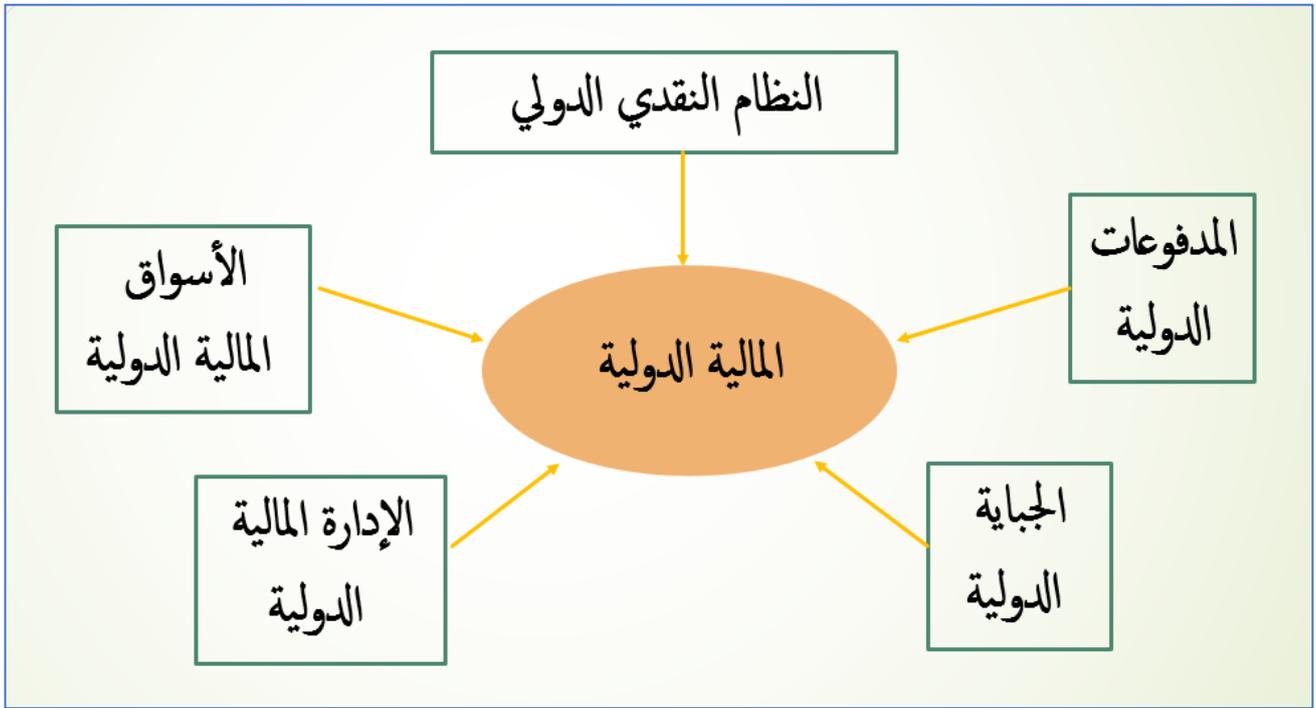
¹Yuriy KOZAK and al, International Finance : Training Manual, 5th Edition, CUL Editions, Chisinau (Kiev) – Katowice (Poland) – New York – Tbilissi (Georgia), 2015, P.11.

- الجباية الدولية كوسيلة لتعبئة الأموال؛

- الإدارة المالية الدولية للشركات العابرة للقوميات حيث يتم الاستثمار الدولي وإدارة المخاطر والتمويل العابر للقوميات وما إلى ذلك¹.

الشكل الموالي يوضح مكونات المحيط المالي الدولي

الشكل (1): مكونات المحيط المالي الدولي



Source : Yuriy KOZAK and al, International Finance : Training Manual, 5th Edition, CUL Editions, .Chisinau (Kiev) – Katowice (Poland) – New York – Tbilisi (Georgia), 2015, P.11

2- الندرة والوفرة من رأس المال كمحرك للمالية الدولية

ترتبط المالية الدولية بعملية انتقال رؤوس الأموال بكافة أشكالها بين مختلف دول العالم بغرض التمويل، ويعني المجال الدولي لعملية التمويل أن رأس المال يتحرك خارج الحدود السياسية للبلدان، حيث يبين مدى اختلاف الدول في مجال الفائض والعجز في عنصر رأس المال، ويتحدد الاتجاه الذي يسلكه رأس المال من دولة لأخرى انطلاقاً من شكل العلاقة بين الادخار والاستثمار داخل كل دولة، ويعتبر معيار "الندرة" من رأس المال محركاً رئيسياً لعملية الانتقال.

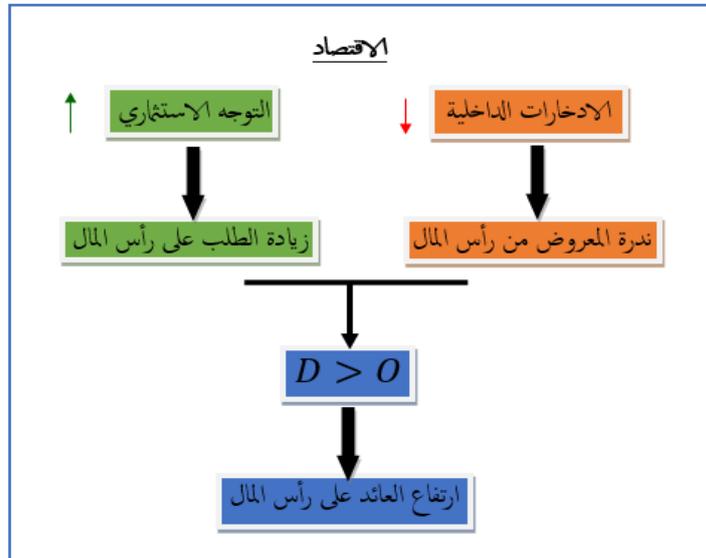
¹Ibid., P.12.

أ-خصائص البلدان المقترضة

هي بلدان تحتاج إلى تمويل خارجي، تتميز بالندرة في المعروض من رأس المال ما مقارنة بالطلب عليه، مما ينتج عنه ظهور فجوة بين العرض والطلب على رأس المال، ويؤدي ذلك إلى ارتفاع عائد رأس المال في هذه الدولة (الفوائد أو الأرباح)، مما يقود إلى تزايد تدفق رؤوس الأموال نحو هذه الدولة.

ندرة المعروض من رأس المال تعبر عن انخفاض الادخارات الداخلية للأفراد والمؤسسات، بينما تعبر الزيادة النسبية في الطلب على رؤوس الأموال إلى توجه داخلي نحو الاستثمار، ويؤدي هذا الاختلال بين عرض رأس المال والطلب عليه إلى ظهور منافسة للحصول على الأموال الضرورية للاستثمار، والتي تترجم من خلال ارتفاع معدلات العائد على رأس المال.

الشكل (2): وضعية الندرة في رأس المال

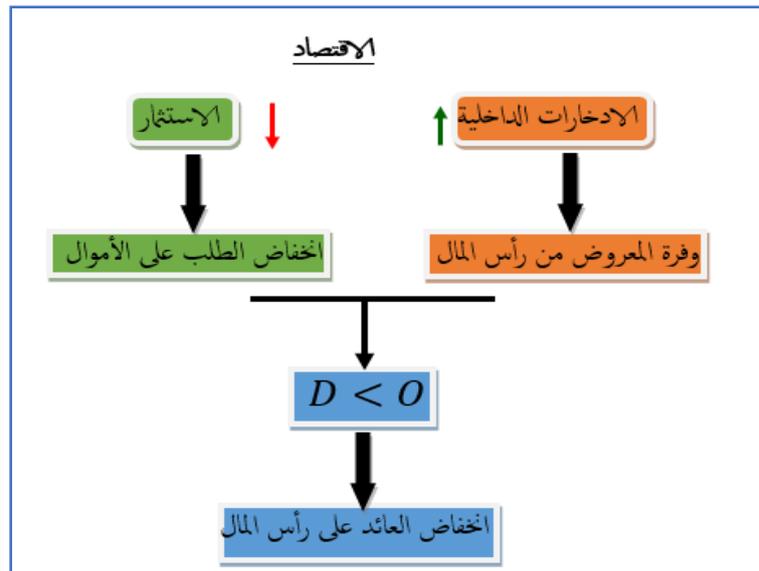


المصدر: من إعداد الباحثة

ب-مميزات البلدان المقترضة

وهي بلدان لديها فائض من رؤوس الأموال، تتميز بدرجة كبيرة من التشبع على مستوى الاقتصاد، حيث تكون الاستثمارات أقل مردودية، وذلك راجع لكون الادخارات كبيرة إضافة إلى وجود توجه استثماري إلا أن قدرة هذه الاقتصاديات على استيعاب استثمارات جديدة تكون محدودة، مما يخفض العائد على رأس المال (فوائد أو أرباح)، يترجم ذلك بتزايد مستوى الوفرة في المعروض من رؤوس الأموال الاستثمارية، مع انخفاض فرص الاستثمار ذات العائد المرتفع، مما يؤدي إلى محاولة إيجاد فرص استثمار خارجية.

الشكل (3): وضعية الوفرة من رأس المال



المصدر: من إعداد الباحثة

إذن تعتبر المالية الدولية أداة لانتقال رؤوس الأموال من الاقتصاد الأكثر وفرة من رأس المال نحو الاقتصاد الأقل وفرة (الأكثر ندرة)، لكونها تتبع البلدان حيث ترتفع العوائد على رأس المال وذلك بغرض زيادة فعالية استثماراتها في الخارج أو توظيف الأموال، إلا أن عملية الانتقال هذه تتطلب عملية تحرير للأنظمة المالية للبلدان، ويتأتى ذلك من خلال إلغاء كل القيود التنظيمية والإدارية أمام تدفقات الاستثمارات المالية من بلد لآخر.

3-أنواع التدفقات الدولية لرؤوس الأموال

تنقسم هذه التدفقات إلى تدفقات رسمية وتدفقات غير رسمية، يمكن تلخيصها فيما يلي:

أ- التدفقات الرسمية:

يقصد بها تلك القروض التي تعقد بين حكومات الدول المقرضة وحكومات الدول المقترضة، أو إحدى هيئاتها العامة أو الخاصة، كما تمتد التدفقات الرسمية إلى تلك القروض التي تعقد بين الحكومات المقترضة والمنظمات الدولية والإقليمية ومتعددة الأطراف، بالنسبة للاقتصاد الأمريكي مثلا تشمل تدفقات رأس المال الرسمية التغيرات في الاحتياطي النقدي للولايات المتحدة، وصرف العملات الأجنبية، واتفاقيات السحب الخاصة مع صندوق النقد الدولي. بشكل عام، تنجم التغيرات في الأصول الرسمية الأجنبية للبلاد عن

المعاملات المتعلقة بسندات الخزنة الأمريكية، والتزامات الحكومة الفيدرالية، وحتى الأسهم والسندات الأمريكية التي يحتفظ بها الاحتياطي الفيدرالي¹.

ب- التدفقات الخاصة (غير الرسمية):

هي كل القروض الممنوحة من جهات خاصة (أفراد ومؤسسات) إلى حكومات الدول المدينة (المقترضة) أو المؤسسات العامة أو الخاصة، وهذا النوع من التدفقات قد يأخذ شكل قروض تجارية (تسهيلات الموردين)، أو قروض مصرفية، السندات الدولية (القروض السندية)، أو استثمار أجنبي مباشر أو أيضا استثمارات المحفظة المالية (أسهم)².

ثانيا: النظام النقدي والمالي الدولي

لقد تطور النظام النقدي والمالي الدولي بظهور مجموعة من المؤسسات والأدوات والتدفقات النقدية والمالية، حيث ساهم هذا النظام بشكل حاسم في عملية التكامل الاقتصادي الدولي، من خلال تمويل التجارة وعبر تدفقات رؤوس الأموال، وهو ليس عبارة عن هيكل منظم بصورة جامدة، لكنه ديناميكي بفضل التدفق الدائم للابتكارات وكل الأدوات المالية، مما خلق ضغوطا داخلية قوية تدفعه دوما نحو التوسع.

1- مفهوم النظام النقدي والمالي

يتكون النظام النقدي والمالي الدولي (SMFI) من أنظمة تحكم تبادل السلع والخدمات والأدوات المالية بين البلدان، تتشكل هذه الأنظمة حاليا من مجموعة سياسات ذات بعد وطني في عالم يتميز أساسا بحرية تدفقات رأس المال، في حقيقة الأمر تركز الأنظمة النقدية الوطنية على استقرار أسعار العملات، ولكن يُسمح لها أيضا بالتقلب بدرجات متفاوتة: فالعملات الدولية الرئيسية تتغير بحرية، في حين يتم إدارة أسعار العملات الأخرى بدرجات أكبر أو أقل. تسمح الأنظمة المالية عمومًا بحرية حركة الأموال عبر الحدود والعملات، لكن بعض الدول لا تزال تفرض قيودًا. ويتخذ القيد الرئيسي أمام المعاملات المالية شكل التنظيم والإشراف التحوطي، الذي يستند جزئياً إلى المعايير الدولية³.

¹ Corporate Finance Institute, Capital Flows, at CFI Website,

(<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/economics/capital-flows/>) Accessed 06/01/2024.

² Management Heaven, Types Of International Capital Flows, at Management Heaven Website

(<https://managementheaven.com/types-of-international-capital-flows/>), accessed 06/01/2024.

³ Banque des Règlements Internationaux, Rapport Annuel n°85, Bâle, 28 juin 2015, P.101.

أ-تعريف النظام النقدي الدولي

يعتبر النظام النقدي الداخلي للدول بصفة عامة تنظيماً لعملية إصدار واستخدام العملة من طرف المتعاملين الاقتصاديين حسب الحاجة إليها لأداء وظائفها التقليدية: كوحدة قياس ووسيلة دفع وكذلك كأداة احتياط. ولكن النقود على المستوى الدولي تمارس إضافة إلى وظائفها التقليدية أدواراً أخرى تتمثل في كونها وسيلة تدخل البنوك المركزية على سوق الصرف، وأداة استثمار وتمويل وقد تمثل كذلك عملة مرجعية لغيرها من العملات، ويمكن تعريف النظام النقدي الدولي على أنه "مجموع القواعد والآليات التي تسمح بتسوية المعاملات بين الدول، ويتضمن التنظيم وشروط التعديل التي تفرض على سياسات الدول، كما يشتمل بشكل خاص على اختيار نظام الصرف"¹.

يستخدم مصطلح النظام في العلاقات النقدية الدولية على ثلاث مستويات، فهو يعبر عن جهة عن تركيب معقد لمجموعة من الآليات والممارسات العمومية والخاصة والتي تنظم العلاقات النقدية بين المتعاملين الدوليين (دول أو خواص)، وتضمن التعديل والاستقرار الديناميكي من خلال التواصل بين مكونات النظام بالإضافة إلى قدرته على الانتظام ذاتياً للاستجابة إلى التغيرات في محيطه الاقتصادي.

ومن جهة أخرى يشتمل النظام على مختلف الأدوات والطرق والأساليب المتبعة في فترة معينة لبناء وتحديد العلاقات بين العملات، وذلك من خلال تبني اتفاقات بين مجموعة من الدول لتنظيم المدفوعات فيما بينها وتحديد أسعار الصرف بين عملاتها والعلاقات بين الأنظمة النقدية للدول، ومن جهة ثالثة يمتد مفهوم النظام ليشتمل على معنى التنظيم القانوني، ويقصد به مجموعة القواعد القانونية والمؤسسات التي تؤطر الدور الدولي للنقود والعلاقات فيما بينها، وتوحي فكرة التنظيم بالانضباط سواء التلقائي أو المفروض فالنظام النقدي الدولي يخضع سلوكيات المتعاملين الخواص والعموميين لقيود وضوابط ومعايير في مختلف الميادين وخصوصاً فيما يتعلق بالإصدار ووسائل الدفع الدولية².

ويشار هنا أن النظام كمفهوم يحمل معنى التناسق بين مكوناته من مؤسسات وآليات وقوانين، وليس مجرد تجمع لتلك العناصر. وبصفة عامة يمكن القول إن النظام النقدي الدولي هو ذلك الترتيب الدولي لاستخدام النقود أو ما يسمى السيولة الدولية.

¹Jean-Pierre ALLEGRET, Monnaie, finance et mondialisation, 3^{ème} édition, Vuibert Editions, Paris, 2008, P.37.

²Jean-Pierre ALLEGRET et René SANDRETTO, Les implications de l'euro pour la dynamique du système monétaire international, Revue Cahiers du Curei, N°14, Janvier 2000, P.83.

ب-تعريف النظام المالي الدولي

النظام المالي على المستوى الداخلي هو نظام يضم شبكة من الأسواق المالية والمؤسسات المالية ورجال الأعمال والدولة وهي التي تقوم بتكوين هذا النظام وتنظم وتضبط عملياته وتراقبه، أما على المستوى الدولي فهو عبارة عن "مجموعة من الترتيبات النقدية والمالية بين الجهات الكبرى العامة والخاصة المشاركة في تنظيم أسعار العملات ومختلف المتدخلين في السيولة الدولية وتخصيص الموارد المالية على المستوى العالمي"¹.

تتلخص أهمية النظام المالي في عدة وظائف يؤديها للمجتمع، فهو يسمح بتقديم الائتمان لتمويل شراء السلع والحصول على الخدمات وتمويل الاستثمارات، كما يسمح أيضا بدفع المستحقات وأداء الالتزامات في شكل عملات أو شيكات أو وسائل دفع أخرى يتم خلقها عبر النظام، ومن جهة أخرى يؤدي النظام المالي إلى خلق منافذ الادخار خصوصا من خلال الاستثمار في الأوراق المالية أو التوظيف عبر إقراض فوائض أموالهم.

حسب أنصار التحرير المالي فإن البلدان تستطيع تحقيق مكاسب معتبرة إذا اتجهت نحو تحرير كامل لحساباتها الخارجية، والسماح بقابلية تحويل كلية لعملائها، وهو ما تنص عليه المادة "8" من مواد اتفاقيات صندوق النقد الدولي، وتتلخص إجراءات تدويل القطاع المالي تحرير كل المعاملات التالية أو جزء منها:

-المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر وذلك بإلغاء كل القيود المفروضة على التدفقات الداخلة والخارجة للاستثمار المباشر، أو على تصفية الاستثمار وتحويلات الأرباح عبر الحدود؛

-المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية (أسهم، سندات ومشتقات ...) وتشمل كل العمليات على الأوراق المالية عبر الحدود بين المقيمين وغير المقيمين؛

-المعاملات الخاصة بالائتمان التجاري والمالي والضمانات والكفالات والتسهيلات الكلية وتشمل الائتمانات فيما بين المقيمين وغير المقيمين؛

-المعاملات المتعلقة بالبنوك التجارية: ودائع وقروض أجنبية واقتراض البنوك من الخارج؛

-المعاملات المتعلقة بتحركات رؤوس الأموال الشخصية وتشمل المعاملات الخاصة بالودائع، القروض، الهدايا والمنح، الميراث أو تسوية الديون.

¹Gail D. FOSLER, International Monetary System vs. International Financial System– and the Significance for Policy Makers, December, 2011, at (<https://www.studocu.com/row/document/jomo-kenyatta-university-of-agriculture-and-technology/banking-and-finance/international-finance-systems/74923881>) in 12/12/2023.

2- عملية تدويل النظام النقدي والمالي

لقد أدت الكثير من العوامل التجارية والاستثمارية على المستوى الدولي إلى تطور آليات كل من النظام النقدي والنظام المالي لتواكب تلك التغيرات والتحولت في هيكل العلاقات النقدية والمالية الدولية، فهي تعكس جملة من التفاعلات السلوكية للبلدان والأسواق والمتعاملين، والتي تعطي ملامح لمختلف مراحل النظام، سيتم التعرف على هيكل التدفقات على المستوى الوطني ومحاولة تلخيصها محاسبيا، ثم يتم الوصول إلى تجديد التغيرات التي ترتبط بانفتاح الحسابات على الخارج، وكذلك انطواء العمليات على أكثر من عملة.

أ-النظام النقدي والمالي في اقتصاد مغلق

بغرض فهم أنواع العلاقات الموجودة داخل النظام النقدي والمالي، سيتم التعرف على التمويل غير المباشر عبر البنوك (النظام النقدي) المتمثل في عمليات قبول الودائع وتقديم القروض، كما نتعرض لعلاقات البنوك بالبنك المركزي من خلال عمليات إعادة التمويل والاحتياطات، أما فيما يتعلق بالتمويل المباشر فسيتم عرض العلاقات بين المتعاملين في السوق المالية فيما يتعلق بشراء وبيع الأوراق المالية، إضافة إلى العلاقات بين الموردين والزبائن حول القروض التجارية المتعلقة بتجارة السلع.

الجدول (1): الميزانية المجمعّة للمعاملات المالية في اقتصاد مغلق

البنك المركزي		بنوك		مقرضون		مقرضون		
أصول	خصوم	أصول	خصوم	أصول	خصوم	أصول	خصوم	
		استقبال ودائع						ودائع
			توزيع قروض	استلام قروض				قروض
	احتياطات		احتياطات					احتياطات
	إعادة تمويل	إعادة تمويل						إعادة تمويل
				إصدار أوراق م.			شراء أوراق م.	أوراق مالية
				التزامات تجاه الزبائن			التزامات الزبائن	قروض تجارية

المصدر: أسماء بلمهوب، العولمة المالية وأثرها على أداء الأسواق المالية الناشئة - حالة سوق ماليزيا وكوريا الجنوبية، مذكرة ماجستير تخصص اقتصاد دولي، جامعة سطيف، 2003-2003، ص.17.

يلاحظ من الجدول أن العمليات على الأوراق المالية تتم دون وساطة الجهاز المصرفي، وتتميز هذه التقنية التمويلية بكونها مباشرة (تتم دون وساطة بنكية)، ولكن يمكن للبنوك أن تتدخل ضمن هذه التقنية من خلال إصدار أوراق مالية كمقترض، أو اقتناء الأوراق المالية كمستثمر.

ب-تدويل النظام النقدي والمالي

يمكن تعريف النظام النقدي والمالي الدولي على أنه امتداد للنظام النقدي والمالي في اقتصاد مغلق مع إضافة قاعدتين هما: العلاقات بين المقيمين وغير المقيمين لبلد معين، والعلاقات بالعملات بين المقيمين.

تظهر العلاقات النقدية المالية بين مختلف المتعاملين على درجة من التعقيد، وسنقوم بتبسيطها من خلال دمج كل من المقرضين والمقترضين ضمن حساب موحد تمثل في المتعاملين غير المصرفيين، كما يتم توحيد حسابات البنوك والبنك المركزي في حساب واحد، وكل الأطراف الأجنبية المشاركة في العملية مع المتعاملين الداخليين يتم دمجها ضمن حساب واح هو حساب العالم الخارجي.

الجدول (2): النظام النقدي والمالي الدولي

العالم الخارجي		البنوك والبنك المركزي		المتعاملون غير المصرفيين		ودائع داخلية	قروض داخلية	ودائع في الخارج	قروض من الخارج	أوراق مالية بين المقيمين	بين المقيمين وغير المقيمين
أصول	خصوم	أصول	خصوم	أصول	خصوم						
		X			X	بالعملة الوطنية					
		أورو X			أورو X	بالعملة الأجنبية					
			X	X		بالعملة الوطنية					
			أورو X	أورو X		بالعملة الأجنبية					
أورو X					أورو X	بالعملة الوطنية					
أورو X					أورو X	بالعملة الأجنبية					
	X			X		بالعملة الوطنية					
	أورو X			أورو X		بالعملة الأجنبية					
				X	X	بالعملة الوطنية					
				أورو X	أورو X	بالعملة الأجنبية					
أورو X	أورو X			X	X	بالعملة الوطنية					
دولية	دولية			أورو X	أورو X	بالعملة الأجنبية					

Source : Jean Mathis, Marchés Internationaux Des Capitaux et Gestion d'Actifs, Paris, Economica, 2001, P.12.

تدل الإشارة (X) على التعامل بعملة البلد المعني، وهي تظهر أساسا في العمليات التي تتم بالعملة الوطنية وفي داخل البلد (التمويل المحلي)، كما يظهر في الجدول مصطلح "أورو"، وهو يدل على استخدام عملة تختلف عن العملة المحلية (عملة البلد) مهما كانت جنسية المتعامل، وقد تظهر جنسية ثالثة في العملية، كأن تكون وديعة من بريطاني في بنك جزائري محررة بالدولار الأمريكي، تسمى في هذه الحالة "دولية" أو "أورو جزئي".

3- أدوات النظام النقدي والمالي الدولي وخصائصه

تظهر أهمية النظام النقدي والمالي الدولي من الخدمات التي يقدمها للاقتصاد العالمي، سيتم التعرف على أدواته، ثم تحديد خصائصه.

أ- أدوات النظام النقدي والمالي الدولي

أ-1- السيولة الدولية

حسب بول كروغمان فإن "النشاط الاقتصادي الدولي -مثل النشاط الداخلي- يتطلب استخدام النقود وكذلك نفس القوى التي تؤدي داخليا إلى الاتفاق حول العملة المحلية هي التي تدفع العالم إلى الاتفاق على عدد محدود من العملات الدولية"¹. لكن في الواقع تكون العملة على المستوى الداخلي مفروضة من طرف الدولة التي تفرض قبولها قانونا، كما تنظم قيمتها وتقوم بنفقات وتحصل ضرائب بهذه العملة، في حين يبقى السبب الرئيسي لاختيار العملة المستخدمة في المعاملات الدولية مسألة تخضع للكثير من المتغيرات.

السيولة الدولية وتسمى أيضا السيولة الخارجية لاقتصاد معين تشمل "الاحتياطيات المحتفظ بها كالذهب وأصول العملات الأجنبية، وحقوق السحب العادية لدى صندوق النقد الدولي، وحقوق السحب الخاصة والذهب، إضافة إلى إمكانيات الاقتراض كشرائح ائتمان صندوق النقد الدولي الممنوحة بموجب شروط معينة، وعقود التبادل على العملات ... الخ"²، وتشكل احتياطيات السيولة الخارجية مجمل الأصول السائلة ذات قدرة شرائية دولية لأنها تسمح -بطريقة مباشرة أو غير مباشرة- بالحصول على مختلف عملات البلدان.

¹Guillaume CLAVERES, Le Renminbi Peut-il Devenir Une Monnaie Internationale ?, 08 octobre 2015, Sur le site web de BSI Economics : (<http://www.bsi-economics.org/539-renminbi-yuan-monnaie-internationale#:~:text=Une%20monnaie%20internationale%20remplit%20les,priv%C3%A9%20et%20le%20secteur%20public.>) Consulté le 18/12/2023.

²Larousse Encyclopédie, Liquidités Internationales, sur le lien (https://www.larousse.fr/encyclopedie/divers/liquidite%C3%A9s_internationales/66158#:~:text=Les%20liquidite%C3%A9s%20internationales%20comprennent%20les,de%20swap%2C%20etc.) Consulté le 13/12/2023.

حسب المختصر السادس لميزان المدفوعات والوضعية الخارجية الدولية الصادر عن صندوق النقد الدولي (BPM6)، هناك بعدان للسيولة الدولية، فهي أولاً عبارة عن موارد النقد الأجنبي (بما في ذلك الأصول الاحتياطية الرسمية وأصول النقد الأجنبي الأخرى) المتاحة للسلطات والتي يمكن تعبئتها على الفور لتلبية الطلب على النقد الأجنبي، وثانياً تشمل صافي الإدخلات والإخراجات أو ما يعرف "صافي السحوبات"¹.

وتحتاج السلطات النقدية لكل بلدان العالم إلى سيولة خارجية لتحقيق أهداف مرتبطة بسياسة الصرف، كالتدخل على سوق الصرف والتخفيف من الضغوطات على العملة المحلية أو بالسياسة الاقتصادية من خلال تعزيز الصادرات وتقوية الوضعية الاقتصادية وسياسة التجارة الخارجية، كما تستخدم موارد السيولة الخارجية أيضاً لتسوية الاختلالات الظرفية والاستثنائية لحساب العمليات المالية وحساب رأس المال.

في هذا الإطار يمكن الإشارة إلى عدة أنواع للسيولة الدولية: فهناك السيولة الدولية وهي التي تخلق داخل بعض الدول كالعملات الدولية مثل الدولار والجنيه الاسترليني، وهناك سيولة تخلق دولياً كوحدات حقوق السحب الخاصة، كما يتم التمييز بين السيولة الدولية التي تحوز عليها الدول في الداخل كالذهب والعملات الدولية والسيولة التي تحوز عليها دولياً كالذهب والعملات الدولية المودعة لدى صندوق النقد الدولي.

ولقد تطورت طبيعة السيولة الدولية بتطور النظام النقدي الدولي، حيث تشكلت في البداية من الذهب والجنيه الإسترليني (1870 – 1914) لتتطور فيما بعد وتشكل من الذهب والدولار (1944 – 1971) ثم تضاف إليها العملات القابلة للتحويل ابتداءً من 1958 واتسعت لتشمل وحدات حقوق السحب الخاصة منذ سنة 1969.

إذن تجدر الإشارة إلى أن الاقتصاد العالمي لم يشهد يوماً وجود عملة دولية تقوم بإصدارها وتسييرها سلطة فوق قومية لتمارس دور النقود في كل بلدان العالم، ولكن التبادلات التجارية وكذلك التدفقات الاستثمارية تتم دوماً على أساس وجود عملات ذات استخدام دولي وقد كان لها دور كبير في تطور المبادلات التجارية الدولية. ويمكن القول إن هيكل العلاقات النقدية للاقتصاد العالمي هو عبارة عن تنظيم متدرج

¹ Fonds Monétaire International, Réserves Internationales Et Liquidité En Devises - Directives D'emploi Du Formulaire Type De Déclaration Des Données, 2013, Washington (USA), P.3.

لعملات الدول، ويقود إلى مفهوم "العملات المفتاحية" المرتبط بسيادة دولة معينة أو عدد محدود من الدول على كل النظام.¹

إذن فإن عملات النظام لا تتميز بالتناظر أو بالتساوي من حيث الأهمية على الساحة الدولية، وإنما تترتب حسب قدرة كل عملة على ممارسة دور النقود على المستوى الدولي، فاستخدام العملة خارج حدود البلد المصدر لها هو ما يحدد سيولتها دوليا، وتحدد السيولة بدورها خصائص الطلب على هذه العملة وكذلك الأصول المحررة بها.

أ-2- الدور الدولي للنقود

تمارس النقود على المستوى الدولي نفس وظائفها التقليدية على المستوى الداخلي: كوسيلة للتبادل ومقياس للقيمة ومخزن للقيمة، بالإضافة إلى وظائف أخرى تمارسها دوليا: كعملة تدخل للسلطات النقدية أو كعملة مرجعية لغيرها من العملات أو أيضا كعملة احتياطي لدى البنوك المركزية، ويرى بول كروغمان أنه من الضروري التمييز بين الاستخدامات العمومية للنقود الدولية واستخدامات المتعاملين الخواص، فالأولى يقصد بها طلب البنوك المركزية للسيولة الدولية بهدف التدخل على أسواق الصرف أو بغرض استخدام الاحتياطات في تسوية التزاماتها، أما الثانية فهي الطلب على العملات الدولية من أجل ممارسة النشاط الاقتصادي والمالي الدولي، ويمكن التطرق لهذه الوظائف فيما يلي:²

-وسيلة تبادل: بالنسبة للمبادلات الدولية لا تعتبر كل عملات البلدان مقبولة كأداة للتسوية، وإنما البعض منها فقط يمكنه ممارسة هذا الدور على المستوى الدولي، ففي المبادلات بين البلدان المتقدمة يتم استخدام عملة البلد المصدر، وفي حالة المبادلات لبلد مركزي مع آخر محيطي فإن عملة البلد المتقدم هي المستخدمة سواء أكان مصدرا أو مستوردا، أما في حالة مبادلات بين بلدين محيطيين حيث لا يقبل أحدهما عملة الآخر كأداة للتبادل، يتم استخدام عملة ذات استخدام دولي كوسيط للتبادل (الدولار مثلا).

-مقياس للقيمة: تكون العملة التي تحدد على أساسها الأسعار الدولية بشكل رئيسي عملة البلد المصدر أو عملة الاقتصاد الأكثر قوة وأهمية، وعموما يتم استخدام الدولار عندما يتعلق الأمر بالسلع التي

¹ Michel AGLIETTA, Pepita OULD-AHMED et Jean-François PONSOT, La Monnaie Internationale A L'épreuve De L'histoire, Dans La monnaie, Odile Jacob Editions, Paris, 2016, P.324.

²Bruno de CONTI, Bruno De CONTI, La hiérarchie monétaire et ses implications pour la dynamique des taux de change et pour la politique économique des pays périphériques, Colloque international « Economie politique internationale et nouvelles régulations de la mondialisation, Université des Poitiers, 14-15 mai 2009, P.8-10.

تحدد أسعارها بشكل مركزي في بورصات السلع على الأسواق الدولية، وكذلك بالنسبة للعمليات المالية فإن الدولار يحتل مكانة رئيسية.

-**عملة استثمار وتمويل:** يستخدم المتعاملون الخواص بعض العملات على الصعيد الدولي للحفاظ على قيمة أصولهم بين مختلف الفترات الزمنية، وعموما هناك عملات تطلب أكثر من غيرها لهذه الوظيفة، ولكن يمكن ملاحظة الميل نحو تنوع المخاطر بين العملات المتنوعة.

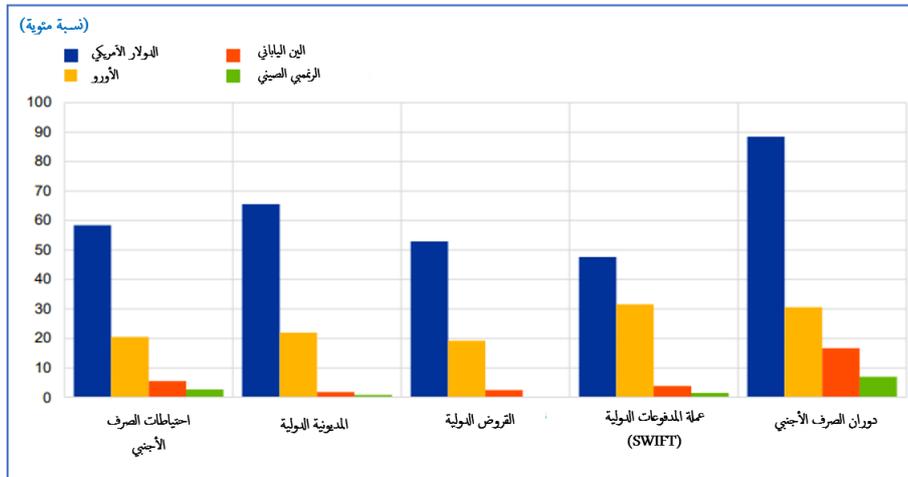
-**عملة تدخل:** فالبنوك المركزية تستخدم العملات أيضا كوسيلة للتبادل الدولي، وبشكل رئيسي بهدف التدخل على سوق الصرف، ويشار هنا إلى أنها لا تسعى لتحقيق الأرباح بعملياتها على سوق الصرف كالمعاملين الخواص، وإنما تسعى إلى التأثير على شروط طلب وعرض العملات.

-**عملة مرجعية:** تستطيع السلطات النقدية -بشكل خاص في البلدان المحيطة - اختيار عملة مركزية تربط بها عملتها المحلية، حيث تحاول البلدان المحيطة من خلال تثبيت عملتها بهذه الوحدة المرجعية أن تتحكم في تغيرات سعر الصرف.

-**عملة احتياط:** تحتفظ السلطات النقدية للبلدان باحتياطات من العملات الدولية أو الذهب أو حقوق السحب الخاصة، كسيولة خارجية من أجل تسوية التزاماتها الرسمية أو توجيه سياسات التجارة الخارجية.

الشكل الموالي يقدم صورة عن الأهمية الدولية لأربع عملات مفتاحية في النظام النقدي والمالي الدولي لسنة 2022، حسب نصيب العملة في كل من: احتياطات الصرف الأجنبي، المديونية الدولية، القروض الدولية، المدفوعات الدولية، ودوران الصرف الأجنبي.

الشكل (4): أهمية أربع عملات مفتاحية للنظام النقدي والمالي الدولي 2022



Source : European Central Bank, The International Role Of The Euro, June 2023, P.4.

ب- خصائص النظام النقدي والمالي الدولي:

يمكن تمييز النظام النقدي والمالي الدولي بأربع خصائص هي:

ب-1- قواعد المرجعية النقدية:

إن ربط عملة بلد معين بعملة بلد آخر يحمل معنى "الإرساء" ويقصد به تقييد التغيير في قيمة هذه العملة بالعملة المرجعية لمنعها من الابتعاد عن قيمتها. تعبر العملة المرجع في هذه الحالة عن وحدة قياس للعمليات الأخرى على المستوى الدولي؛ وتسمح هذه العملية بتخفيض حالات عدم التأكد التي تسببها اضطرابات الأسواق الدولية، يتوقف اختيار هذه العملة المرجعية على استقرار هذه الأخيرة وكذلك حجم المبادلات مع بلد إصدارها. إذن فإن الوظيفة العمومية لتحديد المرجعية النقدية مرتبطة بالوظيفة الخاصة لعملية الفوترة والتسوية¹.

ب-2- استراتيجيات تدخل السلطات النقدية:

منذ التخلي عن الضوابط الجماعية لاستقرار أسعار الصرف في 1973، قامت الدول بتطوير أساليب جديدة للمناورات الاستراتيجية فيما يتعلق بأنظمة الصرف. ولقد خلق ذلك التنوع في استراتيجيات ربط عملات مختلف الدول "مناطق صرف" متعددة ومستقلة عن بعضها البعض أو ما يعرف "بالتكتلات النقدية" وهي فضاءات تتغير داخلها أسعار صرف عدة عملات بشكل منظم حيث تثبت عملات التكتل تجاه بعضها دون ضرورة تقييدها تجاه عملات أخرى خارج التكتل.

ب-3- توفير السيولة للاقتصاد العالمي:

من بين أهم وظائف أي نظام نقدي دولي توفير سيولة دولية كافية لتسوية العمليات والصفقات وتمويل الاستثمارات على المستوى العالمي. ففي ظل نظام قاعدة الذهب شكل الذهب -وفي كثير من الحالات- الجنيه الاسترليني وسائل دفع دولية. كما تم إمداد الاقتصاد العالمي بالسيولة الدولية في إطار نظام بروتن وودز من خلال الدور الدولي الذي مارسه الدولار الأمريكي كوسيلة دفع من جهة وكأداة احتياط من جهة أخرى. أما في ظل النظام الحالي والذي يتميز بتعدد الأقطاب فإن السيولة الدولية تبدو أكثر تنوعا.

¹ أسماء بلميهوب، تحليل علاقات الهيمنة النقدية حسب نماذج الاقتصاد الجغرافي الجديد ودورها في تدويل الأزمات - حالة الأورو ومحيطه المغربي، أطروحة دكتوراه علوم في الاقتصاد الدولي، جامعة عمار تليجي - الأغواط، السنة الجامعية 2015-2016، ص. 58.

ب-4- التعديل في موازين المدفوعات:

يشكل التعديل في موازين مدفوعات مختلف الدول إحدى أهم وظائف النظام وهو ما يؤسس التنظيم النقدي كآلية ويعطيه خصائصه كنظام. ففي ظل نظام الذهب كان التعديل يتم آليا من خلال تدفق الذهب وتغير مستوى الأسعار، أما في نظام بروتن وودز، فقد كان يتم في إطار حوكمة عمومية خاضعة لمجموعة من الضوابط الجماعية التي تتميز بعدم التناظر بين العملات المحيطة وعملة المركز (الدولار)، ويتميز النظام الحالي بكونه أكثر تناظرا بظهور أقطاب أخرى للاقتصاد العالمي بالإضافة إلى الدور الكبير للأسواق المالية الدولية في عملية التعديل¹.

¹ نفس المرجع، ص.59.

تمارين

السؤال الأول

- مثل محاسبيا عملية إقراض من منظمة مالية دولية لبلد عضو فيها، يتم التسجيل في الحسابات المجمعة للاقتصاد العالمي. اشرح العملية
- مثل محاسبيا عملية إيداع 150 مليون دولار من طرف البنك المركزي الجزائري لدى البنك المركزي التونسي بالنسبة للاقتصاديين. اشرح العملية
- مثل محاسبيا عملية تسهيل تجاري بقيمة 10000 دولار من طرف مورد جزائري لزبونه التونسي بالنسبة لكل من الاقتصاد الجزائري والتونسي. اشرح العملية

السؤال الثاني

- الآليات السعرية للتعديل في موازين المدفوعات هي آليات تنشط في ظل عدم تدخل الدولة، اشرح الآليات السعرية في ظل نظام القاعدة الذهبية، ثم في ظل نظام الصرف المرن.
- تعود عملية التمويل الدولي الرسمي بالفائدة على الدول المانحة للقروض من الناحية الاقتصادية والسياسية، وضح ذلك

السؤال الثالث

ساهمت الرأسمالية التجارية عبر طريقين في ظهور التقسيم الدولي للعمل ونظام الذهب في التمويل الدولي، وضح ذلك.

المحور الثاني:

أسواق الصرف وأنظمة الصرف

أدى النمو المستمر في المبادلات التجارية للسلع والخدمات، وكذا تدفقات رؤوس الأموال بين البلدان إلى ضرورة التعامل بعملات متعددة، وهذا ما يقود المتعاملين الاقتصاديين إلى مبادلة العملات فيما بينهم، وهي العملية التي تسمى "الصرف"، تتم هذه العمليات على سوق تسمى "سوق الصرف" أو "فوركس" (EOREX: Foreign Exchange Market)، يهدف هذا المحور من المطبوعة إلى تحقيق جملة من الأهداف هي:

الأهداف التعليمية

- ◉ الهدف الأول: التعرف على العلاقات التي تربط العملات المختلفة للدول؛
- ◉ الهدف الثاني: فهم محددات سعر الصرف في الأجلين الطويل والقصير؛
- ◉ الهدف الثالث: التمييز بين مختلف أنظمة الصرف؛

المحور الثاني: أسواق الصرف وأنظمة الصرف

إن اختيار نظام الصرف للدول يكتسي أهمية كبرى، فهو يرتبط بالسياسة الاقتصادية لكل بلد، وهامش التدخل الذي تمارسه للتأثير على أسعار الصرف، وكذلك أسلوب التعديل الاقتصادي الكلي لمختلف الدول، وبغرض فهم هذه المتغيرات، سيتم التعرض أولاً لأسواق الصرف وأسعار الصرف بغرض تحديد المفاهيم.

أولاً: أسواق الصرف

ينشأ سوق الصرف عندما يتجاوز مجال المعاملات الاقتصادية الحدود الوطنية للبلدان المختلفة، وهو الأمر الذي يؤدي إلى قيام عمليات دفع دولية بعملات أجنبية، فالعلاقة التي تنشأ بين عملتين ناتجة عن عدة متغيرات، سيتم في البداية التطرق لسوق الصرف ثم التعرف على أسعار الصرف.

1- مفهوم سوق الصرف

هو شبكة من العلاقات التي تتضمن تبادل العملات بين وكلاء الصرف في مختلف البنوك وفي أثناء اللقاءات الفعلية التي تتم في غرف خاصة على مستوى البورصات، وعلى عكس الأسواق المالية الأخرى، يتميز سوق الصرف بكونه غير محدد المكان، ولكنه ينتشر عبر المراكز المالية عبر العالم، غير أن الحجم الأكبر من المعاملات يتم في عدد محدود من المعاملات يتم في عدد محدود من المراكز (نيويورك، فرانكفورت، لندن، سنغافورة).

أ- طرق التسعير في سوق الصرف

يتم الإعلان عن السعر لمختلف العملات بالأسلوبين الأكيد أو غير الأكيد

أ-1- الأسلوب غير الأكيد:

وهو يشير إلى عدد الوحدات النقدية المحلية الضرورية للحصول على وحدة نقدية أجنبية كالقول مثلاً:

$$1 \text{ USD} = 134,4490 \text{ DZD}$$

كمية وحدات الدينار الضرورية للحصول على وحدة واحدة من الدولار

$$1 \text{ EUR} = 146,8203 \text{ DZD}$$

كمية وحدات الدينار الضرورية للحصول على وحدة واحدة من الأورو

$$1 \text{ JPY} = 0,9442 \text{ DZD}$$

كمية وحدات الدينار الضرورية للحصول على وحدة واحدة من الين

$$1 \text{ GBP} = 90,3840 \text{ DZD}$$

كمية وحدات الدينار الضرورية للحصول على وحدة واحدة من الجنيه

حسب هذا التسعير فإن المتعامل لا يكون غير متأكد بالضبط حول ما سيدفعه بالضبط من عملته المحلية مقابل العملة الأجنبية (التسعير مستخرج من موقع (Google Finance) لتاريخ 18 ديسمبر 2023).

الشكل (5): أسعار مختلف العملات الدولية مقابل الدينار الجزائري لتاريخ 18 ديسمبر 2023



Source : <https://www.google.com/finance/quote/USD-DZD?sa=X&ved=2ahUKewj-hqLxpuP9AhVMVKQEHUzbBdsQmY0JegQIBhAd>

لا تسعر البنوك كل عملات العالم ولكنها تسعر عملتها مقابل الدولار، الأمر الذي يستلزم تحديد العلاقة بين عملتين غير مسعرتين، وهو ما يعرف بالتسعيرة المتعكسة (المتقاطعة Croisée) وهو يقدم عدد الوحدات من عملتين محليتين مقابل الدولار والنسبة بينهما، ويقدم كما يلي:

$$DZD/JPY = \frac{USD/JPY}{USD/DZD}$$

إذن العلاقة بين الدينار الجزائري (DZD) والين الياباني (JPY) هي علاقة غير مباشرة، لكن يمكن الحصول عليها من خلال استخدام عملة وسيطة هي الدولار الأمريكي (USD).

أ-2- الأسلوب الأكيد

وهو يشير إلى سعر أو عدد وحدات العملة الأجنبية التي يمكن الحصول عليها مقابل وحدة من العملة المحلية مثلا من الشكل (1) يمكن استخراج التسعير الأكيد لوحدة واحدة من الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي:

$$1 \text{ DZD} = 0.007438 \text{ USD}$$

حسب هذا التسعير فالمتعامل متأكد مما سيدفعه من عملته مقابل عدد غير معلوم من العملة الأجنبية. عموما تعلن الأسعار في غالبية المراكز المالية بالأسلوب غير الأكيد باستثناء منطقة الأورو ولندن التي تعرض دائما بالأسلوب الأكيد، ولكن البنوك تميل إلى تقديم النشرات أو الخدمات المختصة بالتسعيرة بالأسلوب الأكيد وغير الأكيد في نفس الوقت.

ب- كيفية قراءة التسعيرة في سوق الصرف

تقدم الأسعار عادة بـ 5 إلى 6 أرقام وللسرعة بين متعاملي الصرف لا يقرأ منها إلا الرقمان الأخيران ويسميان Pips حيث تتم قراءتهما بتقديم سعر الشراء على سعر البيع، ويسمى الرقمان الأولان "بالواجهة" (Figure).

مثال: الشكل الموالي يقدم صورة لصفحة من موقع (investing.com) بتاريخ 18 ديسمبر 2023.

الشكل (6): سعر صرف الأورو مقابل الدولار بتاريخ 2023/12/18



Source : <https://fr.investing.com/currencies/eur-usd>

الصورة تقدم سعر صرف 1 أورو مقابل الدولار وهو يساوي 1.0923 حيث:

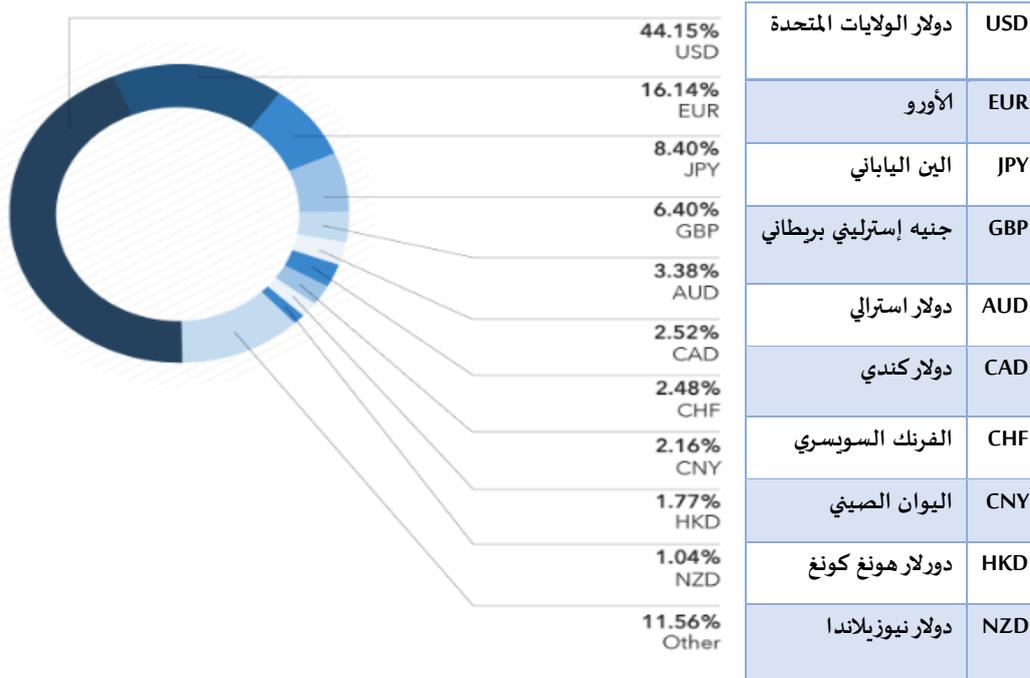
- The FOREX Bid Price (سعر الشراء) : 1.0921
- The FOREX Ask Price (سعر البيع) : 1.0925
- The FOREX Bid-Ask Spread : 25-21
- Pips : 21/25
- Figure (الواجهة) : 09

ت- الخصائص الجغرافية لسوق الصرف

من أهم الخصائص التي يمكن معرفتها عن الفوركس أن عملياته تتركز في عملات محددة، وهي متفاوتة الأهمية وحجم التداول حولها في السوق، لكن يمكن الاهتمام بعشر عملات هي الأولى عالميا من حيث أهميتها في التداول.

الشكل الموالي يقدم أهم عشر عملات في العالم حسب أهميتها في التداول، إلى جانب الرموز الحرفية المستخدمة للتعبير عن العملات.

الشكل (7): أهمية العملات العشر الأولى ضمن حجم التداول على العملات (2019)



Source: <https://www.ig.com/en/trading-strategies/what-are-the-top-10-most-traded-currencies-in-the-world-200115>

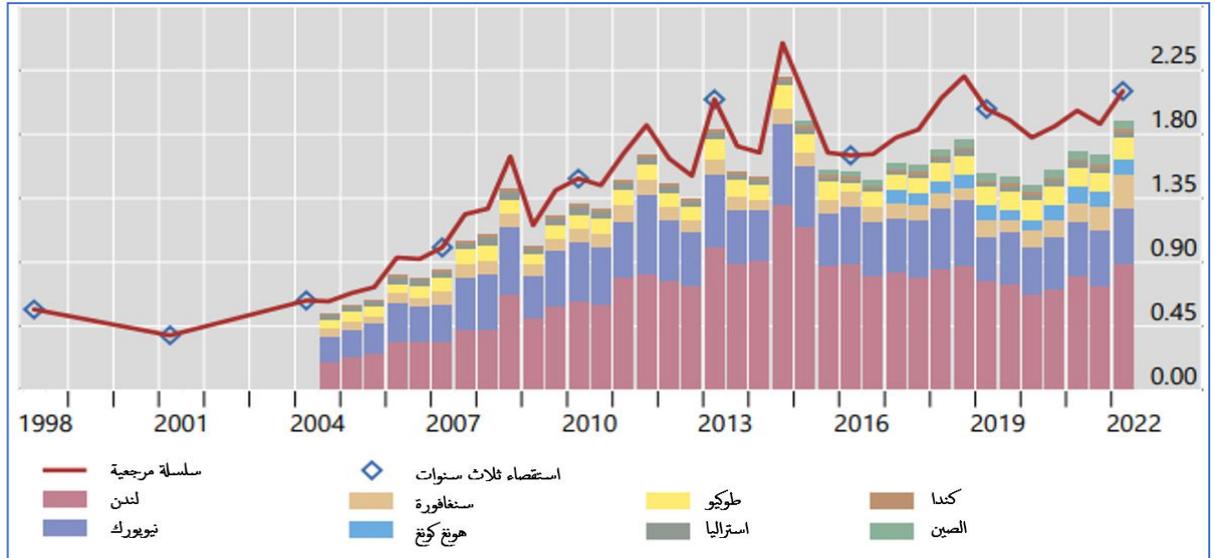
يلاحظ من خلال الدائرة النسبية أن العملات العشرة الأولى حسب معيار حجم التداول تشكل 88.7% من مجمل التداول عبر العالم، وتبقى نسبة 11.3% توزع على باقي دول العالم، وهذا يعني أن سوق الصرف متركز على عدد محدود من العملات.

وفقًا لتقرير بنك التسويات الدولية (BIS) لشهر أبريل 2023¹، فقد بلغ متوسط حجم التداول اليومي في سوق العملات الأجنبية العالمية 2.11 تريليون دولار في أبريل 2022. يتمتع الدولار بالدور العالمي كعملة رئيسية، كانت أزواج العملات الثلاثة الأكثر تداولًا هي اليورو مقابل الدولار الأمريكي (EURUSD) بنسبة 23% من قيمة التداول، ثم يليه الدولار الأمريكي مقابل الين الياباني (USDJPY) بنسبة 14% والجنيه الاسترليني مقابل الدولار الأمريكي (GBPUSD) بنسبة 10%.

من الناحية الجغرافية، يتركز تداول العملات الأجنبية حسب نفس التقرير في عدد قليل من المراكز المالية الكبيرة. وشكلت لندن وحدها 38% في عام 2022، في حين بلغت الحصة المجمعة لمراكز التداول الأربعة الكبرى، والتي شملت أيضًا نيويورك وسنغافورة وهونغ كونغ نسبة 74% من حجم تداول العملات الأجنبية الفوري العالمي.

الشكل الموالي يوضح تطور حجم التداول الحاضر اليومي في سوق الصرف خلال الفترة 1998-2022، مع تطور أهمية الساحات المالية الكبرى ضمن الحجم الإجمالي للتداول.

الشكل (8): حجم التداول الحاضر اليومي في الساحات المالية الكبرى (الوحدة: تريليون دولار)



Source : Alain CHABOUD, Dagfinn RIME and Vladyslav SUSHKO, The Foreign Exchange Market, BIS Working Papers, No 1094, Bank for International settlements, April 2023, P.4.

¹ Alain CHABOUD, Dagfinn RIME and Vladyslav SUSHKO, The Foreign Exchange Market, BIS Working Papers, No 1094, Bank for International settlements, April 2023, P.3.

إن الساحات المالية الكبرى التي تشكل مراكز تداول العملات الأجنبية الرئيسية ليست بالضرورة في البلدان التي تهيمن على تجارة السلع العالمية، ولكن قد يتم تداول العملات الأجنبية لدوافع مالية، مثل الاستثمارات في الأوراق المالية المحررة بعملات أجنبية، والذي يتجاوز بكثير حجم المعاملات المتعلقة بالتجارة الدولية¹.

2-أنواع أسواق الصرف

هناك نوعان من أسواق الصرف: سوق الصرف الحاضرة وسوق الصرف الآجلة.

أ- سوق الصرف الحاضرة

وتتم العمليات بشكل فوري حيث يتم تنفيذ أوامر البيع و أوامر الشراء من قبل الصرافين فوراً (خلال فترة $j+2$)، أي أن عملية التسليم والتسوية لا تتجاوز يومين من تاريخ التفاوض (تاريخ الاتفاق)، ويؤخذ في الاعتبار هنا كمية العملات والأسعار.

مثال:

لنفترض أن أحد متاجر الأثاث عبر الإنترنت في ألمانيا يقدم خصمًا بنسبة 30٪ لجميع العملاء الدوليين الذين يدفعون في غضون خمسة أيام عمل بعد تقديم الطلب.

يرى المتعامل (A) العرض، وهو يدير نشاطاً تجارياً للأثاث عبر الإنترنت في الولايات المتحدة، ويقرر شراء طاولات بقيمة 10000 دولار من المتجر عبر الإنترنت. نظرًا لأنه يحتاج إلى شراء اليورو مقابل تسليم فوري للدولار، المتعامل راضي عن سعر صرف الأورو / الدولار الأمريكي الحالي البالغ 1.0678، فهو سينفذ معاملة صرف أجنبي بالسعر الفوري لشراء ما يعادل 10000 دولار أمريكي بالأورو، ويحصل على 9365.04 أورو (10000 دولار / 1.0678). الصفقة الفورية لها تاريخ تسوية $j+2$ ، لذلك يتلقى المتعامل كمية الأورو التي طلبها في غضون يومين وتقوم بتسوية حسابها لتلقي خصم 30٪².

ب- سوق الصرف الآجل

في عملية صرف آجلة يلتزم طرفان بتبادل (شراء أو بيع) عملات في تاريخ مستقبلي وبسعر محدد مسبقاً، أي أن سعر الصرف الذي سيتم التبادل على أساسه مستقبلاً يتم تحديده اليوم، وهذا النوع من العمليات

¹ Ibid., P.4.

² المثال متاح على موقع الاستثمار investopedia (<https://www.investopedia.com/terms/s/spotmarket.asp>) تاريخ الاطلاع 2023/03/18 على الساعة 06:56.

مهم جدا بالنسبة للمؤسسات سواء المصدرة أو المستوردة، لأنه يسمح بالحد من عدم التأكد المرتبط بتذبذب أسعار الصرف:

- المصدر يبيع عملات "أجلا" إذا خشي انخفاض سعرها.
- المستورد يشتري عملات "أجلا" إذا خشي ارتفاع سعرها.

مثال:

الشكل الموالي عبارة عن صورة من موقع "مجموعة بورصة شيكاغو التجارية- CME Group" بتاريخ 2023/03/18، وهو يعبر عن خصائص العقد المستقبلي للأورو مقابل الدولار (EUR/USD):

يقدم موقع البورصة معلومات عن العقود المستقبلية المتداولة في المنصة (GLOBEX)، تكون تواريخ الاستحقاق المتاحة في البورصة مبوبة في شكل جدول أسعار خاصة بكل استحقاق، وتتميز العقود بكونها "قياسية" أي انها متساوية في كمية العملات المراد شراؤها، فمثلا الكمية القياسية لعقد "الأورو/الدولار" هي 125000 أورو أو أحد مضاعفاته، وتكون الأسعار في الجدول محددة بعملة الدولار الأمريكي والسننت، رمز عقد شهر مارس هو: 6EM3

الشكل (9): خصائص العقد "أورو/دولار" في مجموعة بورصة شيكاغو التجارية

Euro FX	
Futures and Options	
GLOBEX CODE	LAST
6EM3	1.07245
CHANGE	VOLUME
+0.00525 (+0.49%)	198,800
Last Updated 18 Mar 2023 02:34:21 AM CT	
OVERVIEW	QUOTES
SETTLEMENTS	VOLUME & OI
TIME & SALES	SPECS
MARGINS	CALENDAR
EURO FX FUTURES - CONTRACT SPECS	
CONTRACT UNIT	125,000 Euro
PRICE QUOTATION	U.S. dollars and cents per Euro increment

Source : CME GROUP, Euro Forex Contract Specifications

(<https://www.cmegroup.com/markets/fx/g10/euro-fx.contractSpecs.html>)

الجدول الموالي يقدم التسعيرات المختلفة لعملة "الأورو" مقابل "الدولار" لتواريخ استحقاق قياسية محددة من طرف إدارة البورصة، والتي تقترحها على المتعاملين للتفاوض حول أسعارها،

جدول (3): تواريخ الاستحقاق القياسية لعقود "أورو/دولار"

MONTH	OPTIONS	CHART	LAST	CHANGE	PRIOR SETTLE	OPEN	HIGH	LOW	VOLUME	UPDATED
APR 2023 6EJ3	OPT	||	1.0682	+0.00505 (+0.48%)	1.06315	1.0656	1.0696	1.06335	567	16:39:07 CT 17 Mar 2023
MAY 2023 6EK3	OPT	||	1.0720	+0.0071 (+0.67%)	1.0649	1.06585	1.0720	1.0654	588	16:38:50 CT 17 Mar 2023
JUN 2023 6EM3	OPT	||	1.07245	+0.00525 (+0.49%)	1.0672	1.0669	1.0744	1.06685	198,800	16:38:44 CT 17 Mar 2023
JUL 2023 6EN3	OPT	||	-	-	1.06895	-	-	-	0	16:38:39 CT 17 Mar 2023
SEP 2023 6EU3	OPT	||	1.07615	+0.00415 (+0.39%)	1.0720	1.0722	1.0786	1.0722	2,204	16:39:03 CT 17 Mar 2023
DEC 2023 6EZ3	OPT	||	1.08155	+0.00525 (+0.49%)	1.0763	1.07955	1.08155	1.07815	13	16:38:07 CT 17 Mar 2023

Source : CME GROUP, Euro Forex Quotes

(<https://www.cmegroup.com/markets/fx/g10/euro-fx.quotes.html>)

تغير الأسعار خلال حصة تداول (يوم كامل) عدة مرات حسب أوامر الشراء وأوامر البيع التي تسجل في نظام التسعير، تعلن البورصة كل يوم عن سعر الافتتاح، أعلى سعر وأدنى سعر وآخر سعر تم التعاقد حوله وهو يخص البورصة المعنية ولا يخص باقي البورصات.

عند شراء العقد الآجل للأورو الذي تاريخ استحقاقه شهر جوان 2023 والذي رمزه (6EM3) بسعر 1.07245 (هو آخر سعر تم التعاقد حوله) فهذا يعني أن المشتري يوافق على شراء الأورو بسعر 1.07245 دولار أمريكي. وإذا احتفظ بالعقد إلى تاريخ الاستحقاق (جوان)، فسيكون ملتزماً بشراء 125000 أورو ودفع 134056.25 دولار أمريكي (الكمية القياسية لعقد الأورو في بورصة شيكاغو التجارية هو 125000 يورو)، من جهة المقابلة سيحتاج بائع العقد إلى تسليم اليورو وسيحصل على الدولار الأمريكي حسب الاتفاق الذي تم عقده في 18 مارس 2023.

معظم المشاركين في أسواق العقود الآجلة هم مضاربون يغلقون مراكزهم قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقود الآجلة. لا ينتهي بهم الأمر بتسليم العملة المادية. بدلاً من ذلك، فإنهم يربحون الأموال أو يخسرونها بناءً على تغير السعر في العقود الآجلة نفسها.

ثانيا: أسعار الصرف

سعر صرف العملة الأجنبية (*Monnaie Etrangère*) أو الدولية (*Devises*) أو القابلة للتحويل (*Convertible*) هو المعدل الذي يحدد علاقة هذه العملة بعملة أخرى، أي أنه سعر هذه العملة بالنسبة لعملة أخرى، ويتم التمييز بين هذه الأنواع من العملات حيث تمثل الأولى كل عملة غير العملة الوطنية للبلد، أما الثانية فهي تمثل تلك العملة المقبولة دوليا لتسوية المعاملات، والثالثة تعبر عن كل عملة يمكن تحويلها لعملة أخرى.

1-أنواع سعر الصرف

هناك عدة تصنيفات لسعر الصرف حسب احتياجات التحليل الاقتصادي، لكن أهم هذه التصنيفات هو التمييز بين سعر الصرف الإسمي والفعلي والحقيقي، وتكمن نقاط الاختلاف بينها فيما يلي:

أ- سعر الصرف الفعلي الإسمي والحقيقي

يقصد "بسعر الصرف الفعلي" هو سعر الصرف في منطقة نقدية، ويتم قياسه كمجموع مرجح لأسعار الصرف مع مختلف الشركاء التجاريين والمنافسين، وينقسم سعر الصرف الفعلي إلى نوعين: هما سعر الصرف الفعلي الإسمي، وسعر الصرف الفعلي الحقيقي.

أ-1- سعر الصرف الفعلي الإسمي: يقاس سعر الصرف الفعلي الإسمي بالأسعار الاسمية وبالتالي دون مراعاة الفروق في القوة الشرائية بين العملتين، سعر الصرف الفعلي الإسمي هو ما يتم إعلانه من طرف السلطات النقدية للبلدان بشكل رسمي¹.

أ-2- سعر الصرف الفعلي الحقيقي: هو سعر الصرف الذي يعكس حقيقة الاقتصاد المحلي، ولهذا يتم التعبير عنه بواسطة السعر الفعلي الإسمي مرجحا بمعدلات التضخم للبلدين، أي انه يحسب بمراعاة لمؤشرات الأسعار وتطوراتها، يعطى معدل الصرف الفعلي الحقيقي بالعلاقة:

$$er_{a/b} = e_{a/b} \frac{inf_a}{inf_b}$$

¹ Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques (INSEE), Taux de Change Effectif Nominal et Réel, Sur le Site web de l'INSEE

(<https://www.insee.fr/fr/metadonnees/definition/c1438#:~:text=On%20mesure%20le%20taux%20de,prix%20et%20de%20leurs%20%C3%A9volutions.>) consulté le 18/12/2023.

حيث $er_{a/b}$ هو سعر الصرف الفعلي الحقيقي، $e_{a/b}$ هو سعر الصرف الفعلي الاسمي، inf_a هو معدل التضخم في البلد الأول (a)، inf_b هو معدل التضخم في البلد الثاني (b).

مثال:

إذا اخذنا مثال البيغ ماك (Big Mac)¹ حيث نعتبر أن سعر الصرف بين الدولار $e_{USD/EUR} = 1.36$ ، وسعر البيغ ماك في ألمانيا هو $P_{EUR} = 2.5 \text{ Eur}$ ، أما سعره في الولايات المتحدة الأمريكية فهو $P_{USD} = 3.4 \text{ USD}$ ، ومن هنا يمكن الاستنتاج أن $er_{US/EUR} = 1.36 * 2.5 / 3.4 = 1$.

ولكن إذا كان سعر البيغ ماك في ألمانيا هو $P_{EUR} = 3 \text{ Eur}$ وفي الولايات المتحدة هو $P_{USD} = 3.4 \text{ USD}$ فإن سعر الصرف الفعلي الحقيقي سيكون: $er_{USD/EUR} = 1.36 * 3 / 3.4 = 1.2$. إن ارتفاع سعر الصرف الفعلي الاسمي (مقابل الحقيقي) يتوافق مع تدهور القدرة التنافسية للعملة الأجنبية (السعر المقارن).

2- محددات سعر الصرف

هناك محددات لسعر الصرف في الأجل الطويل ومحددات في الأجل القصير.

أ- محددات في الأجل الطويل

ظهرت أولى النظريات في بداية القرن العشرين، في ظل ظروف الصرف الثابت والنمو السريع للتجارة الدولية، وكانت هذه النظريات تميل إلى الافتراض بأن المبادلات الدولية في السلع والخدمات بالإضافة إلى أسعارها وحدها قادرة على تحديد أسعار الصرف. ولكن مع تطور حركة رؤوس الأموال مع مرونة أسعار الصرف منذ بداية السبعينيات، ظهرت نظريات أخرى تركز على أهمية الجوانب المالية في تغيرات سعر الصرف.

¹Luis A.V. Catão, À Quoi Sert Le Taux De Change Réel? , dans Finances & Développement, International Monetary Fund, Washington, Septembre 2007, P.47.

أ-1- نظرية تعادل القوة الشرائية (PPA)

ظهرت في 1923 وهي قائمة على "قانون السعر الوحيد"، وترتكز نظرية (ت.ق.ش) على فكرة أن قيمة عملة معينة بالنسبة لعملة أخرى تتحدد انطلاقاً من كمية السلع والخدمات التي تسمح بالحصول عليها. ونميز بين:

- تعادل القوة الشرائية المطلق
- تعادل القوة الشرائية النسبي.

*تعادل القوة الشرائية المطلق:

تنص على أنه وفي ظل غياب تكاليف النقل والحواجز أمام حرية المبادلات مع سوق المنافسة التامة، فإن سعر نفس السلعة يكون واحداً في كل البلدان ومن ثم يمكن التعبير عنه بعملة مشتركة. وعند التعامل مع مجموعة من السلع فإن المرجع هو المستوى العام للأسعار (أي الأرقام القياسية لأسعار سلة مرجعية من السلع والخدمات).

إذن فإن سعر الصرف الناتج من التعادل المطلق القدرة الشرائية هو ذلك السعر الذي يضمن أن كل وحدة من عملة معينة لديها نفس القدرة الشرائية في الداخل وفي الخارج، وإذا لم يتحقق ذلك، فستنطلق عمليات الترجيح بين البلدين: حيث يتم شراء السلعة بأفضل الأسعار (عملة منخفضة القيمة ومرتفعة القدرة الشرائية) ثم تباع في البلد حيث سعرها مرتفع (عملة مرتفعة القيمة منخفضة القدرة الشرائية). وتؤدي عملية الترجيح إلى إحداث التوازن في الأسواق وكذلك تعادل القوة الشرائية.

مثال: إذا افترضنا بلدين A و B، وباعتبار البلد B هو البلد الأجنبي، نعرف ما يلي:

$e_{A/B}$: هو معدل الصرف الإسمي للعملة A (العملة المحلية).

P_A : هو المعدل العام للأسعار في البلد A معبراً عنه بالعملة المحلية.

P_B : هو المعدل العام للأسعار في البلد B معبراً عنه بالعملة الأجنبية.

نعبّر عن "تعادل القدرة الشرائية (Purchase Power Parity) كما يلي¹:

$$e_{A/B} * P_A = P_B$$

$$e_{A/B} = P_B / P_A$$

¹ Laurence ABADIE et Catherine MERCIER-SUISSA, Finance Internationale/ Marchés des Changes et Gestion des Risques Financiers, Paris, Armand Colin, 2011, P.70.



فإذا كان مؤشر الأسعار لسلة مرجعية في البلد A هو $P_A = 100$ ، ومؤشر الأسعار لنفس السلة في البلد هو $P_B = 137$ ، فإن سعر الصرف التوازني حسب قانون (PPA) يساوي:

$$e_{A/B} = 137/100 = 1.37$$

$$1A = 1.37B$$

في الحقيقة تعاني هذه النظرية من عدة نقاط ضعف أهمها اعتبار مستوى الأسعار كمحدد وحيد لسعر الصرف بينما تكون الأسعار في بلد ما أو في منطقة ما تابعة لهيكل السوق الذي تتحدد فيه (قوة أو ضعف المنافسة) وكذلك لتكاليف التمويل والتوزيع ... وظهرت صيغة أخرى لهذه النظرية تسمى التعادل النسبي للقدرة الشرائية.

***تعادل القوة الشرائية النسبي:**

وتسمح هذه النظرية بتدراك النقص في الأولى من خلال افتراض أن سعر الصرف بين عمليتي بلدين يتغير في الزمن لكي يعكس تغيرات مستوى الأسعار، إذن فهي تقوم على تفسير تطور سعر الصرف بين فترتين.

مثال: اذا انطلقنا من العلاقة بين عمليتي حسب قانون تعادل القدرة الشرائية، مع الاهتمام بتغيرات مؤشرات الأسعار بين فترتين t و t-1، إذن فإن تغير معدل الصرف الذي يسمح بضمان "تعادل قدرة شرائية نسبي" هو¹:

$$(e_{A/B}^t / e_{A/B}^{t-1}) * (P_A^t / P_A^{t-1}) = (P_B^t / P_B^{t-1})$$

يمكن كتابة العلاقة بالشكل التالي:

$$(e_{A/B}^t / e_{A/B}^{t-1}) = (P_B^t / P_B^{t-1}) / (P_A^t / P_A^{t-1})$$

فإذا اعتبرنا أنه في سنة 2023، كان المعدل العام للأسعار في البلد A هو 100 وفي البلد B هو 137، وأنه في سنة 2022، كان سعر نفس السلة المرجعية هو على التوالي 95 و135، فإنه حسب قانون تعادل القدرة الشرائية النسبي يكون التغير في معدل الصرف بين العمليتين A و B هو:

¹ Ibid., P.72.

$$(e_{A/B}^{2023} / e_{A/B}^{2022}) = (137/135) / (100/95) = 0,9640$$

هذا يعني انخفاض قيمة عملة البلد أمام عملة البلد بين سنتي 2022 و2023، ويمكن ترجمة تعادل القدرة الشرائية النسبي إلى معدلات التضخم بين فترتين t و $t-1$ كما يلي:

$$(e_{A/B}^t - e_{A/B}^{t-1} / e_{A/B}^{t-1}) = (1 + inf_A) / (1 + inf_B) - 1 \approx inf_A - inf_B$$

فالتغير النسبي لمعدلات الصرف يساوي بالتقريب الفرق بين معدلات التضخم، وهذا يعني أن تغيرات معدلات الصرف تعمل على تعويض الفروق بين معدلات التضخم للبلدين.

أ-2- المقاربة النقدية لسعر الصرف:

تنطلق من فكرة تساوي العرض النقدي M_S المحدد في إطار السياسة النقدية التي يشرف عليها البنك المركزي، والطلب النقدي M_D الذي يتوقف على الناتج المحلي الإجمالي (Y) وسعر الفائدة (i) والمستوى العام

$$M_D = P.L(i, Y) \quad \text{للأسعار } (P), \text{ ويكتب حسب العلاقة :}$$

$$M_S = M_D \quad \text{عند التوازن يكون لدينا:}$$

$$M_S = P.L(i, Y) \quad \text{ومنه يمكن كتابة ما يلي:}$$

$$P = \frac{M_S}{L(Y)} \quad \text{وبالتالي يكتب المستوى العام للأسعار كما يلي:}$$

$$e_{B/A} = [M_{SA} / L_A(i, Y)] / [M_{SB} / L_B(i, Y)] = M_{SA} / M_{SB} * L_B(i, Y) / L_A(i, Y) \quad \text{إذن فإن}$$

وهذا يعني أن سعر الصرف بين A و B يتوقف على العرض النقدي في البلدين من جهة وعلى الطلب النقدي الذي يتأثر بدوره بأسعار الفائدة وكذلك الناتج المحلي الإجمالي.

أ-3- المقاربة بميزان المدفوعات:

وترتكز على أثر وضعية المدفوعات الجارية في تغير سعر الصرف (مندل 1960 وفليمينغ 1962) فعند الإستيراد سيقوم البلد بشراء عملة البلد المصدر وبالمقابل يبيع عملته، فإذا كان رصيد العمليات الجارية سالبا سيكون الطلب على العملة الأجنبية أكبر من عرض نفس العملة ما يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة المحلية مقابل ارتفاع قيمة العملة الأجنبية. أما من المنظور الديناميكي، فإن انخفاض قيمة العملة بسبب عجز ميزان

المدفوعات يسمح فيما بعد للبلد بالتصدير أكثر (آلية سعر الصرف) وبالتالي ترتفع قيمة العملة المحلية، ويحدث العكس عند تحقيق فوائض في ميزان المدفوعات.

أ-4- نموذج بالاسا وسامويلسن:

لقد أثار كل من الكاتيبين في مقالتي منفصلتين فكرة "السلع غير القابلة للتبادل" والتي تشير إلى محدودية نظرية تعادل القوة الشرائية عند اختلاف مستويات الدخل للبلدان. يقترح الاقتصاديان نموذجا يركز على فكرة أن اختلاف مستويات الدخل للفرد يعكس في الحقيقة الاختلافات في إنتاجية العمل، وهذا يعني أن إنتاجية العمل في البلدان النامية أقل منها في الدول المتقدمة، ويكون هذا الفرق أكبر في السلع القابلة للتبادل منه في القطاع غير القابل للتبادل (هو قطاع محمي من المنافسة الدولية)، فبالنسبة للنوع الأول فإن زيادة الإنتاجية (بسبب المنافسة الدولية) تؤدي إلى ارتفاع الأجور في القطاع الأمر الذي سيؤدي إلى انتشار هذا الارتفاع على كل الاقتصاد، (بافتراض حرية حركة العمال بين القطاعات) مما سيؤدي إلى ارتفاع الأسعار في قطاع السلع غير المتبادلة وبالتالي سترتفع أسعار السلع الوطنية أمام السلع الأجنبية الأمر الذي يترجم بارتفاع سعر الصرف.

ب- محددات في الأجل القصير

يستجيب سعر الصرف بسرعة لكل معلومة جديدة في سوق الصرف، الشيء الذي قد يؤثر على المردودية المستقبلية للأصول بمختلف العملات. فالمعاملون في السوق يتصرفون فور ظهور إحصائيات حول التجارة الخارجية أو البطالة، كذلك إعلانات الحكومة حول تغيير السياسات النقدية أو الأحداث السياسية والبيئية.

وأثبتت الدراسات التجريبية أن معدلات الفائدة هي أهم المتغيرات التي تؤثر في سعر الصرف في الأجل القصير، فعندما يرتفع سعر الفائدة لبلد ما مقارنة بنظيره في الساحات المالية الأخرى، فهذا سيؤدي إلى جذب رؤوس الأموال قصيرة الأجل للبحث عن أكبر عائد، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة عملته على سوق الصرف.

ب-1- نظرية تعادل أسعار الفائدة (PTI):

هي نظرية طورها جون ماينز كينز في 1923، تركز على السلوكيات الترجيحية (التحكيمية) التي تدفع إلى تقليص الفروقات بين سعر الصرف الحاضر والأجل. والمشكلة المطروحة هي: البحث عن العائد بالعملة المحلية لودائع موظفة بالعملة الأجنبية. فإذا افترضنا بلدين A و B، ويقوم أحد مقيمي البلد A بتوظيف أصل

بعملة البلد B ثم يبحث عن العائد بعملة البلد A فإن المشكلة هنا لها جانبان: الأول متعلق بمعدل العائد والثانية بسعر الصرف.

أو بصيغة أخرى إذا افترضنا اندماجا تاما لأسواق رأس المال وأسواق الصرف فإن التوازن بين سوقي رأس المال في بلدين يستلزم وجود "سعر صرف يحقق التعادل في أسعار الفائدة، فإذا كان سعر الفائدة في البلد B مرتفعا مقارنة بسعر الفائدة في البلد A وإذا كان سعر الصرف السائد بينهما يجعل التوظيفات في B تدر عائدا أعلى من التوظيفات في A فإن رأس المال يتحرك من A إلى B، وهناك نوعان من تعادل معدلات الفائدة هما: تعادل أسعار الفائدة المغطى (PTIC) وتعادل معدلات الفائدة غير المغطى (PTINC).

*تعادل أسعار الفائدة المغطى (PTIC): ينطلق من فكرة أن المستثمر يختار بين:

-توظيف أمواله في الأصول المحررة بعملة المحلية (A مثلا) والحصول على الفوائد (i_A) خلال فترة محددة بين t و $t+1$ ؛

-توظيف أمواله في الأصول المحررة بالعملة الأجنبية (B مثلا) والحصول على الفوائد (i_B) خلال نفس الفترة.

إذا اختار المستثمر الاختيار الثاني، سيكون ($i_B > i_A$)، ولذا سيقوم بشراء عملة B وعند الحصول على عوائده يعيد تحويلها إلى عملة A، ولكنه حينها سيكون معرضا لخطر انخفاض قيمة العملة الأجنبية بين الفترتين، وبالتالي فإن الربح المحقق من معدلات الفائدة قد يخسره على معدلات الصرف، مما قد يقلص أليا "العائد الحقيقي" عن الاستثمار في الخارج.

يمكن للمستثمر أن يقوم بالتغطية ضد هذا الخطر من خلال بيع أجل عند سعر صرف أجل للمبالغ التي سيحققها من عملية الاستثمار في نفس تاريخ شراء الأصول الأجنبية بالعملة المحلية.

مثال: يقوم المستثمر بالترجيح كالاتي (حيث المبلغ المستثمر هو $X=1a$)

-إذا اختار التوظيف بالعملة المحلية سيحصل بعد شهر على المبلغ:

$$X * (1 + i_A) = (1 + i_A) \dots \dots \dots (1)$$

-إذا اختار التوظيف بالعملة الأجنبية في الأصول الأجنبية، فهو سيحول المبلغ $1a$ إلى عملة البلد B، وبما أن

$$b = A/B *$$

يصبح لدى المستثمر المبلغ ($1 * e / B$) والذي سيوظفه مباشرة لمدة شهر فيحصل في نهاية المدة على:

$$(e_{A/B})(1 + i_B) \dots \dots \dots (2)$$

المبلغ المحصل هو بعملة البلد B، وسيتم تحويله إلى عملة البلد A عند نهاية الفترة بسعر الصرف الذي تم الاتفاق حوله قبل شهر (تاريخ عقد الصفقة)، وبالتالي فالمستثمر سيحصل على المبلغ:

$$e_{A/B}(1 + i_B) * e_{A/B}^t \dots \dots \dots (3)$$

إذن يقوم المستثمر بالترجيح من خلال المقارنة بين المبلغين (1) و (3) كما يلي:

الحالة الأولى: $(1 + i_A) > e_{A/B}(1 + i_B) * e_{A/B}^t$ سيختار الاستثمار الأجنبي:

الحالة الثانية: $(1 + i_A) < e_{A/B}(1 + i_B) * e_{A/B}^t$ سيختار الاستثمار في الأصول المحلية.

عند التوازن: $(1 + i_A) = e_{A/B}(1 + i_B) * e_{A/B}^t$ سيكون لدينا: $\frac{1 + i_A}{1 + i_B} = \frac{e_{A/B}}{e_{A/B}^t}$

هذا يعني أنه إذا كان سعر الفائدة في A أعلى منه في B، فإن سعر الصرف الآجل لـ A أعلى من سعر الصرف الحاضر لـ A.

*تعادل أسعار الفائدة غير المغطى (PTIC): قد يختار المستثمر عدم تغطية خطر الصرف عند التوظيف في الخارج، في هذه الحالة سيكون العائد على التوظيف غير أكيد بسبب تغيرات سعر الصرف، وبافتراض أنه مستثمر عقلاني، وهذا يعني أنه يراهن على تغيرات إيجابية للعملة الأجنبية (ارتفاع سعر الصرف الآجل للعملة الأجنبية):

نضع $E(S_{A/B})$ هو سعر الصرف المتوقع من طرف المستثمر في نهاية الفترة، ويعطى بالعلاقة التالية:

$$i_B - i_A \approx \frac{E(S_{A/B}) - S_{A/B}}{S_{A/B}}$$

هذا يعني أن الفرق في معدلات الفائدة بين البلدين يجب أن يكون مساويا (بالتقريب) للتغير النسبي في معدلات الصرف.

مثال:

مستثمر ألماني يرغب في توظيف أمواله بالأورو لمدة أسبوع، فيختار بين الاستثمار في ألمانيا أو كندا مع العلم أن:

$$\text{Spot} : S_{EUR/CAD} = 1,3726$$

$$i_{CAD} = 4,5\%$$

$$i_{EUR} = 2,5\%$$

$$i_B - i_A \approx \frac{E(S_{EUR/CAD}) - S_{EUR/CAD}}{S_{EUR/CAD}} \leftrightarrow 4,5 - 2,5 \approx \frac{E(S_{EUR/CAD}) - 1,3726}{1,3726}$$

$$E(S_{EUR/CAD}) = 1,40$$

هذا يعني أن سعر الصرف الأورو بالنسبة للدولار الكندي لا يجب أن يرتفع أعلى من 1.40 لكي يكون التوظيف في الأصول الكندية مربحا بالنسبة للمستثمر الألماني، وإذا كان المستثمر يضارب على انخفاض سعر صرف الأورو، فسيكون من الأفضل له التوظيف في السوق المحلية¹.

ب-2- المقاربة بنظرية المحفظة المالية :

إن تحليل أسعار الصرف بالعلاقة مع اختيار المحفظة المالية لدراسة أسعار الصرف يوسع منطق النماذج النقدية مع الأخذ في الاعتبار ليس فقط المخزون النقدي ولكن أيضا مخزون الأوراق المالية المحررة بمختلف العملات. في الحقيقة هناك انعكاسات معتبرة لتدفقات رؤوس الأموال الناجمة عن الاستثمارات المباشرة واستثمارات المحفظة المالية على تغيرات سعر الصرف. وقد يركز تحديد سعر الصرف التوازني في السوق على العوائد المتوقعة من الأصول المتداولة (الأوراق المالية)، ففي ظروف الحرية التامة لحركة رؤوس الأموال وبافتراض عدم وجود أي تقييد قانوني لعملية اقتناء الأصول المالية، فإن حجما معتبرا من رؤوس الأموال ستندفق في المناطق النقدية حيث توجد إمكانيات استثمار بعوائد مرتفعة.

ب-3- النماذج الهيكلية الجزئية الجديدة:

ظهرت هذه النماذج لتفسير ديناميكية أسعار الصرف في الأجل القصير، وبذلك التنبؤ بتطورات المتغيرات الاقتصادية الكلية المحددة للنشاط الاقتصادي. الإشكالية الأساسية لهذه النماذج هي محاولة فهم كيف يؤثر كل من تنظيم سوق الصرف وسلوك المتعاملين فيه على ديناميكية سعر الصرف في الأجل القصير.

ففي المقاربة الهيكلية الجزئية تتفاعل في السوق كل من المعلومة والمؤسسات فيما بينها بشكل يجعل مجموعة من العوامل: نوعية المعلومة بين المتعاملين وسلوكياتهم، أهمية أوامر الشراء والبيع، التوقعات المتباينة للمتعاملين... هذه العوامل تشكل متغيرات من الدرجة الأولى لحركية أسعار الصرف في الأجل القصير، وبالتالي فهي تفسر ارتفاع حجم الصفقات على سوق الصرف وتذبذب أسعار الصرف، في حين تفترض المقاربة

¹ Ibid., P.82.

الاقتصادية الكلية الكلاسيكية أن المتعاملين في السوق متشابهين، كما أن نظام المعلومات فعال وواضح مع انعدام تكاليف الصفقات، وهي فرضيات غير واقعية لأن المتعاملين في السوق غير متجانسين ولا يملكون نفس المعلومة كما أن المفاوضات على سوق الصرف غير شفافة حيث يختلف "المدى" باختلاف تكاليف معالجة أوامر الشراء والبيع.

ثالثاً: أنظمة الصرف

يعبر نظام الصرف عن مجموع القواعد التي تنظم من خلاله دولة أو مجموعة من الدول طريقة تحديدها لمعدل صرف عملتها بالنسبة لباقي العملات، وتؤسس طريقة تسويتها الخارجية، وتتأثر أنظمة الصرف لمختلف الدول بالاعتبارات السياسية كالاندماج الإقليمي، أو بالأهداف الاقتصادية كضرورة موازنة المدفوعات الدولية.

1-أنواع أنظمة الصرف:

هناك تنوع كبير لأنظمة الصرف في مختلف الدول تندرج كلها ضمن نظامين هما الصرف الثابت والصرف العائم، ويظهر بينهما نظام هجين يتراوح بين التثبيت والتعويم بدرجات متفاوتة من بلد لآخر¹.

أ-أنظمة الصرف الثابت:

وهي أنظمة تثبيت "صارم" حيث قد يعطي قيمة قانونية لعملة بلد آخر كالدولار الأمريكي أو الأورو ليعتمدها كعملة محلية، وفي هذه الحالة لا تكون لدى البلد عملة خاصة به ولكنه يعوض عملته بالدولار²، أو قد يفرض على البنوك المركزية أن تحتفظ بأصول أجنبية تساوي أو تفوق العملة المحلية المتداولة زائد احتياطات البنوك، وتسمى هذه الطريقة بصناديق الإصدار³، أو قد يفرض على البنوك المركزية أن تحتفظ بأصول أجنبية تساوي أو تفوق العملة المحلية المتداولة زائد احتياطات البنوك، وتسمى هذه الطريقة بصناديق الإصدار، وهي تقنية اعتمدت منذ نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين كنظام صرف في المستعمرات أو الدول التابعة للتاج البريطاني، وهناك 3 مبادئ لصناديق الإصدار: أن يتم أولاً الربط بعملة

¹ Mark STONE et Harald ANDERSON et Romain VEYRUNE, Régimes de change, Revue Finance et Développement, Mars 2008, P.42.

² باناما، تيمور، الإكوادور، السالفادور، غواتيمالا) أو الأورو (إمارة الأندور، موناكو، الكوسوفو، مدينة الفاتيكان، المونتينيغرو.

³ هونغ كونغ، الأرجنتين، بلغاريا والبوسنة

دولية للاحتياطات، ثم ثانيا، تغطية القاعدة النقدية (احتياطات البنوك + النقود الورقية) بالاحتياطات الرسمية بنسبة 100%، وأخيرا أن تكون السياسة النقدية تابعة للتغير في احتياطات الصرف¹. يصاحب هذا النظام سياسة ميزانوية وهيكلية قوية وتضخم ضعيف، وهو ما يجعله نظاما دائما (غير قابل للتغيير) لأنه يعطي ثقة أكبر فيما يتعلق بالمعاملات الدولية. إلا أن البنوك المركزية في البلدان التي تعتمد هذا النوع من أنظمة الصرف لا تملك سياسة نقدية مستقلة فهي لا تتدخل للتأثير على سعر الصرف كما أن أسعار الفائدة تكون مرتبطة بنظيرتها في بلد العملة المرجعية.

ب-نظام الصرف العائم:

هو مناقض تماما لنظام الصرف الثابت، حيث أن أسعار الصرف لا تحدد من طرف السلطات النقدية، وإنما تحددها قوى العرض والطلب على العملات. في البلدان التي تعتمد هذا النظام تتدخل البنوك المركزية من خلال شراء أو بيع العملات مقابل العملة المحلية بهدف التحكم في التغيرات قصيرة الأجل لسعر الصرف (التعويم المدار) كما أن هناك بعض البلدان التي لا تتدخل بنوكها المركزية على الإطلاق لتسيير سعر الصرف (التعويم المطلق)، كالسويد، نيوزيلاندا، الولايات المتحدة، منطقة الأورو (التعويم المطلق).

يقدم نظام الصرف العائم ميزة استقلالية السياسة النقدية، ويفترض أن تكون سوق الصرف وباقي الأسواق المالية على درجة كبيرة من النضج لتتمكن من امتصاص الصدمات دون تغيرات كبيرة لسعر الصرف، بالإضافة إلى توفر بعض الأدوات المالية للتعامل مع الأخطار المرتبطة بتغيرات سعر الصرف². ففي الصرف العائم، لا تتدخل الحكومات لإدارة سعر الصرف، ولكنها قد تفعل ذلك لتحقيق أهداف معينة لسياسة الصرف والتي قد لا تكون معلنة كما أنها متغيرة في الزمن، وعموما فإن أنظمة الصرف تحدد العلاقات المختلفة بين عملات النظام، كما تترجم الكثير من خصائص السيولة الدولية.

ت-أنظمة الصرف المرن:

ويقصد بها تلك الأنظمة التي تحافظ في إطارها عملة البلد على قيمة ثابتة بالنسبة لعملة مرجعية أو وحدة نقدية مركبة (سلة عملات)، إلا أنها تسمح بالتغير في سعر التعادل الذي تم تحديده، تعتبر هذه الأنظمة "هجينة" أو وسيطة بين الصرف الثابت والعائم، ومن بين هذه الأنظمة يمكن الإشارة إلى *نظام التعادل المنزلق*

¹ Henri BOURGUINAT et autres, Finance internationale, Ed Dalloz, Paris, 2007, P.338.

² Mark STONE, Harald ANDERSON et Romain VEYRUNE, Op.cit , P.42.

الذي يفتح المجال لتعديلات دورية متكررة بفروقات ضعيفة تكون عادة معلنة مسبقا، فهو يسمح بتعديلات صغيرة متتالية وذلك لتفادي الصدمات عند تخفيض العملات أو إعادة تقييمها، وهناك أيضا ما يعرف **بالمناطق المستهدفة** وهي عبارة عن شريط تغيرات لسعر الصرف حول معدل واحد محوري في حدود تغير ضيق (1%) أو واسع (30%)، يمثل الشريط تغيرات مقبولة للأسعار طالما تقع بين حدين معرفين مسبقا، وتتدخل البنوك المركزية إذا تجاوزت المعدلات أحد الحدين. واعتمد هذا الشكل في النظام النقدي الأوروبي ابتداء من 1979 ثم توسع بعد ذلك إلى كل من روسيا، أوروبا الشرقية والوسطى وأمريكا اللاتينية.

وعلى الرغم من أن هذا النظام يحافظ على سعر صرف إسمي ثابت للرهان على توقعات تضخمية في السوق إلا أنه يوفر مرونة محدودة للسياسة النقدية لمواجهة الصدمات، حيث يتميز هذا النوع من التثبيت بكونه أكثر هشاشة أمام الأزمات المالية التي قد تؤدي إلى تخفيض كبير للعملة أو قد تصل إلى التخلي على عملية التثبيت، ويمكن القول إن التثبيت المرن يميل أكثر إلى عدم الاستمرار طويلا.

2-التطور التاريخي لأنظمة الصرف

عرفت أنظمة الصرف ثلاث مراحل رئيسية منذ الثلث الأخير من القرن التاسع عشر، يمكن تلخيصها فيما يلي:

أ-نظام التحويل الحر مع معيار دولي: القاعدة الذهبية

تمتد فترة نظام القاعدة الذهبية من 1870 إلى 1914، حيث انفتحت البلدان الغربية الرئيسية للتبادل الدولي وتبنت هذا المعيار الذي سمح بتوسيع التجارة الدولية من أجل تأسيس نظام نقدي دولي، ولم يكن في الواقع قائما على أي نص قانوني إلا فيما يتعلق بالأنظمة النقدية الداخلية بعد تبني "أحادية المعدن".

مميزات معيار الذهب: هناك عدة مميزات لنظام القاعدة الذهبية وهي:

- كل عملة معرفة بوزن من الذهب.
- كل النقود المتداولة (الورقية والكتابية) قابلة للتحويل إلى ذهب.
- التماثل في الصرف ناتج من العلاقة بين التعبيرات بالذهب لكل الوحدات النقدية.
- حرية تحويل رؤوس الأموال إلى الخارج.

إذن فإن نظام معيار الذهب هو نظام أسعار الصرف الثابتة، حيث يمثل الذهب أداة تدخل (تلتزم البنوك المركزية بتحويله دون تقييد وبسعر ثابت مقابل النقود) وهو أيضا أداة دفع (يمارس الوظائف التقليدية للنقود على المستوى الدولي).

في تلك الفترة، كان التعديل في موازين مدفوعات الدول المختلفة يتحقق من خلال انخفاض الأسعار الداخلية (الآليات السعرية) أو تقلص الدخل (الآليات الدخلية)، أما إنجلترا فقد كانت تقوم بتمويل العجز في ميزان مدفوعاتها عن طريق رفع سعر الفائدة وجذب رؤوس الأموال لتفادي تصدير الذهب.

لقد وضعت الحرب العالمية الأولى نهاية لنظام القاعدة الذهبية بسبب التخلي تدريجيا عن التغطية الذهبية للكتلة النقدية المتداولة على المستوى الداخلي، إضافة إلى الظروف الانكماشية للتجارة والتمويل على المستوى الدولي، وعلى الرغم من تعدد المحاولات لإعادة إقامة نظام الذهب ابتداء من 1925 ولكنه انهيار في 1931 بعد أزمة الكساد العظيم والأزمة المالية في بريطانيا، وتسابقت الدول لتخفيض عملاتها بهدف تصدير بطلتها كما توسعت في إجراءاتها الحمائية لتقييد تجارتها مما أفشل كل محاولات إقامة النظام.

ب-نظام التحويل الحر مع عملة مركزية: بروتن وودز

يسمى أيضا نظام الصرف بالذهب، وهو نظام تأسس بعد مفاوضات بروتن وودز 1944 التي جمعت 44 دولة بهدف إقامة نظام نقدي دولي مستقر، وهناك التقت الأطروحتان: الإنجليزية (ج.م.كينز) والأمريكية (هدايت)، وقد تم تبني الأخيرة بحكم أن الولايات المتحدة الأمريكية قد خرجت من الحرب مع ثلثي الاحتياطات العالمية من الذهب كما فرض وزنها الاقتصادي على كل الدول الغربية قبول هيمنة الدولار.

ب-1- مبادئ نظام بروتن وودز

قام نظام بروتن وودز من جهة على الوضعية المهيمنة للدولار، ومن جهة أخرى على دور صندوق النقد الدولي، وتتلخص مبادئه فيما يلي:

- على كل بلد عضو أن يعلن عن تعادل محدد لعملته، معبر عنه بالذهب أو بالدولار القابل بدوره للتحويل إلى ذهب (35 دولار للأوقية) ولا يمكن تعديل هذه التماثلات إلا في حالة ضرورة تصحيح عجز في ميزان المدفوعات.
- على كل دولة عضو أن تحافظ على تغيرات صرف عملتها في حدود 1% حول التعادل المعلن (صرف ثابت) وذلك باستخدام احتياطاتها للتدخل على سوق الصرف.

- كل دولة عضو تنضم إلى الصندوق ملزمة بدفع حصة لموارد الصندوق، ويتم تحديد حصة كل بلد على أساس مؤشر يحسب كما يلي: $QP = (0.01Y + 0.025R + 0.05P + 0.2276VC) * (1 + C/Y)$ حيث أن: Y هو الناتج المحلي الإجمالي، R هي الاحتياطات الرسمية الشهرية، P هي الدفعات الجارية، C هي المداخيل الجارية، وأخيرا VC هو التغير في المداخيل الجارية. ويمنح حجم الحصة القوة التصويتية للبلد داخل الصندوق كما يحدد قدرته على السحب من الصندوق. يدفع البلد 25% من حصته بالذهب والباقي بعملته المحلية.
- عند السحب من (ص.ن.د) يحصل البلد على العملات القابلة للتحويل مقابل شرائح من حصته في حدود 25% من حصته سنويا، وفي حدود 125% من حصته خلال خمس سنوات وتسمى هذه العملية "بالشراء". وعند التسديد يقوم البلد بإعادة شراء حصته مقابل العملات القابلة للتحويل التي قام بسحبها سابقا وتسمى العملية "إعادة الشراء".
- لمواكبة الحاجات المتزايدة للسيولة الدولية، قام الصندوق في 1969 بخلق ما يعرف "بحقوق السحب الخاصة"، وهي وسيلة جديدة للاحتياطيات ووحدة قياس للصندوق تسمى أيضا بالذهب الورقي، وقام بتوزيعها على الأعضاء تبعا لحصصها لديه على ثلاث دفعات: 1970، 1971، 1972.

ب-2- انهيار نظام بروتون وودز

بسرعة كبيرة انحرف النظام من صرف بالذهب إلى معيار-دولار، ويرجع ذلك إلى الدور الدولي الذي لعبه الدولار كعملة أساسية للتجارة الدولية وعنصر رئيسي للسيولة الدولية (حيث تضاعف مبلغ الأصول السائلة بالدولار لدى السلطات النقدية للبلدان حوالي 5 مرات بين 1944 إلى 1970) وقد أدى العجز المستمر في ميزان المدفوعات الأمريكي منذ بداية 1958 وإلى غاية 1970 (والممول من احتياطات الذهب الأمريكية) إلى ازدياد التوقعات بتخفيض قيمة الدولار الأمر الذي أدى إلى ازدياد خروج الذهب، وفي مارس 1971 رفض بنك الاحتياطيات الفيدرالي تحويل احتياطيات البنوك المركزية من الدولار إلى الذهب، ثم في أوت 1971 تم الإعلان رسميا عن إلغاء قابلية تحويل الدولار إلى ذهب، مع فرض رسم عام على الواردات 10%.

في ديسمبر 1971، تم تخفيض الدولار (من 35 إلى 38 دولار للأوقية) وإعادة تقييم عدة عملات (الين والمارك) والسماح للعملات بالتأرجح، ثم أدت عمليات المضاربة ضد الدولار إلى تخفيضه مرة أخرى في فيفري 1973 (42.22 دولار للأوقية) ثم تركت أسعار الصرف حرة مع بعض التدخلات للسلطات النقدية.

كانت هناك عدة محاولات لتصحيح النظام من 1973 إلى غاية 1975 ثم في مؤتمر جامايكا 1976 تم الإعلان نهائيا عن انتهاء العمل بقواعد بروتن وودز.

ت-نظام التعويم

بعد انهيار نظام بروتن وودز في 1973، تم استبدال التعادلات الثابتة لأسعار الصرف بنظام "هجين"، والذي خلق في ظل تلك الظروف غير المستقرة، حيث يتضمن هذا النظام أسعار صرف عائمة وأخرى معومة جزئيا حيث تتدخل السلطات النقدية بالإضافة إلى أنظمة صرف ثابتة.

وقد نصت المادة IV من قواعد صندوق النقد الدولي على ضرورة التزام كل بلد عضو بالتعاون مع الصندوق ومع باقي الأعضاء من أجل نظام مستقر لأسعار الصرف، ويمكن للبلد أن يختار إحدى الحلول الثلاثة التالية:

- تحديد قيمة عملته بعلاقة ثابتة مع وحدات حقوق السحب الخاصة أو أي معيار آخر مع إلغاء الدور النقدي للذهب.
- ربط عملتها بقيمة عملة أخرى في إطار جماعي مرتبط باتفاق كما هو الحال بالنسبة لعملات المجموعة الأوروبية المشتركة في ذلك الوقت والمعروفة باسم "الثعبان".
- ترك عملتها عائمة على سوق الصرف.

يمكن القول إن المادة IV جاءت لتقييم شرعية النظام الحالي، حيث سمحت بتقرير إقامة نظام معمم لأحكام الصرف القائمة على تعادلات ثابتة قابلة للتعديل (تعادلات مرنة)، وبالتالي يجب على كل الأعضاء تعريف وتحديد تعادل عملتها (إقصاء مرجعية الذهب) وتلتزم بالمحافظة على استقرار أسعار صرف عملتها من تقلبات السوق من خلال تدخل بنوكها المركزية.

ث-أنظمة الصرف السائدة في النظام النقدي الدولي الراهن

هناك عدة أنظمة صرف تتبعها مختلف دول العالم حاليا يمكن ذكرها فيما يلي:

ربط العملات: هو تثبيت العملة بعملة دولية واحدة (35 بلد) أو بسلة من العملات (7 بلدان).

صناديق الإصدار: هي تقنية وجدت اليوم تطورا بعد أن كانت منذ القرن 19 وبداية القرن 20 نظام الصرف الخاص بالمستعمرات أو البلدان تحت التاج البريطاني (سيلان، إيرلندا، هونغ كونغ، الأرجنتين، بلدان البلطيق،

البوسنة، بلغاريا...)، وهناك 3 مبادئ لصناديق الإصدار: الربط بعملة دولية للاحتياطات، ارتباط القاعدة النقدية بالاحتياطات الرسمية بنسبة 100%، تبعية السياسة النقدية للتغير في احتياطات الصرف.

تعادل منزلق: وهو يفتح المجال لتعديلات دورية متكررة بفروقات ضعيفة تكون عادة معلنة مسبقا، فهو يسمح بتعديلات صغيرة متتالية وذلك لتفادي الصدمات عند تخفيض العملات أو إعادة تقييمها.

المناطق المستهدفة: تتم من خلال وضع شريط تغيرات لسعر الصرف حول معدل واحد محوري، ويمثل الشرط تغيرات مقبولة للأسعار طالما تقع بين حدين معرفين مسبقا، وتتدخل البنوك المركزية إذا تجاوزت المعدلات أحد الحدين. واعتمد هذا الشكل في النظام النقدي الأوروبي ابتداء من 1979 ثم توسع بعد ذلك إلى كل من روسيا، أوروبا الشرقية والوسطى وأمريكا اللاتينية.

الصرف العائم: كأخر نظام صرف فهو مناقض تماما للصرف الثابت، حيث بدلا من تحديد تعادل مثبت من طرف السلطات النقدية فإن قوى العرض والطلب على العملات هي التي تحدد الأسعار.

يشار إلى وجود بعض الدول التي اختارت اعتماد عملة دولية داخل اقتصادها، في هذه الحالة لا تكون لدى البلد عملة خاصة به ولكنه يعوض عملته بالدولار (باناما، تيمور، الإكوادور، السالفادور، غواتيمالا، كوستاريكا، الأرجنتين) أو الأورو (إمارة آندور، موناكو، الكوسوفو، مدينة الفاتيكان، المونتينيغرو).

تمارين

السؤال الأول

إذا كانت لديك المعدلات العامة للأسعار في بلدين A و B للسنة n معطاة كما يلي: $P_A=120$ و $P_B=130$.

- 1- عبر عن سعر الصرف بين العمليتين للسنة n حسب نظرية تعادل القدرة الشرائية المطلقة.
- 2- إذا أعطي لك معدلا التضخم في البلدين للسنة n+1 حيث $inf_A=10\%$ و $inf_B=8\%$ كيف يمكن التعبير عن التغير في سعر الصرف بدلالة معدلي التضخم حسب نظرية تعادل القدرة الشرائية؟
- 3- أحسب سعر الصرف للسنة n+1 (بطريقتين).

السؤال الثاني

إذا كان معدل الفائدة لثلاثة أشهر في ألمانيا يساوي 4% وفي الولايات المتحدة الأمريكية يساوي 5.5%، وكان هناك خصم على الدولار لثلاثة أشهر (علاوة للأورو) يقدر بـ 0.5%. وسعر الصرف الحاضر EUR/USD= 1.1347.

- 1- هل ستكون عملية الترجيح بالفائدة المغطى مربحة بالنسبة لمتعامل يريد توظيف 10000 أورو.

السؤال الثالث

نفترض أن مستثمرا أستراليا لديه المعلومات التالية: في سيدني: التسعيرة الحاضرة E: $CAD/AUD=1$ ، التسعيرة الآجلة F: $CAD/AUD=1.03$ ، معدل الفائدة في سوق النقد الأسترالي هو $i_{AUD}=i=6\%$ ، معدل الفائدة في سوق النقد الكندي هو $i_{CAD}=i^*=4\%$.

- أحسب العائد على استثمار 1000 دولار أسترالي في كلا السوقين.
- حدد واشرح سلوك هذا المستثمر بين السوقين.

السؤال الرابع

إذا كان معدل الفائدة لثلاثة أشهر في ألمانيا يساوي 3% وفي الولايات المتحدة الأمريكية يساوي 6%، وكان هناك خصم على الدولار لثلاثة أشهر (علاوة للأورو) يقدر بـ 0.5%. وسعر الصرف الحاضر EUR/USD= 1.0885.

- 1- هل ستكون عملية الترجيح بالفائدة المغطى مربحة بالنسبة لمتعامل يريد توظيف 10000 أورو.

المحور الثالث:

إدارة مخاطر الصرف

تتحمل المؤسسة خطر الصرف بمجرد إجراء عملية دولية تتطلب دخولا أو خروجاً لعملات أجنبية مع فارق زمني (أسابيع، أشهر..) ينشأ هذا الخطر من كونها غير قادرة على تحديد سعر صرف هذه العملات الأجنبية وما يقابلها بالعملة الوطنية خلال فترة قد تكون قصيرة أو متوسطة.

الأهداف التعليمية

- ◉ الهدف الأول: التعرف على مخاطر الصرف بصفة عامة؛
- ◉ الهدف الثاني: التمييز بين أنواع مخاطر الصرف؛
- ◉ الهدف الثالث: فهم الأدوات الرئيسية لإدارة مخاطر الصرف؛
- ◉ الهدف الرابع: التركيز على أدوات إدارة مخاطر الصفقات .

أولاً: تعريف خطر الصرف وأنواعه

يرتبط خطر صرف العملات الأجنبية في التجارة الدولية بالتغيرات في أسعار الصرف بين العملات المستخدمة في المعاملات التجارية، عندما تقوم الشركة بإجراء معاملة في الخارج، فإنها تتعرض لخطر الخسارة المرتبط بتغيرات معدلات الصرف قبل أو اثناء المعاملة¹، لأنه يؤثر تكاليف ومداخل المؤسسة (تكلفة المواد الأولية، مداخل مرتبطة ببيع السلع، التدفقات المالية المتعلقة بعمليات الاقتراض وتوظيف العملات)، وهناك ثلاثة أنواع من مخاطر الصرف²:

1-خطر الصفقات

هو الخطر الذي تتعرض له المؤسسات غير المالية عند تجارتها مع الخارج، فهو يخص كل من العوائد والتكاليف المتعلقة بالاستيراد والتصدير، وكذلك العمليات المالية كالإقراض والاقتراض بعملات أجنبية، وهذا يعني التعرض إلى خطر الدفع أكثر أو الحصول على أقل مما كان يجب الحصول عليه عند تغير (تذبذب) سعر صرف العملات.

مثال (1) حول خطر الصرف للمستورد

شركة كندية تشتري معدات من الولايات المتحدة بمبلغ 500 ألف دولار أمريكي. في يوم إصدار الفاتورة، كان سعر الدولار الأمريكي (USD) عند 1.3024 دولارًا كنديًا (CAD)، فالمفروض أن الشركة كانت ستدفع مبلغ 651,200 دولار كندي بالسعر الحاضر.

لكن لأن الدفع سيتم بعد ثلاثة أشهر، وسعر صرف الدولار الأمريكي قد ارتفع إلى 1.3172 دولار كندي. وفي هذه الحالة، تبلغ التكلفة الفعلية للاستيراد 658.600 دولار كندي. وبالتالي ستحقق الشركة خسارة صرف قدرها 7400 دولار كندي.

مثال (2) حول خطر الصرف للمصدر

مصدر كندي قام بعملية تصدير إلى الخارج بقيمة 500000 دولار أمريكي، يتم إصدار الفاتورة بالدولار الأمريكي ويجب أن يتم الدفع خلال ثلاثة أشهر.

¹Emma Perrin, Comment Centraliser La Gestion De Son Risque De Change Dans Un Groupe De Sociétés ?, 20 juin 2023, sur le site web AGICAP (<https://agicap.com/fr/article/centraliser-risque-de-change-multi-societes/#:~:text=Le%20risque%20de%20change%20est,n'est%20pas%20g%C3%A9r%C3%A9e%20correctement.>) Consulté le 20/12/2023.

²Hubert de La Bruslerie, Catherine Eliez, Définition et mesure du risque de change, Dans Trésorerie d'entreprise, Dunod, Paris, 2017, P.397.

إذا انخفضت قيمة الدولار الأمريكي خلال هذه الفترة، على سبيل المثال من 1.3200 إلى 1.3100، في يوم استلام الدفع، ستخفض قيمة التصدير بمقدار 5000 دولار كندي مقارنة بما كان يتوقعه المصدر. وهنا أيضا ستعاني الشركة من خسارة صرف العملات الأجنبية. في كلتا الحالتين، فإن الفشل في الحماية من مخاطر العملة يعرض الشركة لخسائر مالية¹.

2-الخطر المحاسبي

وهو ينتج من تحويل أصول أو خصوم محررة بعملات أجنبية إلى العملة الوطنية مما يخلق اختلالات عند تحويل القوائم المالية للمؤسسات في الخارج (شركات متعددة الجنسيات)، حيث يطرح مشكل اختيار معدل الصرف المطبق عند التقييم المحاسبي، فهناك سعر الصرف عند تاريخ العملية، أو سعر الصرف المتوسط المرجح أو آخر سعر صرف. تعتبر إدارة خطر الصرف المحاسبي مهمة جدا للمؤسسات التي تملك عدة فروع في عدة بلدان عبر العالم وتتعامل بعدد معتبر من العملات (سواء من خلال استثمارات أجنبية مباشرة، أو عبر امتلاك حصص من رأس المال في الخارج) والتي تحتاج إلى تجميع حساباتها في الخارج مع حسابات الشركة الأم.

3-الخطر الاقتصادي

وهو يعبر عن أثر تغيرات سعر الصرف على القيمة الاجمالية للمؤسسة، وتعرف قيمة مؤسسة كمجموع القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية (Cash-Flow)، أي الفرق بين المداخيل والمصاريف المستقبلية المعبر عنها بالعملة المحلية، ولكن تغيرات سعر الصرف تؤثر مباشرة على التدفقات المقدرة في المستقبل لأننا نقوم بتحويل مبالغ مستقبلية من عملة إلى عملة، وهنا يظهر خطر الصرف.

مثال

شركة كندية تبيع منتجاتها إلى زبون أمريكي مقابل 95 دولارًا أمريكيًا (USD) ويتم التحصيل بعد ستة أشهر. في تاريخ توقيع وصل الطلبية كان سعر الصرف الحاضر (الفوري) هو 1.30. وبلغ هامش الوحدة بعد ذلك 33.50 دولارًا كنديًا (أو 37.22%).

ولكن إذا انخفضت قيمة الدولار الأمريكي خلال فترة 6 أشهر إلى 1.26، فإن هامش الربح الإجمالي يبلغ 29.7 دولارًا كنديًا (CAD) فقط. ثم يتم تخفيضه بنسبة 11.34%.

¹ المثال متوفر على موقع البنك الوطني الكندي:

الجدول (4): تأثير انخفاض سعر صرف الدولار الأمريكي على هامش الربح بالدولار الكندي

انخفاض الهامش	انخفاض قيمة (USD)	الهامش (%)	الهامش (CAD)	سعر التكلفة (CAD)	المداخل (CAD)	السعر في الفاتورة (USD)	سعر الصرف
0%	0%	37.22	33.50	90	123.50	95	1.30
-5.67%	-1.54%	35.11	31.60	90	121.60	95	1.28
-11.34%	-3.08%	33.00	29.70	90	119.70	95	1.26
-15.31%	-4.61%	30.88	27.80	90	117.80	95	1.24
-22.70%	-6.15%	28.77	25.90	90	115.90	95	1.22

Source: Banque Nationale, Comment Gérer Le Risque De Change, P.4, Sur Le Site web (<https://www.bnc.ca/content/dam/bnc/entreprise/pdf/comment-gerer-risque-change.pdf>)

ويبين الجدول أن الانخفاض في هامش الربح يتجاوز بكثير نسبة التغير في سعر صرف الدولار، وبالتالي فإن التأثير على هامش ربح المصدر واضح.

ثانياً: الأدوات المستخدمة لإدارة خطر الصرف

هناك عدة أدوات تلجأ إليها المؤسسة ذات النشاط الدولي للحماية ضد المخاطر الناتجة عن الصرف، وتستطيع المؤسسة اللجوء إلى طرق تغطية داخلية وأخرى خارجية:

1-الحلول الداخلية

توجد أربع تقنيات داخلية أو يمكن تسميتها "طبيعية"، لمحاولة تقليل مخاطر الصرف المرتبطة بالصفقات وهي:

أ-اختيار عملة الفواتير أو الدفع

بالنسبة للمصدر أو المستورد لن تنشأ مخاطر تبادل المعاملات إذا تمت جميع المدفوعات بالعملة المحلية، لكن هذا الخيار ليس متاحاً بشكل دائم، ولا يمكن فرضه على الزبائن في الخارج أو الموردين. وقد يفكر المستورد الأجنبي في الدفع بالعملة المحلية للمؤسسة المصدرة، ولكن إذا قدم هذا الامتياز (ثم وافق على تحمل مخاطر الصرف)، فسوف يرغب في الحصول على تعويض عن السعر أو مواعيد الدفع. وسيتعين على أمين صندوق الشركة المحلية أن يقيم ما إذا كان ما يكسبه يقينا من السعر يساوي الامتيازات الممنوحة في نقاط أخرى من عقد البيع¹.

¹Ibid., P.7.

هناك أيضا إمكانية التفاوض بحيث تتم الصفقة بعملة أقل خطورة من غيرها، وهذا يعتمد بشكل كبير على القوة التفاوضية للشركة لفرضها على الطرف المقابل، كما يجب التأكد من صلاية العملة المطلوبة.

ب-التعويض الداخلي (أو التحوط الطبيعي)

يمكن تخفيض مركز النقد الأجنبي لشركة كندية، وهو مقارنة ديونها ومستحققاتها بالعملة الأجنبية، بشكل كبير إذا كانت التدفقات النقدية في الاتجاه المعاكس لتلك الناتجة عن الاستيراد أو التصدير.

مثال:

لنأخذ على سبيل المثال شركة كندية تستورد مكونات أو أدوات متخصصة من الولايات المتحدة وتقوم بتصدير منتجاً نهائياً إلى الولايات المتحدة. ففي هذه الحالة يمكن إجراء التغطية على رصيد الصفقتين فقط. مع ذلك، قد تستمر مخاطر صرف العملات الأجنبية عندما يكون هناك فارق زمني واضح بين تواريخ الدفع بين البلدين، كما قد لا يكون صافي مركز العملات الأجنبية ثابتاً على طول السنة المالية، هناك أيضا حلول بسيطة لعلاج هذا.

ت-اتفاقيات تقاسم المخاطر

عبر اتفاقيات تقاسم المخاطر، يتفق المتعاقدان من البلدين على صيغة تجعل الجميع يتحمل جزءاً من الآثار السلبية الناجمة عن تقلبات سعر الصرف بين تاريخ التوقيع وتاريخ الدفع، يتم تطبيق هذا المبدأ بشكل حصري تقريباً من قبل الشركات متعددة الجنسيات.

ث-تعديلات آجال المدفوعات (leads & lags)

تغير في وتيرة التسويات الدولية، اتسم بالفجوة بين استرداد الديون وسداد الديون، حيث يتم تسريع أحدهما وتأخير الآخر في الاتجاه المعاكس، ويسمح التعديل في آجال الدفع (Termailing) للشركة بالاستفادة من فروق التكافؤ بين العملات أو تحسين حالة التدفق النقدي لديها.

مثال:

نأخذ حالة شركة أسترالية، حيث يمكنها القيام بعملية مضاربة متمثلة في تسريع مدفوعاتها بالدولار الأمريكي إذا كانت تتوقع انخفاض قيمة الدولار الاسترالي مقارنة بالدولار الأمريكي، أو قد تعتمد إلى تأجيل تحصيلاتها بالدولار الأمريكي في الحالة المعاكسة¹.

¹ Dictionnaire Commercial sur le lien (https://www.dictionnaire-commercial.com/?p=word.lookup&foreign_id=15070)

Consulté le 21/12/2023.

2-المنتجات المالية للتغطية الخارجية

تهدف هذه الأدوات المالية إلى التغطية باستخدام أدوات خارجية، وتقترح البنوك وسماسة الصرف جملة من هذه الأدوات، ويمكن التطرق للبعض منها:

أ-العقود الآجلة للعملات

يقوم العقد الآجل على شراء أو بيع العملات الأجنبية ليتم تسليمها أو استلامها في تاريخ مستقبلي محدد سلفاً وبسعر صرف يتم تثبيته بالاتفاق اليوم، يسمى هذا السعر المتفق عليه "بسعر الصرف الآجل".
وباستخدام هذا المنتج المالي، يمكن للمستورد المعرض لمخاطر صرف العملات الأجنبية تحديد السعر اليوم الذي سيشتري به كمية العملة الأجنبية التي سيحتاجها في تاريخ مستقبلي. وكذلك يمكن للمصدر أن يحدد مقدماً السعر الذي سيحول به أموال العملات الأجنبية التي سيحصل عليها مقابل المنتجات التي سيسلمها في تاريخ محدد في المستقبل، ويتميز العقد الآجل بثلاث ميزات مهمة هي:

- لا يوجد دفع أو تسليم للعملة الأجنبية مبدئياً. سيتم كلاهما في التاريخ اللاحق المحدد في العقد؛
- يعتبر العقد الآجل بمثابة التزام ثابت. ويجب أن يتم دفع وتسليم المبالغ المعنية عند الاستحقاق؛
- مطلوب تسهيلات ائتمانية لتمكين المعاملة¹.

مثال:

الجدول الموالي يوضح معدلات الصرف الآجلة لعملة الأورو (Eur) مقابل الدولار الأمريكي (USD) في موقع مجموعة بورصة شيكاغو التجارية (CME) بتاريخ 2023/12/22، رمز العقد الآجل في شاشة البورصة هو (E6)، وتتميز العقود الآجلة (المستقبلية) في البورصات التجارية بكونها قياسية (أي أنها تقوم على كمية محددة من الأصول)، وهي ثابتة تطبق على كل العقود، بالنسبة لهذا العقد فإن الكمية القياسية تساوي 125000 أورو (هذا يعني أن كمية الأورو التي سيشتريها المتعامل هي محددة وثابتة في كل العقد، لكن سعرها مقابل الدولار هو الذي يتغير ويخضع لشروط التفاوض)، وتظهر الأسعار في الجدول لاستحقاقات قياسية ومحددة وهي: جانفي، فيفري، مارس، أفريل، جوان، سبتمبر وديسمبر، وهذا يعني أن التفاوض يكون طوال السنة، ولكن مواعيد التسليم والدفع هي المحددة.

CONTRACT UNIT	125,000 Euro
PRICE QUOTATION	U.S. dollars and cents per Euro increment

¹Banque Nationale, Comment Gérer Le Risque De Change, P.10, Sur Le Site web

(<https://www.bnc.ca/content/dam/bnc/entreprise/pdf/comment-gerer-risque-change.pdf>)

الجدول (5): تواريخ استحقاق عقود الأورو مقابل الدولار في بورصة شيكاغو التجارية 2023/12/22

MONTH	OPTIONS	CHART	LAST	CHANGE	PRIOR SETTLE	OPEN	HIGH	LOW	VOLUME	UPDATED
JAN 2024 6EF4	OPT	ال	1.10175	+0.0007 (+0.06%)	1.10105	1.1019	1.10505	1.10055	866	13:39:58 CT 22 Dec 2023
FEB 2024 6EG4	OPT	ال	1.1033	+0.0007 (+0.06%)	1.1026	1.10365	1.10645	1.10215	445	11:29:39 CT 22 Dec 2023
MAR 2024 6EH4	OPT	ال	1.1048	+0.0009 (+0.08%)	1.1039	1.1049	1.10815	1.10335	158,934	13:44:04 CT 22 Dec 2023
APR 2024 6EJ4	OPT	ال	-	-	1.1052	-	-	-	0	08:56:56 CT 22 Dec 2023
JUN 2024 6EM4	OPT	ال	1.1095	+0.00145 (+0.13%)	1.10805	1.1093	1.1119	1.10755	259	12:56:23 CT 22 Dec 2023
SEP 2024 6EU4	OPT	ال	1.1125	+0.0001 (+0.01%)	1.1124	1.1124	1.1164	1.1124	125	11:10:49 CT 22 Dec 2023

Source : Le Site Officiel De Chicago Mercantile Exchange

<https://www.cmegroup.com/markets/fx/g10/euro-fx.quotes.html#venue=globex>

فإذا افترضنا أن مؤسسة أمريكية مستوردة تحتاج أن تدفع بالأورو في شهر مارس 2024 وهي تخشى ارتفاع قيمة الأورو في ذلك التاريخ، تسمح لها العقود الآجلة أو المستقبلية¹ (دولار/أورو) بتحديد سعرها الآن (بتاريخ 22 ديسمبر 2023) حيث يمكنها شراء الأورو بسعر 1,1048 دولار للأورو الواحد، ولكن الاستلام والتسوية لا يتم إلا في مارس 2024.

في حالة التصدير، تنتظر المؤسسة الأمريكية الحصول على مداخيلها بعملة الأورو في شهر جوان 2024، لكنها تخشى انخفاض قيمة الأورو في ذلك التاريخ، تسمح لها العقود الآجلة (المستقبلية) بتحديد مداخيلها المستقبلية بالأورو من خلال بيعها الآن بعقد آجل استحقاقه في جوان القادم، يتم الاتفاق على سعر البيع في 22 ديسمبر 2023، لكم التسليم والتحصي يتم عند الاستحقاق في جوان.

¹ العقود الآجلة هي مشابهة للعقود المستقبلية والفرق بينهما أن الأولى تستخدم في البنوك أو الأسواق "على المنضدة" وتكون الكميات وتواريخ الاستحقاق متغيرة حسب رغبة المتعاملين، بينما تستخدم العقود المستقبلية في البورصات المنظمة وتكون قياسية (الكميات وتواريخ الاستحقاق ثابتة بالنسبة لكل المتعاملين)، فيما يتعلق بمثلنا فقد تم الاعتماد على العقود المستقبلية في سوق منظمة (بورصة شيكاغو التجارية) لتوضيح الفكرة، بالإضافة إلى كون العقود الآجلة تابعة ومرتبطة بالأسعار التي تتحدد في البورصة.

ب-الخيارات على العملات

خيار الصرف الأجنبي هو أداة مالية توفر إمكانية شراء أو بيع مبلغ بالعملات الأجنبية بسعر صرف محدد، ويهدف الخيار إلى تقليص مخاطر الصفقات، فهو يمنح للمؤسسات الحق "وليس الالتزام" بشراء أو بيع العملات المتفق عليه، عند التاريخ المحدد "تاريخ النضج"، تسمح الخيارات بالضمان على الأسعار في المستقبل مع إمكانية الاستفادة من تغيرات ملائمة في السوق.

بالنسبة للخيارات الأكثر شيوعًا، والتي تسمى الأوروبية، يتم تحديد التاريخ مسبقًا، أما بالنسبة لما يسمى بالخيارات الأمريكية، فيمكن تنفيذ المعاملة طوال مدة الخيار، ويتم التحديث في العادة عن "Call" لتعيين خيارات الشراء و"Put" لتعيين خيارات البيع.

للحصول على خيار، يجب دفع قسط. على عكس العقود الآجلة، يتم دفع هذا القسط عند التوقيع في اليوم الأول. يعتمد قسط الخيار على المعلومات التالية:

-المبلغ الذي سيتم تحويله في حالة ممارسة الخيار؛

-سعر التنفيذ، أي السعر الذي يمكن لصاحب الخيار تنفيذ معاملته بالعملة الأجنبية؛

-التقلبات المتوقعة في سعر صرف العملة.

-انتهاء الصلاحية البعيدة أو الأقل للخيار¹.

مثال:

الجدول الموالي يوضح الأسعار التفاوضية لخيارات الشراء (Calls) على اليسار، وأسعار خيارات البيع (Puts) على اليمين، كما تظهر في الوسط بينهما مجموعة الأسعار المقترحة من طرف البورصة (Strike Price) من أجل التفاوض حول العلاوات الخاصة بكل سعر مقترح، ويظهر في الأعلى العقد محل التفاوض وهو عقد شهر مارس 2024، والذي كان آخر سعر تفاوضي حوله هو 1,1054 دولار لكل أورو، ويؤخذ آخر سعر لشهر مارس كمرجع بالنسبة للبورصة، حيث تقترح مجموعة أسعار أقل منه وأعلى منه لكي تفتح عمليات التفاوض للخيارات حولها.

¹Banque Nationale, Comment Gérer Le Risque De Change, P.10, Sur Le Site web

(<https://www.bnc.ca/content/dam/bnc/entreprise/pdf/comment-gerer-risque-change.pdf>)

جدول (6): تسعيرات خيارات الشراء والبيع لعقد مارس 2024 (أورو/دولار)

UNDERLYING FUTURE	CHART	LAST	CHANGE		PRIOR SETTLE	HIGH	LOW	VOLUME	UPDATED					
MAR 2024 6EH4 ▾		1.10535	+0.00145 (+0.13%)		1.1039	1.10815	1.10335	165,916	16:37:20 CT 22 Dec 2023					
CALLS							STRIKE PRICE	PUTS						
UPDATED	VOLUME	HIGH	LOW	PRIOR SETTLE	CHANGE	LAST		LAST	CHANGE	PRIOR SETTLE	LOW	HIGH	VOLUME	UPDATED
16:38:46 CT 22 Dec 2023	4	0.0273	0.0273	0.0249	+0.0024	0.0273	1.085	0.0060	-0.0002	0.0062	0.0060	0.0060	20	16:38:05 CT 22 Dec 2023
16:37:28 CT 22 Dec 2023	0	-	-	0.0214	-	-	1.09	0.0068	-0.0008	0.0076	0.0066	0.0074	29	14:26:12 CT 22 Dec 2023
16:38:11 CT 22 Dec 2023	0	-	-	0.0181	-	-	1.095	0.0083	-0.0010	0.0093	0.0083	0.0093	7	16:38:55 CT 22 Dec 2023
16:38:11 CT	4	0.0166	0.0166	0.0152	+0.0014	0.0166	1.1	0.0108	-0.0005	0.0113	0.0104	0.0108	7	16:38:23 CT

Source : Le Site Officiel De Chicago Mercantile Exchange
<https://www.cmegroup.com/markets/fx/g10/euro-fx.quotes.options.html#optionProductId=8116&expiration=8116-H4>

* خيار البيع

إذا افترضنا أن الشركة الأمريكية تريد بيع عقد أجل للأورو مقابل الدولار لشهر مارس 2024، نلاحظ أن آخر عقد قد تم بيعه موضح أعلى الجدول وسعره 1.105335 دولار/أورو، لكن في نفس الوقت ترغب في الاستفادة من أي ارتفاع محتمل للأورو، في هذه الحالة تتيح لها البورصة الاختيار ضمن قائمة أسعار في الشريط الأزرق في وسط الجدول، ولنفرض أنها تختار سعر العقد 1,095 الموضح بدائرة صفراء، ونلاحظ أن سعر آخر خيار للبيع قد تم عقده عند 0,0083 دولار/أورو (السهم وردي اللون)، وفي هذه الحالة ستكون شروط الخيار بالشكل التالي:

- سعر العقد الأجل: 1,095 دولار/أورو
- سعر خيار البيع (العلاوة): 0,0083 دولار/أورو
- سعر العملية: 1,1033 = 0,0083 + 1,095 دولار/أورو

عند تاريخ الاستحقاق نميز حالتين:

*إذا كانت أسعار السوق < سعر العملية، في هذه الحالة ستفضل الشركة أن تباع الأورو الذي بحوزتها (عبر بنك أو سمسار) في السوق ولا تمارس خيارها، وبالتالي يحصل البنك أو السمسار على مبلغ العلاوة دون الاضطرار إلى شراء الأورو منها.

*إذا كانت أسعار السوق > سعر العملية، في هذه الحالة ستقوم الشركة بمماسة الخيار وتكمل بيع الأورو الذي بحوزتها لبائع الخيار والذي سيكون ملزما بالشراء منها بسعر 1,095، لكنه في نفس الوقت يحتفظ بالعلوة التي تعتبر مبلغ إضافي لا ينتقص من مبلغ الصفقة في حالة خيار البيع.

*خيار الشراء

على العكس في حالة المؤسسة الأمريكية المستوردة، والتي سيكون عليها تسوية وارداتها بالأورو في شهر مارس 2024، وتريد تغطية نفسها ضد ارتفاع سعر صرف الأورو أمام الدولار من خلال شراء عقد أجل أورو/دولار، لكنها تريد في نفس الوقت الاستفادة من انخفاض محتمل للأورو خلال هذه الفترة، تتيح البورصة للمؤسسة أداة خيار الشراء، ونفرض أنها تختار سعر العقد 1,085 دولار/أورو (الموضح بالدائرة البرتقالية)، تقوم بشراء خيار الشراء ونلاحظ أن آخر سعر هو 0,0273 دولار/ أورو (السهم أخضر اللون) ، تدفع مبلغ العلاوة اليوم 22 ديسمبر 2023، ويبقى عليها إكمال باقي المبلغ عند الاستحقاق إذا قررت تنفيذ خيارها. يكون خيار الشراء بالخصائص التالية:

- سعر العقد الأجل: 1,085 دولار/أورو
- سعر خيار الشراء (العلوة): 0,0273 دولار/أورو
- سعر العملية: $1,085 + 0,0273 = 1,0577$ دولار/أورو

عند تاريخ الاستحقاق نميز حالتين:

*إذا كانت أسعار السوق > سعر العملية، في هذه الحالة ستفضل الشركة أن تشتري الأورو من السوق ولا تمارس خيارها، وبالتالي يحصل البنك أو السمسار على مبلغ العلاوة دون الاضطرار إلى بيع الأورو الذي بحوزته.

*إذا كانت أسعار السوق < سعر العملية، في هذه الحالة ستقوم الشركة بمماسة الخيار وتكمل عملية شراء الأورو من بائع الخيار (الذي يكون في الغالب بنكا أو سمسارا بالنسبة للمؤسسة) والذي سيكون ملزما بالبيع لها بسعر 1,085، لكن في حالة خيار الشراء سيكون مبلغ العلاوة جزءا من سعر العقد، وهذا يعني أنها ستكمل باقي المبلغ المتمثل في سعر العملية (1,0577 دولار/أورو).

ثالثا: تقنيات تغطية مخاطر الصرف في الصفقات

عندما تلجأ المؤسسة إلى بنكها أو نحو الأسواق المالية، ستكون أمامها حزمة من الحلول للتغطية ضد مخاطر الصرف، هناك عدة تقنيات لكن سيتم التركيز فقط على نوعين من الحلول: التسبيقات بالعملات الأجنبية على التصدير والاستيراد، وعقود التبادل على الصرف.

1-التسبيقات بالعملة الأجنبية

عندما ترغب المؤسسة في الحصول على تسبيق بالعملة الأجنبية تحدد للبك مبلغ التسبيق الذي تريده، فيقدم لها البنك القرض بعملة أجنبية تلتزم بتسديده خلال فترة استحقاق 60 أو 90يوما في الغالب (كما قد تمتد إلى ثلاث سنوات حسب العملة المطلوبة)، يمكن خصم الفوائد بشكل مسبق إذا كان التسبيق بالعملة الأجنبية لفترة قصيرة، أو قد يتم احتساب الفائدة لاحقا في حالات أخرى، حيث يتم تطبيق معدل الفائدة المقدم للسوق فيما بين البنوك (IBOR) لتلك العملة التي تم إقراضها، مع إضافة عمولة البنك (ما بين 0.5 و 3 % حسب نوعية الزبون، فالتسبيق بالعملة الأجنبية ليس قرضا كلاسيكيا، ولكنه موجه إلى المؤسسات التي لديها نشاط دولي، يكون التسبيق مدعوما بعملية استيراد أو تصدير، إضافة إلى تقديم ضمانات من طرف المؤسسة.

أ-التسبيق بالعملات للتصدير (ADE)

يسمح التسبيق بالعملات للتصدير من جهة بتمويل صادرات مؤسسة وذلك من خلال السماح لها بالتغطية فورا للمبلغ بالعملة الوطنية المقابل لحقوقها على زبونها بالعملة الأجنبية، كما يسمح من جهة أخرى بالتغطية ضد خطر انخفاض العملة الأجنبية عند الاستحقاق، وذلك لأن التسبيق يمنح بنفس عملة الفوترة وبالمبلغ تماما لمبلغ الصادرات.

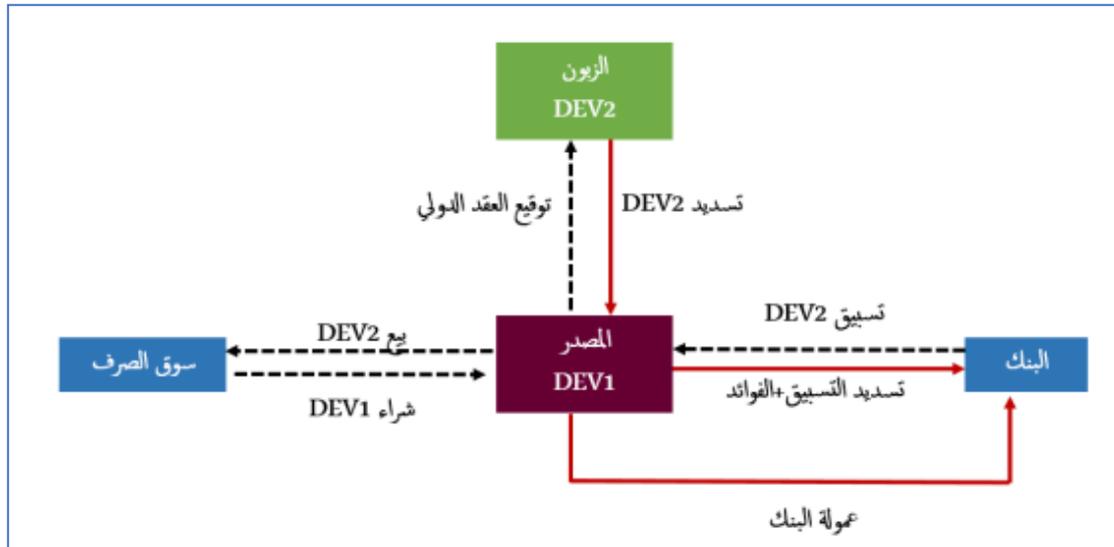
عندما يتأخر زبون المؤسسة في السداد بعملة أجنبية، فإن التغيير في سعر الصرف يمكن أن يؤثر على أرباحها، ولكن باللجوء إلى التسبيق بالعملة الأجنبية، يقوم البنك على الفور بتقديم المبلغ المستحق بالعملة الأجنبية للمؤسسة. وعند تسديد المبلغ من طرف الزبون، تحصل المؤسسة على العملات الأجنبية التي تدفها مباشرة للبنك دون إجراء عملية صرف أجنبي¹.

¹ Eurofiscalis International Firm, Avance en devises à l'export (ADE), Sur le Site Web

(<https://www.eurofiscalis.com/lexiques/avance-en-devises-a-export/>) Consulté le 24/12/2023.

تكون مراحل التسبيق بالعملات على التصدير كما هي موضحة في الشكل الموالي:

الشكل (10) سيرورة الحصول والتسديد لتسبيق بالعملات للتصدير



Source : Laurence ABADIE et Catherine MERCIER-SUISSA, Finance Internationale, Paris, Armand COLLIN, 2011, P.144.

البنك يقدم تسبيقا بالعملات (DEV2) للمصدر بالمبلغ المحدد لمبلغ التصدير على أساس العقد الدولي الذي تم توقيعه، ويستلم المصدر هذه العملات (DEV2) بنفس التاريخ، ثم يقوم مباشرة بتحويلها إلى عملته المحلية (DEV1)، مما يمنحه وضعية خزينة مريحة.

عند الاستحقاق يحصل المصدر من زبونه على مبلغ الصادرات بالعملة الأجنبية (DEV2)، والتي يستخدمها لدفع مبلغ القرض الذي حصل عليه من بنكه، تضاف إليه الفوائد على فترة التسبيق، وتكون الفوائد عادة محددة عند تاريخ الدفع (Post-Comptés) ومحركة بنفس عملة التسبيق.

ب-التسبيق بالعملات على الواردات

يعمل التسبيق بالعملات على الواردات (ADI) على نفس المبدأ فالشركة التي تستورد سلعا بعملة أجنبية، تحتاج أن تقترض من مؤسسة مصرفية المبلغ المستحق بالعملة الأجنبية لسداد ديونها لموردها الأجنبي. وتقوم بالدفع للمؤسسة المصرفية لاحقًا عن طريق دفع المبلغ والفوائد بالعملة الأجنبية¹.

¹ Site web Petite-Entreprise, Les avances en devises, 7 avril 2015 (<https://www.petite-entreprise.net/P-1863-88-G1-les-avances-en-devises.html>) Consulté le 24/12/2023

بالنسبة للمؤسسات المستوردة فإن التسبيق بالعملات على الواردات (ADI) يعتبر أداة للتغطية ضد خطر تغيرات معدل الصرف، لكنه يطلب أيضا لأغراض أخرى، فالمصدر قد يطلب هذا النوع من التسبيق بهدف الدفع الحاضر لمورد أجنبي بهدف الاستفادة من خصم مقدم على الطلبات عند الدفع الفوري. عند طلب هذا التسبيق يجب على المصدر تقديم فاتورة من مورده الأجنبي، وكذلك "أمر بالتحويل" ووثيقة الجمارك لإثبات صحة وجود العملية.

مثال: بتاريخ 24 ديسمبر 2023، كانت معطيات سوق الصرف الحاضر للكرونه السويدية مقابل الدولار الأمريكي (SEK/USD) كالتالي:

- $S_{SEK/USD} = 0,0998 - 0,1002$
- $i_{USD} = 4,93\% - 5\%$

نفترض أن شركة سويدية قد قامت باستيراد سلع قيمتها USD 100000 من مورد أمريكي، واستحقاق الدفع في 23 مارس 2024، ونظرا لتقلبات سعر العملة السويدية (الكرونه SEK La Couronne) أمام الدولار الأمريكي فالشركة تريد القيام بدفع مسبق على طلبيتها، كما أن المورد سيقدم لها خصما بنسبة 5% إذا تمت التسوية عند تاريخ التسليم.

ولأن الشركة السويدية لا تحوز حاليا على سيولة كافية، فهي ستتوجه مباشرة إلى البنك الذي سيمنحها تسبيقا بالعملات الأجنبية على الاستيراد بتاريخ 24 ديسمبر 2023 بمبلغ 100.000 دولار أمريكي (USD) استحقاقه سيكون بتاريخ الدفع المفترض (بعد ثلاثة أشهر مثلا وليكن 24 مارس 2024).¹

التدفقات المالية المرتبطة بـ ADI ستكون كما يلي:

- إذا قامت الشركة السويدية بتسوية طلبيتها في 24 ديسمبر، ستوفر مبلغ USD 5000، وسيكون عليها دفع USD 95000 لموردها، وهو مبلغ القرض (التسبيق) الذي ستحصل عليه من البنك.
- عند الاستحقاق تقوم الشركة السويدية بدفع ما عليها للبنك USD 95000، بالإضافة إلى الفوائد المحسوبة على الفترة والمقدرة بـ:

$$95000 * (1 + 5/4) = 96187.50 \text{ USD}$$

¹ Laurence ABADIE et Catherine MERCIER-SUISSA, Op.cit., P.147.

الشركة السويدية سيكون عليها شراء الدولار عند تاريخ الاستحقاق بسعر الصرف السائد في ذلك اليوم، وهي بالتالي ليست مغطاة ضد تغيرات غير ملائمة لسعر الصرف، ولكن في هذه الحالة سيكون الخصم المقدم مبررا كافيا للقيام بالعملية مهما كان تطور معدل الصرف (SEK/USD < 100000 < 96187.50).

2- عقود التبادل على الصرف

عقد التبادل على الصرف هو صفقة يتم من خلالها التبادل بين طرفين خلال فترة معينة، لمجموع التدفقات المالية من نفس النوع (ديون) محررة بعملتين مختلفتين، يعتبر عقد التبادل على الصرف منتوجا ماليا قصير الأجل (تكون مدة التبادل محددة بسنتين) ويكون في الغالب لمدة قصيرة جدا (أسابيع أو حتى أيام).

أ- سيرورة عقود التبادل على الصرف (SWAPS)

يستخدم عقد التبادل على الصرف من طرف البنوك وكذلك المؤسسات التي ترغب في تحسين وضعها المالي، دون أن تظهر العملية في ميزانيتها، يساعدها ذلك في تقليص وعاء المخاطر.

مثال: تتم عملية التبادل على الصرف (SWAP) بشكل مزدوج لكل طرف من الصفقة:

- شراء العملات في الحاضر: كل طرف يقترض بعملة الطرف الآخر؛
- بيع عملات في الآجل: يقوم على نفس القيمة الإسمية لكنه محرر بعملة الطرف الآخر.

يتم تمرير هذه العمليات بالتزامن، واحدة في الحاضر، والأخرى في الآجل مع نفس الطرف المقابل، يتم التفاوض بالتراضي، ويقوم على كل جوانب عقد التبادل: تاريخ الاستحقاق، المبلغ ومعدل الصرف المرجعي (عادة هو سعر الصرف الأجل عند لحظة التفاوض على عقد التبادل (SWAP)).

يشار أن الجهة المقابلة قد تكون بنكا وقد تكون مؤسسة أخرى لديها نفس الاحتياجات، لكنها في الغالب تكون بنكا، فالبنوك قد تكون وسيطا في العملية تماما كشركات السمسرة وتسهر على اكتمال العملية من خلال تأمين التدفقات.

أ- مبدأ عمل عقد التبادل على الصرف

تتم عملية عقد التبادل على الصرف وفق خطوتين هما:

-تبادل لرأس المال: بتاريخ معين في إطار اتفاق عقد التبادل، يتبادل الطرفان مبلغا إسميا لديونهما، حيث يتم الاعتماد على سعر الصرف الحاضر (Spot) الذي يعتمد عليه كمرجع للعملية، لأن العملية هي "عملية حاضرة".

-استرجاع رأس المال: عند الاستحقاق يعيد الطرفان عملية التنازل من خلال استرجاع كل منهما لعملته التي تم تبادلها سابقا مضافا إليها الفوائد المحسوبة خلال الفترة (فترة عقد التبادل)، ومن الناحية العلمية يتم الاعتماد على سعر الصرف الآجل كمرجع في عملية استعادة رأس المال.

ب-العلاقة بين سعر الصرف الآجل وسعر الصرف الحاضر كمرجع لعملية استرجاع الأموال، يمكن تعريف العلاقة بين كل من الصرف الحاضر وسعر الصرف الآجل في العلاقة التالية:

$$F_{A/B} = S_{A/B} \frac{1 + i_B}{1 + i_A}$$

حيث $F_{A/B}$ هو معدل الصرف الآجل بين العملتين A و B؛

$S_{A/B}$ هو معدل الصرف الحاضر بين العملتين A و B؛

i_A و i_B هما معدلا الفائدة في البلدين A و B على التوالي.

يلاحظ أن الفرق بين معدلات الفائدة بين البلدين يظهر في سوق الصرف الآجل في شكل تحسن "Report" أو في شكل تراجع "Déport" مقارنة بمعدل الصرف الحاضر، تكون العملة في وضعية Report إذا كانت أعلى سعرا في الآجل منها في الحاضر. وتكون العملة في وضعية Déport عندما تكون أقل سعرا في الآجل منها في الحاضر، عندما تكون عملة ما في وضعية Report، فإن العملة المقابلة لها في وضعية Déport. هذا الفرق بين معدلي الصرف الحاضر والآجل يشكل ما يعرف "نقاط عقود التبادل (Les Point de Swap)، وتعرف كما يلي:

$$\frac{F_{A/B} - S_{A/B}}{S_{A/B}} = \frac{i_B - i_A}{1 + i_A} \cong i_B - i_A$$

-الفارق بين معدلات الفائدة يمثل نقاط عقد التبادل (Les Point de Swap)؛

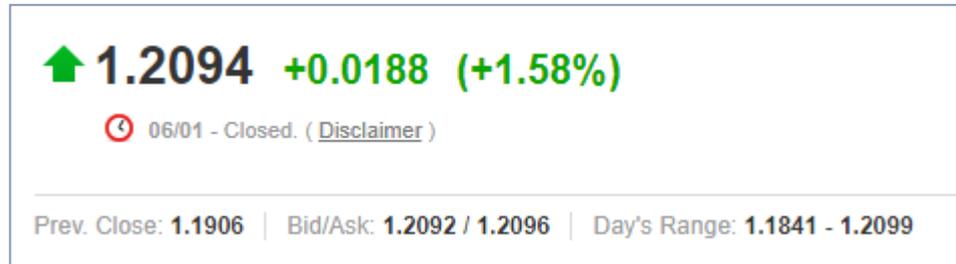
-المقدار $\frac{F_{A/B} - S_{A/B}}{S_{A/B}}$ يعبر عن معدل التحسن "Report" أو معدل التراجع "Déport"؛

-هذه المعادلة ضرورية لكي يكون لكل طرف نفس المصلحة من وراء عقد صفقة التبادل

تمارين

السؤال الأول

لديك السعر الحاضر للجنيه الاسترليني (GBP) مقابل الدولار الأمريكي (USD) من صفحة (investing.com)



1- ماذا يمثل كل من Bid و Ask؟

السؤال الثاني

الجدول الموالي يقدم قائمة بالأسعار المستقبلية للجنيه مقابل الدولار

Month	Last	Chg.	Open	High	Low	Volume	Time
▲ Cash	1.2094	+0.0183	1.1911	1.2100	1.1840	407551	01/06/23
▲ Jan 23	1.2100s	+0.0179	1.1902	1.2102	1.1845	1784	01/06/23
▲ Feb 23	1.2109s	+0.0180	1.1906	1.2110	1.1857	192	01/06/23
▲ Mar 23	1.2117s	+0.0180	1.1931	1.2120	1.1861	103635	01/06/23
▲ Apr 23	1.2127s	+0.0180	0.0000	1.2127	1.1890	0	01/06/23
▲ Jun 23	1.2142s	+0.0180	1.1918	1.2143	1.1887	266	01/06/23
▲ Sep 23	1.2159s	+0.0180	0.0000	1.2159	1.1910	4	01/06/23
▲ Dec 23	1.2173s	+0.0179	0.0000	1.2173	1.1924	0	01/06/23

-اشرح أهمية هذا الجدول بالنسبة لعقود التبادل على الصرف.

-إذا قامت المؤسسة البريطانية (E) بعقد تبادل لمبلغ 1.2094 مليون دولار أمريكي من ميزانيتها بتاريخ 6 جانفي 2023 ، مقابل جنيهات استرلينية لمؤسسة أمريكية راغبة في الحصول على دولار خلال فترة ثلاثة أشهر (مارس 2023)، اشرح آلية سير هذه العملية.

-هل الجنيه في حالة Report أو Déport بالنسبة للدولار خلال ثلاثة أشهر؟

السؤال الثالث

1- من الجدول التالي استخراج نقاط عقد التبادل للجنيه والدولار ابتداء من ديسمبر 2022 .

libor	euribor	banques	inflation
↘ Taux de interets americain FED		4,50 %	14-12-2022
↘ Taux de interets anglais BoE		3,50 %	15-12-2022
↘ Taux de interets australien RBA		3,10 %	06-12-2022
↘ Taux de interets canadien BOC		4,25 %	07-12-2022
↘ Taux de interets europeen BCE		2,50 %	15-12-2022
↘ Taux de interets japonais BoJ		-0,10 %	01-02-2016

2- بافتراض استمرار نقاط عقد التبادل بنفس المعدلات، هل سيكون الجنية في حالة Report أو Déport بالنسبة لاستحقاق سبتمبر 2023

المحور الرابع:

وسائل التمويل الدولية

تتم عمليات التمويل الدولي بطريقتين، إما عن طريق الوساطة البنكية (التمويل غير المباشر) وذلك من خلال الحصول على ودائع بعملات أجنبية (أورو - عملات) وتقديم قروض بعملات أجنبية (أورو - قروض)، أو قد يتم التمويل دولياً عن طريق التمويل الدولي المباشر من خلال عمليات إصدار الأوراق المالية من طرف غير المقيمين في البلد، وكذلك عبر إصدار المقيمين بعملات أجنبية للسندات خصوصاً (الأورو - سندات).

الأهداف التعليمية

- ◉ الهدف الأول: التعرف على سوق الأورو عملات ؛
- ◉ الهدف الثاني: فهم آليات عمل الأورو-قروض؛
- ◉ الهدف الثالث: التعرف على السوق الدولية للسندات؛
- ◉ الهدف الرابع: التعامل بشكل مباشر مع نشرات المنصات المالية.

أولاً: الودائع بعملات أجنبية (Euro-dépôts)

نتج سوق الأورو-عملات من التطور الكبير لحركة رؤوس الأموال الدولية من جهة مع بقاء القيود التنظيمية الداخلية للبلدان من جهة أخرى، وسوق الأورو-عملات هي سوق رؤوس الأموال التي تمارس فيها عمليات مالية (إقراض واقتراض) محررة بعملات تختلف عن عملة البلد الذي تتم فيه، مهما كانت جنسية المتعامل (المقرض أو المقترض).

ويشار أن تسمية "أورو" هنا ليست مستمدة من كونها أوروبية ولكنها صفة تطلق على الودائع أو القروض بعملة أجنبية حتى وإن كان المتعامل محلياً أو من جنسية ثالثة، تسمى أيضاً هذه الأسواق "حرة" (Off-Shore) لأنها لا تخضع لتحكم أو رقابة السلطات النقدية والمالية للدول.

1-ملحة تاريخية

يرجع ظهور سوق الأورو-عملات إلى الخمسينيات من القرن الماضي، عندما تجنب الاتحاد السوفياتي الاحتفاظ بدولاراته في الولايات المتحدة الأمريكية مثل باقي دول العالم التي توظف احتياطاتها في سندات الخزينة الأمريكية، ولكنه خشي تجميدها خلال الحرب الباردة، بالإضافة إلى أزمة الجنيه الإسترليني في 1957، فقد اختار البنك المركزي السوفياتي إقراضها لبنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية في الأجل القصير وذلك بوساطة فروع بنوك فرنسية، وبهذا ولد سوق الأورو-دولارات والذي اشتق اسمه من العنوان التيليغرافي للفرع الفرنسي (أورو-بنك)، ونظراً للالتباس الذي يخلقه استخدام كلمة أورو فقد تم اقتراح مصطلح "كزينو" (xéno-deviser) ولكن الاعتياد رسخ استخدام مصطلح "أورو".

2-سيرورة خلق الأورو-عملات

تبدأ عملية خلق الأورو عملات بحصول غير المقيم على دولارات أمريكية في بنك أمريكي، مثلاً شركة (Dupont) الفرنسية حصلت على مبلغ 1 مليون دولار كنسوية لصادراتها إلى الولايات المتحدة الأمريكية، وتم إيداع المبلغ في حسابها في بنك (Citibank) بنيويورك، ويسجل في حسابات البنك.

سي تي بنك (CB)

أصول	خصوم
	- حساب (Dupont): 1 م. دولار

يدمج هذا المليون دولار في الكتلة النقدية الأمريكية، وفي هذه المرحلة لم يتم خلق أية أورو-عملات، لأن عملة الوديعة هي نفسها عملة البنك.

يمكن للمؤسسة (Dupont) أن تحول هذه الوديعة إلى بنك في فرنسا: سوسيتي جنرال (Société Générale) مثلا. تسجل العملية محاسبيا في حسابات البنكين كما يلي:

سوسيتي جنرال (SG)		سيتي بنك (CB)	
أصول	خصوم	أصول	خصوم
حساب لدى CB: \$م1	- حساب Dupont: \$م1	حساب Dupont: \$م1	- حساب Dupont: \$م1
		حساب SG: \$م1	
\$م1	\$م1		

بعد تحويل الوديعة إلى بنك فرنسي تتغير طبيعتها وتصبح الآن "وديعة-أورو"، وتم بذلك خلق 1 مليون أورو-دولار من خلال "استنساخ" 1 مليون دولار المتواجد فعليا في الولايات المتحدة، ولكن "حسابيا" هو متواجد في كل من الولايات المتحدة وفرنسا.

تكون أسباب هذا التحويل موضوعية جدا، فالشركة تفضل تكون الوديعة في نفس المكان على ان تكون في الجانب الآخر من المحيط الأطلسي، كما أن عمليات التحويل تتطلب آجالا، ومنه مصاريف مالية إضافية، لكن السبب الأهم من كل ذلك هو أن البنك الفرنسي (سوسيتي جنرال) قد عرض على المؤسسة معدلات فائدة دائنة "اعلى" منها في البنك الأمريكي، وهي الوسيلة المعروفة لدى البنوك للحصول على ودائع دولارية. عند إيداع Dupont مبلغ 1 مليون دولار لدى بنك (SG)، فإن هذا الأخير عليه أن يحل مشكلة مردودية، لأن المبلغ مودع فعليا لدى (CB)، وبالتالي فإن سيحصل على العوائد حسب معايير السوق الأمريكية، ولكنه يدفع الفوائد لشركة Dupont حسب معايير أسواق العملات الأجنبية (الأورو-عملات)، ولهذا فالبنك سيقوم بحل المشكل من خلال إقراض مبلغ 1 مليون دولار للشركة (MH) Machin، والتي ستستعمله لتمويل عملية تجارية، وهكذا تسجل العملية في بنك (SG) كما يلي:

سوسيتي جنرال (SG)	
أصول	خصوم
- حساب لدى CB: \$م1	- حساب Dupont: \$م1
- حقوق على MH: \$م1	- حساب MH: \$م1
\$م2	\$م2

بهذا القرض يكون البنك الفرنسي (SG) قد خلق أورو-عملات، والتي مبلغها الحالي هو 2 مليون دولار، وتستخدم شركة Machin (MH) المبلغ لتدفع لموردها البريطاني السيد سميث (Smith)، وبالتالي تعطي أمرا للبنك الفرنسي (SG) بتحويل المبلغ إلى حساب السيد سميث لدى بنك (HSBC) ببريطانيا، بعد هذه العملية تحدث مجموعة من التغييرات على مستوى حسابات البنوك الثلاث:

-يقوم البنك الفرنسي بترصيد حساب شركة Machin (MH)، ويعطي الأمر للبنك الأمريكي سيتي بنك (CB) بتحويل المبلغ لمصلحة بنك (HSBC).

سوسيتي جنرال (SG)

أصول	خصوم
- حساب لدى CB : \$1م	- حساب Dupont: \$1م
- حقوق على MH: \$1م	- حساب MH : \$1م
- حساب MH : \$1م	- حساب لدى CB : \$1م

-البنك الأمريكي سيتي بنك (CB) يحول مبلغ 1 مليون دولار من حساب البنك الفرنسي (SG) إلى حساب البنك البريطاني (HSBC) ويرصد بذلك حساب البنك الفرنسي (SG) لديه.

سيتي بنك (CB)

أصول	خصوم
- حساب Dupont: \$1م	- حساب Dupont : \$1م
- حساب SG : \$1م	- حساب SG : \$1م
	- حساب HSBC: \$1م

-البنك البريطاني HSBC يستقبل المعلومة من البنك الأمريكي (CB) بأن مبلغ 1 مليون قد حول إلى حساب السيد سميث لديه ويسجل كما يلي:

بنك (HSBC)

أصول	خصوم
- حساب لدى CB: \$1م	- حساب Smith: \$1م

- لكتلة النقدية أورو-دولار هي 2 مليون دولار: 1 مليون أورو-دولار لدى (SG)، و1 مليون أورو دولار لدى بنك (HSBC)، وهي خارج البلد الأصلي للعملة (الولايات المتحدة، ويتم تداولها بشكل عادي عبر شبكات البنوك.
- البنك (SG) قد تمكن من حل مشكل المردودية: فالفوائد المحصل من إقراضه المبلغ لشركة Machin متناسبة مع الفوائد التي يدفعها لشركة Dupont.
- البنك (HSBC) يواجه الآن مشكل مردودية مرتبط بتواجد الوديعة لدى البنك الأمريكي (CB)، وبالتالي الحصول على فوائد مدينة حسب معايير السوق النقدية الأمريكية، بينما يدفع للسيد سميث معدلات فائدة حسب معايير الورو عملات، وعليه فهو سيحاول حل هذا المشكل من خلال إقراض هذا المبلغ، وبالتالي الانطلاق في عملية خلق أورو-دولارات.

3-ديناميكية سوق الأورو-عملات

تعمل سوق الأورو عملات أو تسمى أيضا السوق فيما بين البنوك، بنفس أسلوب سوق الصرف، حيث يعلن القائمون على السوق عن تسعيراتهم في صفحات مقدمة من رويترز أو تيليرات. ويتم التفاوض عبر شبكة من الاتصالات وتدخل السماسرة.

تنشط سوق الأورو-عملات في حزمة من العملات وهي تلك المستخدمة في الصفقات الدولية وكذلك في عمليات الصرف الحاضرة، ولكن أهمها الدولار وبشكل أقل قليلا الأورو، وتتمركز السوق بصورة رئيسية في نيويورك، لندن وطوكيو، بالإضافة إلى عدة ساحات مالية تلعب دورا فعلا ولكن تخصص في عملة واحدة أو عدة عملات: لوكسمبورغ، باريس، فرانكفورت، سويسرا، سنغافورة، باهاماس، هونغ كونغ وكذلك البحرين.

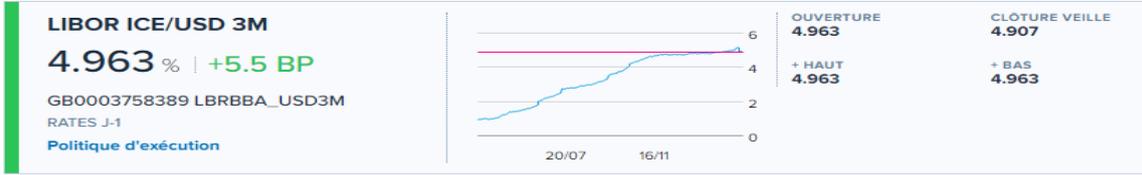
تكون مدة العمليات قياسية: يوم، يومان، أسبوع، شهر، شهران، ثلاثة أشهر إلى 12 شهرا. وأكثر الاستحقاقات سيولة يوم، يومان، 3 أشهر و6 أشهر. ومع ذلك يمكن الحصول على استحقاقات غير اعتيادية أو لأكثر من سنة ولكن سيولتها غير مضمونة.

تمارس على سوق الأورو-عملات أسعار فائدة حرة، ناتجة من قوى العرض والطلب، يعبر عنها بـ "معدل المقترض" و"معدل المقرض" مع هامش يتوقف على تذبذب السوق والعملة المعنية، ويكون عادة (0.125%) ويمكن أن يصل إلى نقطتين (2%)، وهناك العديد من المعدلات لكل العملات المستعملة لكل الاستحقاقات لكل ساحة مالية على حدى وتسمى "المعدل المقدم فيما بين البنوك" (InterBank Offered Rate) وبهذا يسمى المعدل في لندن LIBOR وفي نيويورك NIBOR، وفي طوكيو TIBOR وفي باريس PIBOR ويسمى معدل منطقة الأورو EurIBOR. حيث يدفع الزبون المعدل المحدد (LIBOR مثلا) مضافا إليه الهامش (Spread) وهو دالة في وضعية السوق والخطر الذي يمثله المقترض.

مثال:

الشكل الموالي يقدم صورة من موقع (Boursorama) حول معدل LIBOR في بورصة (InterContinental Exchange) بتاريخ 18/03/2023.

الشكل (11): السعر المقدم فيما بين البنوك بتاريخ 2023/03/18



Source : Boursorama (https://www.boursorama.com/bourse/taux/cours/2xLBRBBA_USD3M/)

تقدم نفس الصفحة تغيرات تاريخية لمعدل LIBOR لستة أشهر حول الدولار الأمريكي، وفي نفس البورصة يمكن الحصول على تغيرات لسنة أو عشر سنوات أو ستة أشهر أو ثلاثة أشهر أو شهر واحد، أو لأيام.

الشكل (12): تطورات تاريخية للسعر المقدم فيما بين البنوك LIBOR



Source : Boursorama (https://www.boursorama.com/bourse/taux/cours/2xLBRBBA_USD3M/)

-المشاكل المرتبطة بسوق العملات الأجنبية: وهناك ثلاثة أنواع:

أ- تقود حرية السوق إلى تجاوزات ذات طبيعة مضاربية أو إجرامية، فالبنوك المتوطنة في البلدان التي تمارس "السرية البنكية" تستقبل الكثير من الودائع المشكوك في أمرها (غسيل الأموال) وتساعد على ذلك مرونة الإجراءات وضعف الرقابة ويمكن ذكر اتحاد البنوك السويسرية في هذا الإطار حيث تم اكتشاف وديعة بمبلغ 150 مليون دولار مصدرها صفقة كوكاين.

ب- يمكن للسيولة المتداولة على سوق العملات الأجنبية أن تبطل مفعول السياسات النقدية للبلدان، حيث تخلق هذه الأسواق كتلة نقدية خارج رقابة البنك المركزي لتكون مصدرا للتضخم وتؤثر بذلك على السياسة النقدية لبلد العملة الأجنبية، أو قد تؤثر على السياسة النقدية للبلد المستقبل لها.

ت- تشكل أسواق الأورو عملات خطرا نظاميا على النظام البنكي العالمي لسببين، أولهما أن المبالغ المتداولة فيما بين البنوك تتركز ضمن عدد محدود من المتعاملين ويؤدي عجز أحدهم إلى إفلاس باقي السلسلة (إفلاس تسلسلي)، والسبب الثاني أن العملة المستخدمة ليست عملة البنك وبالتالي فهو لا يستطيع الحصول عليها إلا من عند زبائنه أو من السوق، وليس لديه القدرة على اللجوء إلى مقرض أخير في حالة الحاجة القصوى (البنك المركزي).

ثانيا: القروض بعملات أجنبية (الأورو-قروض)

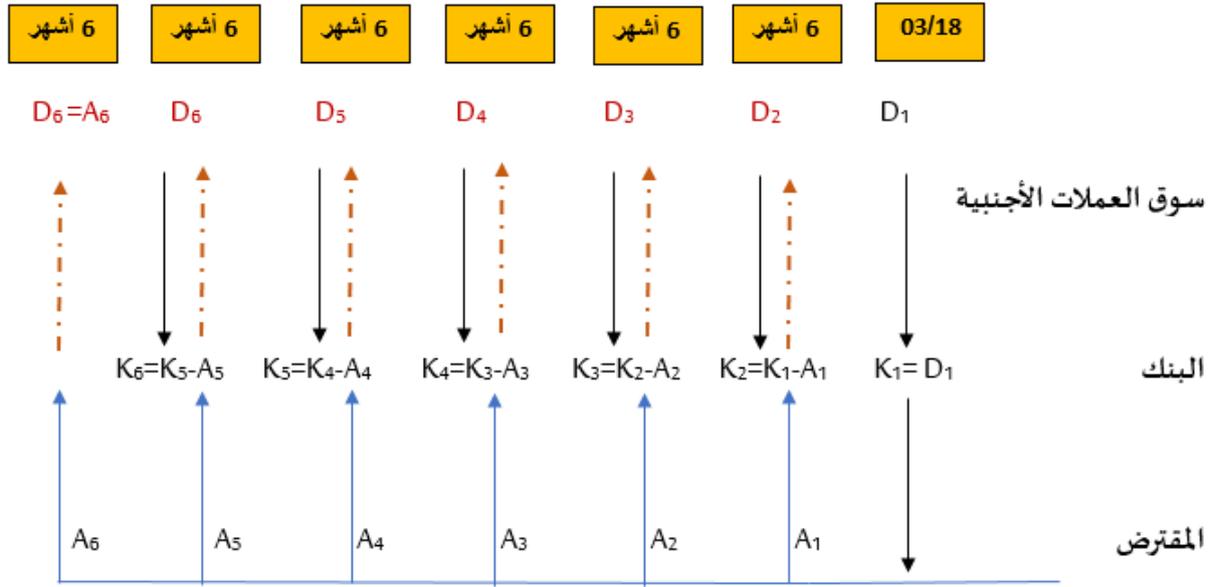
هي قروض مصرفية متوسطة أو طويلة الأجل، ممولة بموارد من أسواق العملات الأجنبية (الأورو- عملات)، وتخلق هذه القروض عن طريق تحويل ودائع قصيرة الأجل إلى قروض متوسطة أو طويلة الأجل، وذلك بمنح قرض طويل الأجل (5 سنوات مثلا) وتمويله بودائع قصيرة الأجل (6 أشهر مثلا).

1-توضيح سيرورة الأورو- قرض

بغرض شرح عملية تمويل قرض بعملات أجنبية نفترض أن بنكا يمنح قرضا بتاريخ 18 مارس 2023 مبلغه (K_1) لمدة ثلاث سنوات، والذي يقوم بتمويله بوديعة-أورو (D_1) مدتها 6 أشهر، إذن في بداية المرحلة: $K_1=D_1$.

بعد ستة أشهر، على البنك أن يدفع قيمة الوديعة $D_1 +$ الفوائد، وفي نفس التاريخ لا يحصل من مورده إلا على قسط سداسي A_1 والفوائد السداسية، فعليه إذن أن يؤمن مبلغ $K_2=K_1-A_1$ ، وذلك من خلال وديعة ثانية D_2 حيث $K_2=D_2$ وهكذا بإمكان البنك أن تمويل القرض الذي قدمه لسته أشهر إضافية

الشكل (13): شكل تخطيطي يوضح سيرورة الأورو-قرض



المصدر: من إعداد الباحثة

بعد نهاية الستة أشهر الثانية يطرح المشكل من جديد، فعلى البنك الحصول على وديعة D_3 المساوية لـ K_3 حيث $K_3=K_2-A_2$ ، وهكذا من استحقاق إلى استحقاق ليصل إلى 2026/03/18 (بعد ثلاث سنوات) حيث يحصل على قسطه الخير الذي يسدد به الوديعة الأخيرة .

2-مخاطر القروض بعملات أجنبية

تتحمل البنوك نوعين من المخاطر المرتبطة بالأورو-قروض، يمكن تلخيصها فيما يلي:

أ- مخاطر متعلقة بمعدلات الفائدة

حيث يتم تحديد أسعار الفائدة المفروضة على المقترض في بداية العملية، بينما يرتبط معدل الفائدة الدائن (على الوديعة) بالمعدل المرجعي، مثلا LIBOR لسنة أشهر بالنسبة للوديعة الأولى (D_1)، ولكن بعد ستة أشهر قد يتغير المعدل المرجعي، مما يدفع البنك إلى الاقتراض (D_2) وفق الشروط الجديدة ليتمكن من تسديد الوديعة (D_1)، وتصبح الوضعية خطيرة بالنسبة للبنك إذا كان سعر الفائدة المدين (فائدة المقترض) ثابتا، وهذا هو أهم سبب لكون القروض-أورو ذات معدلات فائدة متغيرة، حيث يترجم ارتفاع المعدل المرجعي بنقطتين بزيادة مماثلة للمعدلات الدائنة (على الوديعة D_2) والمعدلات المدينة (على أقساط القرض).

ب- مخاطر متعلقة بالسيولة

تواجه البنوك أيضا خطر السيولة، فالبنك غير متأكد من إمكانية تواجد الوديعة الضرورية لتسديد الوديعة الأسبق عند كل استحقاق، ويأتي هذا الخطر من كون سوق الأورو عملات انتقائية جدا، حيث تقوم على الثقة بين البنوك، وأي ترتيب فيما يتعلق بالصحة المالية لأي بنك يترجم بإقصائه من الدورة فيما بين البنوك، وبالتالي تتقلص فرصه في الحصول على ودائع، ومن ناحية أخرى تتميز سوق الأورو-عملات نفسها بالانكماش في بعض الأحيان، حيث لا تتمكن من توفير موارد إعادة التمويل بالكميات الكافية، وكما تمت الإشارة سابقا، فإن هذه الأخطار تتزايد بغياب مقرض نهاية المطاف عند الصعوبات في الخزينة، لأن احتياج إعادة التمويل في هذه الحالة سيكون بعملة أجنبية.

ت-المشاكل المرتبطة بسوق العملات الأجنبية

هناك ثلاثة أنواع من المشاكل التي تظهر عند التعامل في أسواق العملات الأجنبية، نلخصها فيما يلي:

أ- تقود حرية السوق إلى تجاوزات ذات طبيعة إجرامية، فالبنوك المتوطنة في البلدان التي تمارس "السرية البنكية" تستقبل الكثير من الودائع المشكوك في أمرها (غسيل أموال)، وتساعد على ذلك مرونة الإجراءات وضعف الرقابة، وفي هذا الصدد يمكن ذكر ما حدث عندما اكتشف اتحاد البنوك السويسرية وديعة بمبلغ 150 مليون دولار مصدرها صفقة كوكابين.

ب- يمكن للسيولة المتداولة على سوق العملات الأجنبية أن تبطل مفعول السياسات النقدية للبلدان، حيث تخلق هذه الأسواق كتلة نقدية خارج رقابة البنك المركزي لتكون مصدرا للتضخم وتؤثر بذلك على السياسة النقدية لبلد العملة الأجنبية، أو قد تؤثر على السياسة النقدية للبلد المستقبل لها.

ت- تشكل أسواق الأورو-عملات خطرا نظاميا على النظام البنكي العالمي لسببين، أولهما أن المبالغ المتداولة فيما بين البنوك تتركز ضمن عدد محدود من المتعاملين، ويؤدي عجز أحدهم إلى إفلاس باقي السلسلة (إفلاس تسلسلي)، والسبب الثاني أن العملة المستخدمة ليست عملة البنك وبالتالي فهو لا يستطيع الحصول عليها إلا من عند زبائنه أو من السوق، وليس لديه القدرة على اللجوء إلى مقرض أخير في حالة الحاجة القصوى.

ثالثا: الإصدارات الدولية

هناك نوعان من الإصدارات على المستوى الدولي وهما:

1-الإصدارات الأجنبية

هي قيم منقولة مصدرة داخل بلد معين من طرف غير المقيمين، تخضع للتنظيمات والقوانين المحلية، تكون عموما محررة بالعملة الوطنية للبلد المستقبل للإصدار، فهي إذن لا تشكل حالة خاصة من الناحية القانونية، وتكمن خصوصيتها الوحيدة في كونها تخضع في أغلب البلدان لقيود مرتبطة بوصول غير المقيمين إلى الادخار المحلي.

مثلت الإصدارات الأجنبية أولى أشكال السوق المالية الدولية منذ نهاية القرن XIX وإلى غاية 1914، حيث شكلت كل من لندن وباريس أسواقا مهمة للعديد من الإصدارات الأجنبية للإستفادة من معدلات الإدخار المرتفعة للبورجوازيين خصوصا في فرنسا خلال ما يعرف «La Belle Epoque»؛

وابتداء من 1945، تراجعت هذه الإصدارات في ساحة باريس، وتطورت وتزايدت في كل من ساحة نيويورك، لندن وزيورخ. ولكن تراجع هذا النمو مع وضع ما يعرف «رسم تساوي معدلات الفائدة»، وعلى الرغم من القيود إلا أنها تشكل حوالي 20 % من السوق المالية الدولية وتتواجد خصوصا في البلدان حيث تزداد وفرة رأس المال، بالإضافة إلى عدم تعقيد الجانب التنظيمي وانخفاض التكاليف.

2- الإصدارات –أورو

هي إصدارات من طرف المقيمين أو غير المقيمين ولكنها بعملة أجنبية؛ فهي سوق للإصدارات بعملات أجنبية تطورت ابتداء من 1963 مع وضع رسم تساوي الفوائد في الولايات المتحدة الذي أدى إلى تراجع الإصدارات الأجنبية، وتوجهها لأسواق أخرى (لندن خصوصا)، حيث تم الإصدار بالدولار خارج الولايات المتحدة.

قد يتم إصدار سندات محلية بعملات أجنبية ويعتبر هذا النوع من الإصدارات نادرا لأن عددا محدودا من البلدان يسمح به؛ ومن بين الأمثلة على هذا النوع من الإصدار: في الولايات المتحدة تم السماح بإصدار أوراق مالية بالدولار النيوزيلاندي (Kiwi Bonds) والدولار الأسترالي وتسمى (Yankee Kangourou Bonds)، كذلك في اليابان تم السماح بإصدار سندات بالدولار، وقد يتم إصدارها من طرف غير اليابانيين (Stogum Bonds) أو من طرف اليابانيين (Sushi Bonds)، كما كانت هناك إصدارات بالإيكو في بلدان الاتحاد الأوروبي كانت موجهة لتعويد المتعاملين على العملة الأوروبية.

أ-عملية إصدار الأورو-سندات

يتم إجراء إصدار الأورو-سندات من طرف مجموعة بنوك وعلى مرحلتين:

أ-1- تحضير العملية:

يشترط في المقترض تصنيفا BBB على الأقل، حيث يقوم البنك بدراسة العملية، ويعتبر في هذه الحالة مديرا للعملية (Chef De File). يتم اختيار عملة الإصدار منذ البداية لأنها تحدد جنسية البنك المدير، يقوم البنك المدير بدراسة الإصدار وحده إذا كان الإصدار ضعيفا، أو من قبل فريق إدارة (البنك المدير و بنوك مساعدة)، وأول مهمة لهذا الفريق هي تحديد خصائص هذا القرض السندي (الإصدار) حسب احتياجات الزبون ووضعية السوق، كما يتم اختيار نوع السند (بمعدل ثابت أو متغير)، مدة القرض والتاريخ المرتقب للانطلاق في الإصدار، وأخيرا معدل الفائدة الذي يتحدد حسب وضعية السوق. ثم هناك مهمة إعداد البروتوكول الذي ينظم العلاقات بين أعضاء فريق إدارة العملية، توزيع العمولات، شروط الضمان....

أ-2- توظيف السندات

يتم تشكيل فريقين آخرين من البنوك، فريق الضمان الذي يكتب على السندات غير الموظفة، وفريق توظيف السندات الذي يحاول بيع السندات (أو إعادة هذه السندات في حالة عدم القدرة على بيعها). تكون فترة التوظيف قصيرة قد تمتد إلى يومين أو ثلاثة، وأحيانا عدة ساعات من خلال الاتصال فقط بالمستثمرين المؤسسيين (المعتادين على التعامل بكميات كبيرة)، ثم يتم التعامل في السندات غير المباعة في "السوق الرمادية"، وهي سوق مشابهة للسوق الثانوية إلا أنها تنشأ في مرحلة التوظيف بين البنوك والمستثمرين المؤسسيين.

إذا لم يتم التوظيف بشكل جيد، يقوم فريق الضمان بشراء السندات غير المباعة.

ب- السوق الثانوية

يتم تداول الأورو-سندات على السوق الثانوية، وتسجل عادة على سوقين منظمين لأهداف إخبارية هما: سوق عملة الإصدار، وسوق دولية (ساحة لوكسمبرغ أو ساحة لندن أو ساحة نيويورك)، ولكن الجزء الأهم يتم تداوله على "سوق دولية فيما بين البنوك"، تقع أساسا في لندن، وتعمل السوق إما بالتراضي بين البنوك أو بواسطة السماسرة.

تتم الصفقات شفهيًا ثم تثبت عن طريق تذاكر محررة من طرف المتعامل، وتتم عملية التسليم (للسندات والنقود) بعد سبعة (7) أيام من تاريخ عقد الصفقة، يقوم "المتعاملون" (Dealers) في السوق بتحويل الأوامر من المستثمرين إلى "صناع السوق" (Market Makers)، كما قد تتعامل البنوك والمستثمرون المؤسسيون مباشرة مع صناع السوق، وتستخدم كل تلك الأطراف المعلومات المقدمة من طرف الوكالات المتخصصة (رويترز).

ب-1- نظام المقاصة لسوق الأورو-سندات

إن تداول الأورو-سندات فيما بين البنوك يتطلب عملية نظام مقاصة على المستوى الدولي، وقد تم خلق هيئتين دوليتين خاصتين ومتنافستين فيما بينهما، وذلك بهدف ضمان عمليات تسوية ومقاصة لعمليات بيع وشراء الأورو-سندات.

-أورو كلير (EuroClear): تأسست في بروكسل سنة 1968، وهي أكبر نظام "تسوية/تسليم" لإجراء المقاصة على السندات في العالم للعمليات المحلية والدولية على الأسهم والسندات بعملات أجنبية، تم تأسيسها من طرف بنك جي.بي.مورغان، وهي الآن فرع من مجموعة "أوروكلير" إلى جانب بنك أروكلير، وكذلك الوديعون المركزيون على مستوى بعض الدول الأوروبية (أوروكلير-فرنسا، أوروكلير-هولندا، أوروكلير-المملكة المتحدة وإيرلندا) كما انظم الوديع المركزي البلجيكي (CIK) إلى المجموعة في 1 جانفي 2006 وأصبح أوروكلير-بلجيكا.

-كليرستريم (ClearStream): تأسست بعد عملية اندماج لشركة المقاصة سيديل (Cedel) غرفة المقاصة للبورصة الألمانية (Deutsche Börse Clearing)، وقد تأسست سيديل في البداية كشركة مقاصة في لوكسمبرغ سنة 1970، من طرف 66 بنك من 11 بلد، وذلك استجابة من طرف البنوك الأوروبية على تأسيس شركة "أورو-كلير" من طرف بنك جي.بي.مورغان (JP Morgan)، حاليا شركة "كليرستريم" هي جزء من مجموعة البورصة الألمانية (Deutsche Börse Group) والتي تملك أيضا بورصة فرانكفورت.

مثال:

1- الحالة الأولى: تحويل سندات داخل نفس هيئة المقاصة

لنفترض أن البنكين (1) و (2) زبونان لدى نفس هيئة المقاصة ولتكن أوروكلير مثلا:

الوضعية الابتدائية

أوروكلير	
دائن	مدين
	بنك (1) 700
	بنك (2) 300
	المجموع 1000

عند تحويل 100 سند من البنك (1) إلى البنك (2)، تجرى العمليات بالشكل الموالي:

الوضعية النهائية

أوروكلير	
دائن	مدين
	بنك (1) 600
	بنك (2) 400
	المجموع 1000

التسجيل المحاسبي لعملية التحويل

أوروكلير	
دائن	مدين
100	بنك (1) 700
	بنك (2) 300
	100
100	المجموع 1100

2- الحالة الثانية: التحويل بين هيئتين مختلفتين للمقاصة

نفترض في هذه الحالة أن البنكين لا ينتميان لنفس هيئة المقاصة كما يلي:

الوضعية الابتدائية

المصدر (X)		كليرستريم		أوروكلير	
دائن	مدين	دائن	مدين	دائن	مدين
	أوروكلير 1000		بنك (3) 500		بنك (1) 700
	كليرستريم 800		بنك (4) 300		بنك (2) 300
	المجموع 1800		المجموع 800		المجموع 1000

عند تحويل 100 سند من البنك (1) إلى البنك (3)، تجرى العمليات بالشكل الموالي:

الوضعية النهائية

المصدر (X)		كليرستريم		أوروكلير	
دائن	مدين	دائن	مدين	دائن	مدين
100	كليرستريم 1000		بنك (3) 100+500	100	بنك (1) 700
	أوروكلير 900		بنك (4) 300		بنك (2) 300
100	المجموع 1900		المجموع 900	100	المجموع 1000

ب-2- تصنيف الإصدارات -أورو

تعتبر سوق الأورو-سندات انتقائية جدا، لأنها موجهة للجماهير العريضة على المستوى الدولي حيث لا تتوفر للمدخر وسائل تحليل المخاطر المتعلقة بالمقترض، كما أن كل من المدخر والمقترض لا ينتميان لنفس البلد، ولهذا فإن السوق ليست متاحة إلا للشركات التي تتمتع بالملاءة.

تسمح عمليات التصنيف التي تمارسها وكالات التصنيف بحصول المكتتب على تقديرات وتقييمات موضوعية عن ملاءة المقترض بتكلفة منعدمة، وقد تسمح له بالاستثمار في شركات ذات ملاءة ولكنها غير معروفة دوليا، كما تسمح عمليات التصنيف أيضا بانخفاض معدلات الفائدة (انخفاض تكلفة التمويل المرتبطة بالوساطة البنكية)، وكذلك انخفاض عمولة المخاطر (المعرفة الجيدة للمقترض من خلال قراءة العلامة الممنوحة من قبل هذه الوكالات).

-الخدمة الاستثمارية موديز (Moody's): هي شركة تصنيف ائتمان السندات لشركة موديز تأسست سنة 1909 من طرف صاحبها جون مودي، وابتداء من 1975 تم تحديد الشركة كمنظمة تصنيف إحصائي معترف بها على المستوى الوطني من قبل لجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية، تقوم موديز بتصنيف الجدارة الائتمانية للمقترضين باستخدام مقياس تصنيف موحد، يقيس أساسا مقدار الخسارة المتوقعة للمستثمر في حالة تخلف المقترض عن التسديد، ويتم منح الأوراق المالية تصنيفا ابتداء من (Aaa) الأعلى جودة إلى (C) الأقل جودة.

-ستاندرد أند بورز للتصنيف الشامل (S&P): هي وكالة تصنيف ائتماني أمريكية (CRA)، تهتم بنشر الأبحاث والتحليلات المالية حول الأسهم والسندات والسلع، يعود تاريخها إلى 1860 عندما قام هنري فارنوم بور كتابه حول تاريخ السكك الحديدية والقنوات في الولايات المتحدة، وهو كتاب جمع معلومات شاملة حول الحالة المالية والتشغيلية لشركات السكك الحديدية الأمريكية، من جهة أخرى أسس لوثر لي بليك مكتب الإحصاء القياسي (ستاندرد Standard) بهدف توفير المعلومات المالية عن الشركات العاملة في مجال السكك الحديدية، ثم في عام 1941 قام توم تالبو بابسون بشراء شركة "بورز" ودمجها مع شركة "ستاندرد" لتتشكل شركة "ستاندرد أند بورز".

-فيتش رايتينغز (Fitch Ratings): هي وكالة أمريكية للتصنيف الائتماني، تأسست في ديسمبر 1914، باسم فيتش للنشر، وتم الاعتراف بها من طرف لجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية سنة 1975، ثم في سنة 1989 تم الاستحواذ عليها من طرف فيمالاك (FIMALAC) وتم دمجها مع شركة (IBCA) المحدودة التابعة لها، ثم في سنة 2000 استحوزت فيتش على شركة (Duff & Phelps Credit Ratings) في أبريل، وكذلك (Thomson Financial BankWatch) في ديسمبر من نفس السنة.

جدول (7): رموز التصنيف في الأجلين القصير والطويل

فيتش رايتينغز (Fitch Ratings)		ستاندرد أن بوزز (S&P)		موديز (Moody's)		المعنى
القصير	الطويل	القصير	الطويل	القصير	الطويل	
تصنيفات القروض الاستثمارية						
	AAA		AAA		Aaa	أعلى نوعية للقرض
F1	AA+		AA+	Prime-1	Aa1	نوعية جيدة للقرض
	AA		AA		Aa2	
	AA-		AA-		Aa3	
	A+		A+	Prime-2	A1	قدرات كبيرة على الدفع
	A		A		A2	
	A-		A-		A3	
F2	BBB+		BBB+	Prime-3	Baa1	قدرة مناسبة على الدفع
	BBB	A2	BBB		Baa2	
F3	BBB-	A3	BBB-		Baa3	
تصنيفات القروض المضاربة						
B	BB+		BB+	B	Ba1	مضاربة، مخاطر قرض متزايدة بسبب تغيرات اقتصادية
	BB		BB		Ba2	
	BB-		BB-		Ba3	
	B+		B+	Not prime	B1	أكثر مضاربة، وجود خطر قرض مع هامش أمان محدود
	B		B		B2	
	B-		B-		B3	
C	CCC+		CCC+	C	Caa1	مخاطر عدم دفع مرتفعة، قدرات دفع مرتبطة بشروط معينة
	CCC		CCC		Caa2	
	CCC-		CCC-		Caa3	
D	C, D	D	C, D		Ca, C	عدم القدرة على الدفع، رغم احتمالات الانتعاش الجزئي

تمارين

السؤال الأول

أمامك جدول مستخرج من موقع (global-rates.com) يوضح معدلات (LIBOR USD Overnight):

Tarifs actuels	
05 janvier 2023	4,31386 %
04 janvier 2023	4,31529 %
03 janvier 2023	4,31886 %
30 décembre 2022	4,31800 %
29 décembre 2022	4,31186 %
28 décembre 2022	4,31643 %
23 décembre 2022	4,31671 %
22 décembre 2022	4,31500 %
21 décembre 2022	4,32057 %
20 décembre 2022	4,31543 %
19 décembre 2022	4,32029 %
16 décembre 2022	4,31700 %

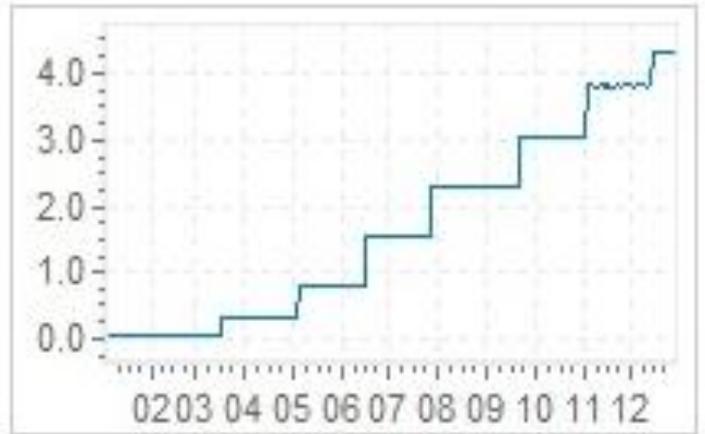
ماذا نقصد بالمعدلات LIBOR USD Overnight؟

- 1- لاحظ المنحنى التالي لنفس المعدل
- 2- ما الذي يؤدي إلى التغيرات في المعدل؟
- 3- علق على شكلي المنحنيين خلال الفترتين

Graphique du dernier mois



Graphique de la dernière année



السؤال الثاني

تحصل مصدر ألماني على مبلغ 100000 دولار أمريكي، كتسوية لعملية تجارية في حسابه ببنك أمريكي (Citibank).

1- هل يعتبر هذا الحساب وديعة أورو؟

يقوم هذا المصدر بتحويل الوديعة إلى بنك ألماني (Oetker)، كيف تسمى الوديعة في البنك الألماني؟ ما هو المشكل الذي سيطر على مستوى أسعار الفائدة؟

إذا كانت $i_{USA} = 6\%$ لستة أشهر، وكان معدل Libor لستة أشهر (بافتراض أن البنك يتعامل في ساحة لندن) يقدر بـ 8%، حدد سلوك البنك بين السوقين النقديتين.

إذا افترضنا أن البنك الألماني سيقدم قرضاً بنفس مبلغ الوديعة لمؤسسة ألمانية (Invest)، كيف يسمى هذا القرض بالنسبة للبنك الألماني؟ فإذا افترضنا أن الوديع لستة أشهر بينما أقرضها البنك لمدة ثلاث سنوات، اشرح آلية تسديد هذا القرض.

- سجل القيود المحاسبية في دفاتر المتعاملين.

السؤال الثالث

بافتراض أن البنكين A و B زبونان لدى شركتي المقاصة "كليستريم" يحوزان على 650 و 520 سند للمصدر X على التوالي، ونفرض أن البنكين C و D زبونان لدى "أورو-كلير" على التوالي، وكانا يحوزان على 410 و 630 سندا للمصدر Y على التوالي، مثل محاسبيا التزامات الشركتين.

- قام البنك C بشراء 230 سند من A، و 100 سند من B، وقام البنك B بشراء 160 سند من C و 90 سند من D. مثل الالتزامات محاسبيا للشركتين.

السؤال الرابع

- لاحظ الجدول الموالي

USD	03-17-2023	03-16-2023	03-15-2023	03-14-2023	03-13-2023
USD LIBOR - overnight	4.56086 %	4.55086 %	4.55971 %	4.55357 %	4.55600 %
USD LIBOR - 1 month	4.77771 %	4.76143 %	4.70857 %	4.72771 %	4.68443 %
USD LIBOR - 3 months	4.99843 %	4.96257 %	4.90714 %	4.94100 %	4.86629 %
USD LIBOR - 6 months	5.05229 %	4.93229 %	4.83400 %	4.96843 %	5.05071 %
USD LIBOR - 12 months	5.03414 %	4.82943 %	4.72843 %	4.99229 %	5.14257 %

- 1- ماذا يمثل هذا الجدول؟
- 2- اشرح تطوره خلال خمسة أيام
- 3- إذا افترضنا أن الوديعة (50000 دولار) تم تحويلها من بنك (DTSH) الألماني إلى بنك (JP) الياباني. سجل العملية في حساب البنكين
- 4- إذا قام البنك الياباني بإقراضها للمتعامل (A)، كيف تكتب العملية في حساب البنك؟
- 5- ما هي ملاحظتك حول المعدلات حسب الاستحقاقات؟

المحور الخامس:

ميزان المدفوعات

في البداية اهتم مجال العلاقات المالية الدولية بالمسائل المتعلقة بميزان المدفوعات وبشكل خاص معرفة كيفية تسوية أرصدة الموازين الجارية سواء من خلال تدفقات رؤوس الأموال أو عبر التسويات الرسمية، فالعلاقات المالية الدولية ظهرت تقريبا كامتدادات بسيطة لنماذج التوازن الدخلية، حيث تمت معالجتها بأدوات ووسائل أكثر اتساعا وتعقيدا مقارنة بتلك المستخدمة في الاقتصاد المحلي، وكان الهدف أساسا هو المرور من فضاء اقتصادي "مغلق" إلى فضاء "مفتوح"، مع الأخذ في الاعتبار أن عامل "الانفتاح" هذا كان يتم في ذلك الوقت من خلال الاختلال في موازين المدفوعات. يسعى المحور إلى تحقيق جملة أهداف هي:

الأهداف التعليمية

- ◉ الهدف الأول: التعرف على مفهوم ميزان المدفوعات؛
- ◉ الهدف الثاني: التمييز بين أنواع حسابات ميزان المدفوعات؛
- ◉ الهدف الثالث: فهم آليات التعديل في موازين المدفوعات؛
- ◉ الهدف الرابع: تعلم كيفية تسجيل العمليات في ميزان المدفوعات .

أولاً: مفاهيم حول ميزان المدفوعات

لقد انتقلت المفاهيم من ميزان مختصر ضمن صادرات وواردات (ميزان التجارة عند المركنتيليين في نهاية القرن 16 وبداية القرن 17) إلى مفاهيم أكثر تطوراً؛ بالنسبة لإنجلترا تم المرور إلى "الميزان الكبير" في 1630، والذي كان يضم زيادة على ميزان التجارة: الإيرادات على النقل والشحن، النفقات العسكرية، أرباح الصيد، وحتى ما يتسلمه الكاثوليك في روما. إذن فقد تم التمييز بين كتلة المدفوعات المتبادلة وميزان التجارة البسيط.

1-تعريف ميزان المدفوعات

يحتاج كل بلد إلى تسجيل كل مبادلاته في السلع، الأوراق المالية أو الأموال مع الخارج في وثيقة محاسبية هي ميزان المدفوعات. يظهر ميزان المدفوعات مختلف العمليات الاقتصادية وكذلك التسويات بين مقيمي بلد ما ومقيمي البلدان الأخرى خلال فترة معينة عادة ما تكون "سنة".

المقيم: هو كل شخص مادي أو معنوي يمارس نشاطه الاقتصادي بشكل دائم داخل البلد خلال سنة على الأقل؛ وبذلك تعتبر فروع الشركات متعددة الجنسيات مقيمة ويقصى إذن كل من: السياح، الدبلوماسيون، الموظفون، العسكريون، العمال المهاجرون بصفة مؤقتة.

العمليات: أو الصفقات وهي تضم تبادل قيم بين المقيمين وغير المقيمين، وتفتح الصفقة المجال لتسديد وتحصيل عملة بالمقابل (التسوية)، إذن فميزان المدفوعات هو حساب للتدفقات وليس للمخزونات، فهو لا يقدم وضعية الديون أو الأصول لبلد ما في زمن معين ولكنه يقدم مبالغ التدفقات لفترة سنة.

2-المعالجة المحاسبية لميزان المدفوعات

تؤدي كل عملية اقتصادية بين البلد والعالم الخارجي إلى قيد محاسبي، فالمبدأ القاعدي لبناء ميزان المدفوعات هو التسجيل بمحاسبة القيد المزدوج، فكل تسجيل للعملية في جانب (دائن أو مدين) تستدعي كتابة لنفس المبلغ في الجانب الآخر (مدين أو دائن) بشكل عكسي.

ولكن متى نسجل في الجانب الدائن أو المدين؟

العمليات الدائنة: يسجل في الجانب الدائن كل العمليات التي تؤدي إلى زيادة في التزامات المقيمين تجاه غير المقيمين، أو كل عملية تنازل عن أصل من شأنها أن تؤدي إلى دخول عملات.

صادرات (سلع أو خدمات) – الحصول على عوائد عوامل الإنتاج – الحصول على تحويلات أحادية الجانب، دخول استثمارات أجنبية مباشرة – بيع أصول مالية وغير مالية – الاقتراض – الانخفاض في الاحتياطات الرسمية.

العمليات المدينة: يسجل في الجانب المدين كل عملية تؤدي إلى انخفاض في التزامات المقيمين تجاه غير المقيمين، أو زيادة في الأصول والتي ينتج عنها خروج عملات.

واردات (سلع أو خدمات) – تقديم عوائد عوامل الإنتاج – تقديم تحويلات تحويلات أحادية الجانب، خروج استثمارات أجنبية مباشرة – شراء أصول مالية وغير مالية – تقديم قروض – الزيادة في الاحتياطات الرسمية.

إذا تمت التسجيلات دون خطأ، ستكون المبالغ الظاهرة في الجانبين (الدائن والمدين) متساوية، وفي الواقع هناك أخطاء قد تحدث عند جمع المعلومات بسبب السهو، الخطأ الحذف، التهريب .. ولكي يتحقق التعادل بين الجانب الدائن والمدين لميزان المدفوعات، يضاف حساب "السهو والخطأ" دائنا أو مدينا (الجانب الأقل).

مثال عن تسجيل عمليات

نفرض أن مؤسسة مقيمة قامت بتصدير يلعا بمبلغ 100 و.ن، هذا التصدير هو عبارة عن تنازل عن أصل وسيؤدي بالضرورة إلى إدخال عملات إلى البلد، إذن يتم تسجيل عملية التصدير دائنا في حساب صادرات وواردات سلع (حساب العمليات الجارية، في المقابل يستدعي هذا التنازل "تسوية" يمكن أن تتم في صور متعددة: إما مقايضة، أو بالدفع نقدا بعملات أجنبية، أو أيضا بقرض تجاري قصير الأجل.

أ- في حالة المقايضة: في هذه الحالة يكون هناك شراء السلع (استيراد) وبيع سلع (استيراد) في نفس الوقت وبنفس المبلغ، فإن العملية تسجل في حساب صادرات وواردات سلع في الجانب الدائن لأنه تم التصدير أو التنازل عن أصل، وفي الجانب المدين لأنه الاستيراد أو اقتناء أصل.

مدين	دائن	
100	100	حساب صادرات وواردات سلع

ب- في حالة الدفع نقدا: إذا تم التسديد فورا بالعملات الأجنبية، فإن المؤسسة المقيمة ستحصل على قيمة 100 و.ن في شكل زيادة في ودائعها بالعملة الأجنبية في البنوك، تسجل في الجانب المدين تحت حساب "حقوق والتزامات بالعملة الأجنبية"

مدين	دائن	
	100	حساب صادرات وواردات سلع
100		حقوق والتزامات بالعملة الأجنبية

ت- في حالة قرض تجاري قصير الأجل: قد تمدد الشركة المصدرة أجل التسديد لزيائنها في الخارج لفترة قصيرة (أقل من سنة) وتستلم التزاما في شكل سند فيسجل في حساب "قروض تجارية قصيرة الأجل" قصيرة الأجل في الجانب المدين.

مدين	دائن	
	100	حساب صادرات وواردات سلع
100		قروض تجارية قصيرة الأجل

عند التسديد يتم ترصيد حساب القروض التجارية بحساب حقوق والتزامات بالعملة الأجنبية (أو بالعملة الوطنية إذا تم التسديد بالعملة الوطنية).

مدين	دائن	
	100	حساب صادرات وواردات سلع
100		حقوق والتزامات بالعملة الأجنبية

ثانيا: هيكل ميزان المدفوعات

إن تطور هيكل ميزان المدفوعات يستجيب لمبادئ عامة تخضع للمواءمة الدولية تحت رعاية صندوق النقد الدولي، والإطار المعتمد حاليا هو إطار الإصدار السادس من دليل ميزان المدفوعات (MBP6) الذي نشره صندوق النقد الدولي في عام 2009 وطبقته دول الاتحاد الأوروبي في عام 2014.

بالمقارنة مع الإصدار الخامس المنشور في عام 1993، فإن الهدف الرئيسي هو مراعاة التطور القوي للتجارة الدولية منذ بداية التسعينيات. ويتعلق الأمر على وجه الخصوص بتكامل التجارة التي تقوم بها "البلدان الورشة"، أي البلدان التي تصدر المواد الخام ولكنها تستورد وتعيد تصدير السلع المصنعة (اقتصادات ناشئة

أو متطورة)، كما يتعلق الأمر أيضًا بمراعاة تنوع الأدوات المالية (الأوراق المالية، والمنتجات المشتقة، وما إلى ذلك) وعدم تجانس مستخدميها، وأخيرًا يتعلق الأمر بمراعاة نمو التجارة الدولية للسلع بين الدول¹.

سيتم التطرق إلى طريقتين في إعداد ميزان المدفوعات: طريقة الدليل السادس لصندوق النقد الدولي، والنسخة السابقة (الدليل الرابع) والتي تعتمد على بعض الدول ومن بينها الجزائر.

1- طريقة الدليل السادس لصندوق النقد الدولي

تعتمد العديد من الدول منذ سنة 2009 في إعداد موازين مدفوعاتها على "الدليل السادس" الذي تم إصداره من طرف صندوق النقد الدولي بغرض التناغم والتوحيد في طريقة تسجيل العمليات الخارجية للدول، في هذا المختصر يتكون ميزان المدفوعات من ثلاثة حسابات رئيسية: أحساب العمليات الجارية؛ ويتبع تدفقات السلع والخدمات والمداخيل الأولية وكذلك المدخيل الثانوية بين المقيمين وغير المقيمين، وهي مجموعة مهمة من الحسابات ضمن ميزان المدفوعات. ويشتمل على المكونات التالية:

-حساب السلع والخدمات يشمل صادرات وواردات السلع، كما يضم عمليات النقل والشحن والتأمين.. الخ.
-حساب الدخل الأولي ويبين هذا الحساب المبالغ التي سيتم دفعها واستلامها مقابل عمالة أو موارد مالية أو أصول غير مالية غير منتجة مقدمة إلى كيان آخر (وكما كان يسمى في الدليل الخامس بعوائد عوامل الإنتاج رأس المال والأرض والعمل).

-حساب الدخل الثانوي يوضح هذا الحساب إعادة توزيع الدخل، أي الحالات التي يقدم فيها أحد الأطراف الموارد لأغراض المعاملات الحالية دون تقديم أي شيء ذي قيمة اقتصادية لهم مباشرة في المقابل، ومن الأمثلة على ذلك التحويلات الشخصية والمساعدات الدولية (كانت تسمى في الدليل الخامس بالتحويلات أحادية الجانب التي كانت تشمل كل من المساعدات والهبات المالية أو المادية، تحويلات مهاجرين...).

يُعرف رصيد هذه الحسابات باسم "رصيد العمليات الجارية"، ويساوي هذا الرصيد الفرق بين مجموع الصادرات والدخل المستحق لها ومجموع الواردات والدخل المستحق الدفع عنها، ويغطي الدخل كلا من الدخل الأولي والثانوي، فإن قيمة رصيد الحساب الجاري تساوي فجوة الادخار والاستثمار في الاقتصاد. وبذلك يدخل ميزان الحساب الجاري في فهم المعاملات الداخلية.

¹ Bernard GUILLOCHON et al, Balance des paiements et système monétaire international, dans Économie internationale, Dunod Editions, Paris, 2016, P. 207.

ب- رأس المال

يبين حساب رأس المال كل القيود المحاسبية الخاصة بالدائن والمدين على الأصول غير المالية غير المنتجة، والتحويلات الرأسمالية بين المقيمين وغير المقيمين. يسجل هذا الحساب عمليات الاستحواذ والتصرف في الأصول غير المالية غير المنتجة، مثل بيع الأراضي لسفارات الدول الأخرى، ومبيعات براءات الاختراع والتراخيص، وكذلك تحويلات رأس المال¹ الناتجة عن تخفيض التزامات خارجية أو من الخارج، وكذلك تغيير الإقامة، فالحساب ينقسم إلى؛

-تحويل رأس المال: يسجل في هذا الحساب كل عمليات تخفيض الديون للأجانب أو من طرف الأجانب، بالإضافة إلى تغيير الإقامة الذي يتطلب تحويلًا نهائيًا للأموال من وإلى البلد.

-شراء أو تنازل عن أصول غير مالية وغير منتجة ويقصد بها التراخيص وبراءات الاختراع.

ت-الحساب المالي

يبين الحساب المالي صافي الاقتناء والتنازل عن الأصول والالتزامات المالية، ويتم تسجيل معاملات الحساب المالي في ميزان المدفوعات نظرًا لتأثيرها على مخزون الأصول والالتزامات مع الخارج، فإنها تظهر أيضًا في الوضع الخارجي العام (PEG)².

-الاستثمارات الأجنبية المباشرة: تسجل استثمارات الأجانب داخل البلد، أو استثمارات المقيمين خارج البلد.

- استثمارات الحافظة المالية: تتمثل في الحقوق والالتزامات الخارجية أو تجاه الخارج.

-أدوات مالية مشتقة: تضم الأدوات غير التقليدية للاستثمار المالي كالعقود المستقبلية والخيارات وعقود التبادل.

- استثمارات أخرى: ويقصد بها كل الحقوق والالتزامات الأخرى المتمثلة في القروض التجارية، القروض المصرفية والودائع الجارية بالبنوك.

- القطاع الرسمي: يشمل الاحتياطات الرسمية (ذهب، حقوق السحب الخاصة، عملات أجنبية، بالإضافة إلى تغيير الوضعية لدى صندوق النقد الدولي.

¹ Ibid.,P.11.

² عبارة عن بيان إحصائي تقدم في وقت معين الأصول المالية للمقيمين في الاقتصاد والتي قد تكون حقوق على غير المقيمين أو المحتفظ بها في شكل ذهب مادي كأصول احتياطية؛ والتزامات المقيمين في الاقتصاد تجاه غير المقيمين. الفرق بين الأصول والخصوم هو صافي المركز في الوضعية ويمثل إما صافي الحقوق أو صافي الالتزامات لبقية العالم.

ت-حساب السهو والخطأ:

يسجل فيه الفرق بين الدائن والمدين ويوضع في الجانب الأقل، من حيث المبدأ تكون حسابات ميزان المدفوعات متوازنة، ولكن من الناحية العملية قد تنجم بعض الاختلالات عن عيوب في البيانات حسب مصادرها وكذلك الأساليب الإحصائية في الحصول عليها، ويشار إلى هذا الخلل "صافي الأخطاء والسهو"، ويجب أن يتم حسابه بشكل منفصل في البيانات المنشورة، ولا ينبغي إدراجه بشكل عشوائي في "المواقف الأخرى".

يتم حساب صافي الأخطاء والسهو عن طريق الطرح: فهي تساوي القدرة التمويلية أو الحاجة المأخوذة من الحساب المالي ويطرح منها البند المقابل من الحسابات الجارية وحسابات رأس المال، ولذلك فإن القيمة الإيجابية لـصافي الأخطاء والسهو تشير إلى الاتجاهات العامة التالية:

-قيمة المعاملات المقيدة في الحسابات الجارية وحسابات رأس المال منخفضة للغاية؛

-قيمة المعاملات المدينة على الحساب الجاري وحساب رأس المال مرتفعة للغاية.

-قيمة صافي الزيادات في أصول الحسابات المالية مرتفعة للغاية.

-قيمة صافي الزيادات في التزامات الحساب المالي منخفضة للغاية.

(عندما تكون قيمة صافي الأخطاء والسهو سلبية، تنعكس هذه الاتجاهات).

الجدول الموالي يقدم ميزان المدفوعات الفرنسي لسنتي 2019 و2020، ممثلاً حسب الدليل السادس.

(مليار أورو)

جدول (8): ميزان المدفوعات الفرنسي لسنتي 2021 و2022

2022	2021	الحسابات
53,9-	9.0	حساب العمليات الجارية
137,3-	67,4-	سلع
52,0	35.0	خدمات
31,4	41.4	مداخيل أولية وثانوية
10,7	9.6	حساب رأس المال
57,7-	4.6	الحساب المالي
11,0	11.7	-استثمارات أجنبية مباشرة
119,3-	12.6	-استثمارات الحافظة المالية
40,9-	17.8	-أدوات مالية مشتقة
89,6	60,2-	-استثمارات أخرى
1,9	22.8	-أصول الاحتياطات الرسمية
14,5-	14,0-	حساب السهو والخطأ

Source :Banque De France, Balance des paiements de la France Aoû 2023, at Banque de France Website

([https://www.banque-france.fr/fr/statistiques/balance-des-paiements-de-la-france-aou-2023-aou-2023#:~:text=Le%20d%C3%A9ficit%20des%20transactions%20courantes%20\(donn%C3%A9es%20cvs-cjo\)%20atteint,milliards%20d'euros%20en%20ao%C3%BBt.](https://www.banque-france.fr/fr/statistiques/balance-des-paiements-de-la-france-aou-2023-aou-2023#:~:text=Le%20d%C3%A9ficit%20des%20transactions%20courantes%20(donn%C3%A9es%20cvs-cjo)%20atteint,milliards%20d'euros%20en%20ao%C3%BBt.)) Consulté le 07/01/2024.

2-طريقة ميزان المدفوعات الجزائري

لا تستخدم الجزائر طريقة الدليل السادس في تقديم ميزان مدفوعاتها، وإنما تعتمد في إعدادها على نسخة المختصر الرابع، وهي تقدم بالشكل التالي:

أ- ميزان العمليات الجارية: ويضم الميزان التجاري (صادرات وواردات السلع)، ميزان الخدمات (خدمات مقدمة للخارج، وخدمات مستوردة من الخارج)، ميزان عوائد عوامل إنتاج (أرباح أسهم، فوائد سندات وقروض، ربوع أراضي وأجور عمال) من وإلى الخارج)

ب- حسابات رأس المال: والذي ينقسم إلى رأس المال طويل الأجل ورأس المال قصير الأجل.

ت- حساب التسويات الرسمية: الذي يشتمل على الالتزامات الرسمية (البنك المركزي)، تغير الاحتياطات الرسمية وكذلك التمويل الاستثنائي (حساب إعادة الجدولة بالنسبة للدول التي استفادت من فترات "سماح"

لعدم تسديد خدمات الديون لفترة ثلاث أو خمس سنوات وهي تعتبر عملية تؤدي إلى تخفيض استخدام العملات الأجنبية وبالتالي بقاءها في الاقتصاد، وتسجل فيه أيضا المساعدات متعددة الأطراف والتي تؤدي إلى دخول عملات للقطاع الرسمي).

الجدول الموالي يقدم ميزان المدفوعات الجزائري لسنتي 2021 و2022 مقوما حسب الدليل الرابع.

جدول (9): ميزان المدفوعات الجزائري لسنتي 2021 و2022 (مليار دولار)

2022	2021	الحسابات
19,458	4,516-	الرصيد الخارجي الجاري
26,850	1,171	الميزان التجاري
65,718	38,637	- صادرات
38,868-	37,466-	- واردات
4,273-	3,624-	خدمات
5,206-	4,012-	عوائد عوامل الإنتاج
2,087	1,953	تحويلات أحادية الجانب
0,989-	3,033	رصيد حساب رأس المال
0,018-	0,053-	حساب رأس المال
-	-	استثمارات الحافظة المالية
0,021	0,921	استثمارات مباشرة
0,046	0,230-	رأس المال الرسمي
0,156	-	- سحوبات
0,110-	0,230-	- اهلاكات
1,039-	2,395	حسابات مالية أخرى
18,468	1,479-	الرصيد الكلي

Source :Bank Of Algeria, Balance des paiements, at Bank Of Algeria Website ([https://www.bank-of-](https://www.bank-of-algeria.dz/balance-des-paiements/)

[algeria.dz/balance-des-paiements/](https://www.bank-of-algeria.dz/balance-des-paiements/)) Accessed 07/01/2024.

3-العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات

لحساب العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات، نقوم بفصل بعض العمليات الاقتصادية عن البعض الآخر بواسطة "خط أفقي"، ثم يحسب رصيد العمليات فوق الخط، الذي يعبر عن رصيد ميزان المدفوعات، بينما يعبر الرصيد تحت الخط عن عملية التسوية، يكون الرصيد تحت الخط مساويا للرصيد فوق الخط "بالقيمة المطلقة" لكنهما متعاكسان في الإشارة، ويدل ذلك على الطريقة التي تمت بها تسوية ميزان المدفوعات. تختلف دلالة رصيد ميزان المدفوعات حسب مكان الخط، فتكون العمليات فوق الخط عمليات مستقلة أما العمليات تحت الخط فهي تابعة لما فوق الخط.

بالنسبة للدليل السادس، يمثل مجموع كل من رصيد حساب العمليات الجارية ورصيد حساب رأس المال "القدرة التمويلية" (الفائض) أو "متطلبات التمويل" (العجز) للاقتصاد مقارنة ببقية العالم، وهو يساوي "نظريا" صافي رصيد الحساب المالي، بمعنى آخر يصف الحساب المالي طريقة تمويل صافي الإقراض أو الاقتراض لغير المقيمين، حيث يوضح الحساب المالي بالإضافة إلى حساب التمويلات الأخرى التغير في "الوضع الخارجي العام" (PEG) بين فترتي الافتتاح والإغلاق.¹

أما بالنسبة لميزان المدفوعات الجزائري (حسب الدليل الرابع)، فهناك عدة طرق لتحديد رصيد ميزان المدفوعات حسب مكان الخط، فحسب طريقة رصيد العمليات الجارية، يتم وضع الخط مباشرة تحت الميزان الجاري، ليتم تسوية العجز أو الفائض في الميزان الجاري (فوق الخط) عن طريق أرصدة كل من حساب رأس المال والاحتياطات الرسمية (المتبقية تحت الخط)، وهذا يعني أنه إذا لم يكن حساب رأس المال كافيا لتسوية العمليات الجارية للاقتصاد، يلجأ البلد إلى السحب من احتياطاته الرسمية أو من صندوق النقد الدولي.

الطريقة الأخرى هي طريقة الاحتياطات الرسمية، وهي تعتمد مباشرة على ما يحوزه البلد من احتياطات رسمية لتسوية العجز في كل من العمليات الجارية وحساب رأس المال أو كلاهما، وفي حالة الفائض ستشرح لنا تغيرات الاحتياطات الرسمية الطريقة التي اعتمدها البلد لتوجيه ذلك الفائض.

مثال 1: بالاعتماد على ميزان المدفوعات الفرنسي يلاحظ في كل من 2021 و2022 يتحقق التساوي بين:

$$\text{رصيد العمليات الجارية} + \text{حساب رأس المال} = (-) \text{رصيد الحساب المالي} + \text{السهم والخطأ}$$

¹ Idem

• سنة 2021: $9,0 + 9,6 = (-) 4,6 + (-) 14,0$

• سنة 2022: $10,7 + (-) 53,9 = (-) 57,7 + (-) 14,5$

تسمى هذه المساواة بعملية التسوية، حيث تمت تسوية فائض العمليات الجارية وفائض حساب رأس المال لسنة 2021 عن طريق زيادة في العمليات المالية (استثمارات وودائع البنوك) وكذلك زيادة في حيازة الاحتياطات. أما في سنة 2022 فقد تمت تسوية جزء من عجز العمليات الجارية عن طريق فائض حساب رأس المال، لكن العجز بقي مستمرا لتتم تسويته عن طرق انخفاض في الودائع والاحتياطات وكذلك خروج الاستثمارات المالية.

مثال 2: من خلال ملاحظة ميزان المدفوعات الجزائري لسنتي 2021 و2022، يمكن التأكد من المساواة:

لسنة 2021: رصيد العمليات الجارية (-) = حساب رأس المال (3,033) + الرصيد الكلي (-) 1,479 + السهو والخطأ (-) 0,004.

لسنة 2022: رصيد العمليات الجارية (-) = حساب رأس المال (-) 0,989 + الرصيد الكلي (18,469) + السهو والخطأ (-) 0,001.

ثالثا: اختلالات ميزان المدفوعات وآليات التعديل

لقد شكلت مسائل الفائض والعجز في ميزان المدفوعات وآليات تعديلها أهم مواضيع المالية الدولية، كما أنها مثلت معيارا مهما لتحديد الأنظمة النقدية الدولية، سيتم الاهتمام بأسباب الاختلال ثم آليات التعديل.

1-أسباب الاختلال في ميزان المدفوعات

هناك عدة أسباب تفسر ظهور العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات لبلد ما، ويمكن تلخيصها كما يلي:

أ-العوامل الظرفية:

قد تكون إما موسمية والتي ترتبط عادة ما تكون بالظروف الطبيعية كالكوارث أو المناخية كالجفاف أو الاجتماعية كالإضرابات، أو بسبب التغير في الدخل النقدي الذي قد يحدث نتيجة ارتفاع مفاجئ في أسعار الصادرات أو ارتفاع التحويلات أحادية الجانب.

ب-العوامل الهيكلية:

هي مرتبطة بتغير البنات الاقتصادية وتنقسم إلى عوامل متعلقة بالعرض (ندرة المواد الأولية أو وفرتها، ظهور اختراعات جديدة يؤدي إلى تخفيض تكلفة الانتاج ومنه زيادة الصادرات، تحسين وسائل الإنتاج، ظهور منتجات جديدة. وعوامل متعلقة بالطلب كتغير أذواق المستهلكين.

2-آليات التعديل في ميزان المدفوعات

إن اختلالات ميزان المدفوعات لا تستمر بشكل لانهائي ولكن هناك آليات تنشط بالتأكيد لتعيد ميزان المدفوعات إلى حالة التعديل. ويمكن أن تعتمد هذه الآليات على تغير الأسعار الداخلية أو الخارجية أو تغير الدخل الوطني.

أ- آليات التعديل السعرية

تعتمد هذه الآليات على التغير في الطلب الداخلي على الواردات أو الطلب الخارجي على الصادرات من خلال التغير في أسعارها، وتختلف طريقة عمل هذه الآليات باختلاف أنظمة الصرف المتنوعة في البلدان.

- التعديل في ظل نظام القاعدة الذهبية (1870-1914):

يؤدي عجز ميزان المدفوعات إلى انخفاض في مخزون الذهب وبالتالي إلى انخفاض في العرض النقدي للبلد ما يؤدي بدوره إلى انخفاض المستوى العام للأسعار (بافتراض أن البلد يحافظ على توازنه عند التشغيل الكامل) وينتج عن انخفاض الأسعار تحسين في الصادرات وتقلص في الواردات ومنه إلى التعديل.

- التعديل في ظل نظام الصرف بالذهب (1944-1971) :

كان آنذاك يسمح للعملات بالتأرجح في حدود 1 بالمائة لأعلى أو أسفل التعادل الرسمي بالنسبة للدولار (والدولار مثبت بالذهب)، وكان يمكن تسوية العجز أو الفائض في موازين مدفوعات البلدان عن طريق تدفق الاحتياطيات من الذهب والعملات القابلة للتحويل وبشكل خاص الدولار، ويؤثر ذلك آليا في المعروض النقدي لتتأثر أسعار الصادرات ثم التعديل.

- التعديل في ظل أسعار الصرف المرنة :

يعالج العجز آليا عن طريق انخفاض قيمة العملة في سوق الصرف، لترتفع بذلك أسعار الواردات مقيمة بالعملة المحلية وتنخفض أسعار الصادرات مقيمة بالعملة الأجنبية ، بينما يعالج الفائض بارتفاع قيمة العملة في سوق الصرف.

ب- الآليات الدخلية:

إن التغير في مستوى المبادلات يؤثر في الحقيقة على الدخل الوطني الذي يؤدي بدوره إلى تغير في الواردات، ويتوقف التعديل في هذه الحالة على نسبة توجيه تلك الزيادة في الدخل نحو الطلب على الواردات، إذن الآليات الدخلية تؤثر على ميزان المدفوعات، فالفائض في ميزان المدفوعات يؤدي إلى زيادة الدخل، والذي يفترض أن يؤدي إلى زيادة الواردات إذا وجهت الزيادة في الدخل نحو زيادة الطلب على الواردات وبالتالي الوصول إلى التعديل.

$$X \uparrow \leftrightarrow Y \uparrow \leftrightarrow M \uparrow$$

$$Y = C + I + (G - D) + (X - M) \dots \dots \dots (1)$$

نفترض توازن الميزانية العامة ($G - D = 0$)، I مستقل، الاستهلاك دالة في الدخل

$$(C = c_0 + cY), \text{ الواردات دالة أيضا في الدخل } (M = m_0 + mY).$$

$$Y = C + I + X - M$$

$$\Delta Y = \Delta C + \Delta I + \Delta X - \Delta M \dots \dots \dots (2)$$

لدينا الاستثمار مستقل وهذا يعني أن: $\Delta I = 0$ ولدينا أيضا مشتقات دوال الاستهلاك والواردات:

$$\Delta m = m \cdot \Delta Y, \Delta c = c \cdot \Delta Y$$

$$\Delta Y = c \Delta Y + \Delta X - m \Delta Y$$

$$\Delta Y + m \Delta Y - c \Delta Y = \Delta X$$

$$\Delta Y(1 + m - c) = \Delta X$$

$$\Delta Y = \frac{\Delta X}{1 - c + m} \dots \dots \dots (3)$$

الادخار $s = 1 - c$ ومنه نكتب

$$1 - c = s \leftrightarrow \frac{\Delta Y}{\Delta X} = \frac{1}{s+m}$$

$$K = \frac{1}{s+m} \leftrightarrow \frac{\Delta Y}{\Delta X} = k$$



يدل المقدار k على أن الزيادة في الصادرات بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة الدخل بالمقدار $\frac{1}{s+m}$ وحدة، أي بوحدة ويسمى "مضاعف الصادرات"،

لكن هل ستؤدي زيادة الدخل إلى زيادة الطلب على الواردات بنفس المقدار؟

لدينا:

$$\Delta m = m \cdot \Delta Y \leftrightarrow \Delta Y = \frac{\Delta M}{M}$$

$$\frac{\Delta M}{m} = \frac{\Delta X}{s+m} \leftrightarrow \frac{\Delta M}{\Delta X} = \frac{m}{s+m}$$

عند التوازن يكون التغير في الصادرات = التغير في الواردات، ومنه نجد:

$$\Delta m = \Delta X \leftrightarrow \frac{\Delta M}{\Delta X} = 1$$

$$\frac{m}{s+m} = 1 \leftrightarrow m = s+m \leftrightarrow s = 0$$

هذا يعني أنه لكي يكون التغير في الواردات الناتج عن تغير الدخل بسبب تغير الصادرات وبالتالي التعديل يجب أن يكون الادخار مساويا لـ 0.

تمارين

التمرين الأول: نفرض أن الدخل Y في حالة عدم التشغيل الكامل يساوي $1000 \$$ ، $M=X$ مبدئيا وتساوي $300 \$$ ، إذا كان $s=0$ و $m=0.25$ ، نفترض كذلك أن X ارتفع بشكل مستقل عن الدخل بمقدار $100 \$$.

- احسب كل من k ، ΔY ، Δm .

- هل التعديل في ميزان المدفوعات كلي أو جزئي؟

- مثل بيانيا فائض ميزان المدفوعات في حالتي $s=0$ و $s=0.25$.

التمرين الثاني: خلال سنة 2023 قام مقيموا البلد A بالعمليات الاقتصادية التالية:

1. استيراد سلع بـ 180 ون مع مصاريف النقل 40 ون والتأمين 60 ون، على أن يتم التسديد بعد شهرين.
2. تسديد خدمة الدين للمؤسسات: القسط 100 ون + الفائدة 10 ون، تم الدفع من أرصدها النقدية بالعملة الأجنبية.
3. تحويلات مهاجرين إلى أسرهم داخل البلد 240 ون أدت إلى تغير الاحتياطات الرسمية.
4. تصدير سلع بمبلغ 220 ون، تم الدفع بالعملة الوطنية في الأرصدة النقدية للمؤسسات.
5. خروج استثمارات أجنبية بمبلغ 500 ون.
6. غير مهاجرون مكان إقامتهم إلى داخل البلد وأدى ذلك إلى تغير في الاحتياطات الرسمية بـ 270 ون.
7. اشترى مقيموا البلد A أسهما لشركات أجنبية بـ 150 ون من أرصدهم النقدية بالعملة الأجنبية.
8. الحصول على أرباح موزعة من شركات بالخارج 170 ون في الأرصدة النقدية للأشخاص بالعملة الوطنية.
9. الشراء من ص.ن.د مبلغ 300 ون استخدمت منها 100 ون لتدعيم الاحتياطات الرسمية للبلد والباقي لتسديد التزام رسمي تجاه بنك مركزي لدولة أخرى.
10. الحصول على تخفيض لدين خارجي خاص من طرف بنك أجنبي بقيمة 45 ون.
11. تقديم إعانة مادية لبلد متضرر من الفيضان قيمتها 120 ون.

12. بيع براءات اختراع 250ون والدفع تم نقدا (الأرصدة النقدية بالعملة الوطنية).

13. إعادة الشراء من ص.ن.د ب 110ون.

14. بيع عقود مستقبلية للمواد الأولية 210 ون عن طريق زيادة في الودائع البنكية.

المطلوب: أ- تقييد العمليات السابقة في ميزان المدفوعات بطريقة الدليل السادس.

ب- أحسب رصيد ميزان المدفوعات بطريقة الميزان الجاري وبطريقة التسويات الرسمية.

ج- اشرح عملية تسوية الميزان بالطريقتين.

التمرين الثالث: لديك ميزان مدفوعات البلد B للسنوات 2021، 2022 و 2023 المعطى كما يلي:

2023	2022	2021	الأرصدة
19.8	21.7	15.4	ميزان السلع
12.2	18.0	13.3	ميزان الخدمات
.....	3.5	2.7-	ميزان عوائد عوامل الإنتاج
8.7-	.....	7.2-	التحويلات الجارية
28.9+	30.1+	.....	العمليات الجارية
4.7+	.....	1.6	حساب رأس المال
22.8-	24-	13.8-	العمليات المالية خارج الاحتياطات الرسمية
16.3-	4.9-	.....	الاحتياطات الرسمية
.....	1.8+	0.6+	الحذف والخطأ

المطلوب: أ- إكمال ميزان المدفوعات للسنوات الثلاثة.

ب- شرح عملية التسوية بطريقتي الميزان الجاري والتسويات الرسمية بالنسبة لكل سنة.

التمرين الرابع: إليك ميزان المدفوعات الصيني لسنة 2022:

مليار RNB	مليار USD	الحسابات
1870,9	274,0	حساب العمليات الجارية
3531,1	515,0	سلع
1004,4-	145,3-	خدمات
720,4-	105,2-	مداخيل أولية
64,5	9,5	مداخيل ثانوية
0,6-	0,1-	حساب رأس المال
726,0-	105,8-	الحساب المالي
693,8	102,6	-استثمارات أجنبية مباشرة
591,2	114-	-استثمارات الحافظة المالية
800-	256,0-	-أدوات مالية مشتقة
174,33-	60,2-	-استثمارات أخرى
187,8-	28,0	-أصول الاحتياطيات الرسمية
1144,3-	168,1-	حساب السهو والخطأ

Source :Melchior , Balance des paiements, cours de change et système de change, at Melchior Website

(<https://www.melchior.fr/cours/complet/cours-1-balance-des-paiements-cours-de-change-et-systeme-de-change>) Consulté le 07/01/2024

المطلوب:

- حساب القدرة التمويلية" (الفائض) أو "متطلبات التمويل" (العجز) في ميزان المدفوعات لسنة 2020 حسب الدليل السادس.
- شرح عملية التسوية بالدولار الأمريكي أو الرنمبي الصيني.

المحور السادس:

العملة المالية

يتميز موضوع العملة المالية بالاتساع وتداخل الكثير من المتغيرات والمفاهيم المرتبطة بها، ويتطلب قدرا كبيرا من الدقة في تحديد المفاهيم المرتبطة، وفي تتبع تطورها، وتستدعي أيضا مستوى كاف من الموضوعية في دراسة مبادئها وأسسها. يسعى المحور إلى تحقيق جملة أهداف هي:

الأهداف التعليمية

- ◉ الهدف الأول: التعرف على مفهوم العملة المالية؛
- ◉ الهدف الثاني: متابعة التطور التاريخي لظاهرة العملة المالية؛
- ◉ الهدف الثالث: فهم الأسس والمبادئ التي تقوم عليها العملة المالية؛
- ◉ الهدف الرابع: دراسة مختلف الأزمات التي ساهمت العملة المالية في انتشارها.

أولاً: مفهوم العولمة المالية

العولمة المالية هي عملية لإقامة سوق شاملة ووحيدة لرؤوس الأموال، تتلاشى في ظلها كل أشكال القيود الجغرافية والتنظيمية، لتسود بذلك حرية التدفقات السلعية والرأسمالية، وذلك بهدف ضمان أفضل تخصيص لرؤوس الأموال بين مختلف المناطق وقطاعات النشاط في أثناء البحث عن أعلى العوائد وأقل المخاطر، فهي تعبر عن ذلك النمو الكبير في المعاملات المالية التي تتجاوز كل الحدود الوطنية والإقليمية لتتطور عبر سوق عالمية موحدة كاملة المنافسة بما يحقق الكفاءة في تخصيص الموارد المالية بين المناطق والقطاعات، فالعولمة المالية إذن تنظر إلى السوق "كوحدة شاملة" تزول في إطارها كل القوانين المتعلقة "بتواجد الدولة القومية".

1-لمحة تاريخية

تعرف العولمة المالية على أنها ظاهرة جديدة، غير أن جذورها تمتد إلى الفترة الذهبية للنظام الذهبي، حيث عرفت الفترة ما بين الثلث الأخير من القرن التاسع عشر (1870) وإلى غاية انطلاق الحرب العالمية الأولى (1914)، تدويلاً واسعاً لكل من المبادلات التجارية بين الدول وحركة رؤوس الأموال، ونتج ذلك عن التحولات في النظام العالمي بظهور ما يسمى "التقسيم الدولي للعمل"، لما يتطلبه التخصص الدولي من ضرورة للتبادل والانفتاح التجاري بهدف الحصول على المواد الأولية من الخارج، وكذلك تصريف الفائض من المنتجات نحو بلدان أخرى.

تميز فترة ما بين الحربين العالميتين بانكماش اقتصادي كبير وتراجع في تدفقات التجارة الدولية وكذلك التمويلات بين الدول، وخصوصاً بعد أزمة الكساد العظيم، ثم الأزمة المالية الكبرى في الثلاثينات، إلا أن نهاية الحرب العالمية الثانية ميزها توجه دولي نحو تكريس مبادئ التعاون والانفتاح في كل المجالات التجارية والنقدية والمالية وكذا السياسية والاجتماعية والثقافية، ترجم ذلك بخلق مؤسسات ومنظمات إضافة إلى وضع عدة اتفاقيات دولية ساهمت بشكل كبير في تدويل حركة رؤوس الأموال إلى جانب تدويل التجارة، إلا أن فترة الخمسينات ونهاية الستينات تميزت بانخفاض التدفقات حيث كانت القيود التنظيمية أكثر قوة وأهمية.

خلال السبعينات اتسعت حركة رؤوس الأموال بفعل أزمة البترول في الدول الصناعية، كما أدى انهيار نظام بروتن وودز في 1971 والمرور إلى نظام معدلات الصرف المعمومة إلى عدم استقرار في هذه الحركة وتذبذب كبير في المعدلات، وتميزت المرحلة باستقلالية معتبرة للجوانب المالية في الاقتصاد الدولي، فتوسع مجال التمويل الدولي ليشمل شبكة كثيفة من عمليات الشراء والبيع والإقراض والإقراض، تغطية ومضاربة

... والتي تتخطى الحدود الوطنية لتشكّل سوق ضخما فعليا و"عالميا"، يتميز بالاعتماد المتبادل بين مختلف أسواق الدول، بالقدر الذي يجعلها متصلة ويسمح بتدفق دائم لرؤوس الأموال فيما بينها، بتواصل البورصات وترابط أسعار الفائدة، ثم بظهور أدوات مالية جديدة تسمح بالانتقال من عملة لأخرى ومن نظام مالي لآخر.

2-العوامل التي أدت إلى عولمة النشاط المالي

لقد ساهمت العديد من العوامل في تدويل وعولمة النشاط المالي، نذكر منها:

- اختلالات الموازين الجارية (احتياجات التمويل في الو.م.أ مقابل تزايد الفائض التجاري في اليابان والاتحاد الأوروبي)؛
- تصاعد الرأسمالية المالية (هيمنة رأس المال المالي وانفصاله عن النشاط الإنتاجي والتجاري الحقيقي، ويتمثل في الخدمات المالية بمكوناتها المصرفي وغير المصرفية)؛
- تحرير الأنظمة المالية للدول (إزالة القيود على قابلية التحويل للحساب الجاري وعلى حركة حساب رأس المال)؛
- الاندماجات الإقليمية (أسواق إقليمية تتحرر فيما المبادلات التجارية وحركة رؤوس الأموال بين الدول الأعضاء)؛
- التطور التكنولوجي (تقليل تكاليف العمليات وتحسين نوعية الخدمات وسرعة دوران المعلومات، إضافة إلى إمكانية التحويلات الفورية)؛
- تطور الإبداعات المالية (إضافة إلى الأدوات التقليدية من أسهم وسندات، تطور الابتكارات المالية كالعقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود الخيار وعقود التبادل، وهي أدوات تسمح بتحويل مخاطر تغيرات الأسعار)؛
- نمو سوق السندات الدولية (بشكل خاص السندات الحكومية بالتوازي مع ارتفاع أسعار النفط عالميا وتوجه الدول نحو استثمار احتياطياتها من البترو-دولارات في شراء سندات الخزينة الأمريكية)؛
- نمو دور المستثمرين المؤسساتيين (تتمثل في: صناديق المعاشات التي تقوم برسملة أموال التقاعد، مؤسسات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة OPCVM، الصناديق المشتركة وأخيرا صناديق المضاربة).

3-أسس العولمة المالية

"حول العالم وعلى مدار الساعة" عبارة يستخدمها المليون لوصف القدر الكبير من الاندماج والارتباط والتكامل بين مختلف الأنظمة المالية المستقلة للدول، وتعتمد العولمة المالية على ثلاث مبادئ أساسية:

أ- عدم الفصل بين أقسام السوق (Le Décloisonnement)

يقصد به انفتاح وتوسع الأقسام الموجودة داخل مختلف أسواق رأس المال: أسواق النقد، الأسواق المالية، أسواق الصرف، الأسواق المستقبلية... إلخ، بما يسمح بالانتقال من عملة إلى أخرى، أو من ورقة مالية إلى أخرى، أو من إجراء تغطية مخاطر إلى آخر، من سند بالجنيه الإسترليني إلى سند بالدولار، من الأسهم إلى الخيارات، من الخيارات إلى العقود المستقبلية، يتم ذلك من خلال إلغاء تقسيم أو تجزئة الأسواق، بمعنى أن تصبح تلك الأسواق المتخصصة عبارة عن مجموعات ثانوية تشكل شبكة على المستوى الدولي لتجتمع ثانية في سوق مالي شامل وموحد.

ب- تقليص دور الوساطة في التمويل (La Désintermediation)

يعني ذلك التوجه أكثر نحو أساليب التمويل المباشر الذي يركز أساسا على إصدار وتبادل الأوراق المالية بين نوعين من المتعاملين، النوع الأول في حاجة إلى تمويل والنوع الثاني لديه القدرة على التمويل، أي اللجوء المباشر للمتعاملين الدوليين إلى الأسواق المالية (التمويل المباشر) دون المرور عبر وسطاء ماليين أو بنوك (التمويل غير المباشر) لإجراء عمليات التوظيف والاقتراض.

ت- إزالة القيود التنظيمية (La Déréglementation)

يتم ذلك من خلال الدخول في محيط مرن نسبيا، غير خاضع لعدد كبير من تلك القيود التي توضع للحفاظ على استقرار نظام التمويل، ولكنها في نفس الوقت تحد من فعاليته، ويعتبر هذا المبدأ أحد العناصر الفعالة والحاسمة لسيادة العولمة المالية، وقد قامت الدول الصناعية بإزالة القيود التنظيمية (القانونية) في إطار سلسلة من عمليات تحرير حركة رؤوس الأموال (الولايات المتحدة في نهاية السبعينات، اليابان في 1983-1984، أوروبا في إطار إقامة السوق الموحدة لرؤوس الأموال في 1990).

4-اندماج الأسواق المالية في ظل العولمة

إن كلمة "اندماج" واسعة الاستعمال في علم الاقتصاد، وقد استخدمت بشكل خاص في دراسات التكامل، من وجهات نظر سياسية واقتصادية اجتماعية، لتعبر عن معاني الانضمام والامتداد لعدة وحدات من أجل تشكيل كل متكامل، وفيما يتعلق بالأسواق، يعبر هذا المصطلح عن انفتاح هذه الأخيرة على بعضها لتشكل "سوق موحدة" في المجال الحقيقي أو المالي.

أ-أسس اندماج الأسواق

يقوم اندماج الأسواق المالية على ثلاثة أسس يمكن تعريفها على مستوى المنتج المالي ثم في آلية التحكم، وبعد ذلك على مستوى السوق.

-على مستوى المنتج المالي

إن توحيد السوق المالية مرتبط بكونه يعالج منتوجا ماليا على عدة أسواق، وتتميز هذه المنتجات المالية المتداولة ليس فقط بالحضور في أكثر من مكان في آن واحد، ولكن أيضا بالتوحيد و"التنميط" على كل الأسواق، بصيغة أكثر دقة يتم التعامل بنفس المنتج (عقد خيار مثلا) في أسواق فيلاديلفيا، لندن، باريس، سنغافورة، سيدني ونيويورك... الخ

وهذا في الحقيقة لا يمكنه إلا أن يساهم في تسهيل العمليات، بحيث تنخفض تكاليف المعلومة والصفقة في نفس الوقت، بتطور تقنيات تحويل المعلومات، استعمال التكنولوجيات الحديثة للإعلام والاتصال، كاستخدام شبكة سويفت (شركة الاتصالات المالية فيما بين البنوك SWIFT) أو عبر منصة قلوبكس (GLOBEX) بالنسبة للأصول التي تعامل حتى خارج ساعات افتتاح الأسواق، بالإضافة إلى شبكات البورصات، أسعار الصرف، سوق الأدوات المالية الآجلة... إلخ. وقد اكتسبت هذه المنتوجات المتداولة في السوق العالمية جودة نوعية وتحسن، وأيضا أصبحت منمطة أكثر فأكثر.

-حسب آلية التحكم

التحكم (Arbitrage) هو الآلية القاعدية التي تضمن وحة السوق العالمية، ويسمى "تحكيما" تلك العملية التي تسمح بالاستفادة من اختلاف السعار بين سوقين، أي الشراء والبيع على سوقين مختلفتين أو في فترتين مختلفتين أو بين فترتين مختلفتين من أجل استغلال فارق السعر، فعنصر التحكم هنا يقوم على

المقارنة بين مختلف الأدوات المالية المتداولة في عدة أسواق، ولا بد من الاستفادة أيضا من عنصر الوقت، لأن كل فارق في السعر سوف يؤدي فوراً إلى تنشيط آليات تعيده إلى السعر الموحد على مجموعة أقسام السوق.

-على مستوى السوق

ويمكن إعطاؤه بعدين هما: الاندماج العمودي للسوق، والاندماج الأفقي في نفس الوقت:

الاندماج العمودي: يحدث عند الاتصال بين الأسواق النقدية والأسواق المالية وأسواق الصرف من جهة، وأسواق العقود المستقبلية والأجلة، والخيارات وعقود التبادل، وبذلك يتمكن للمستثمر من التحكم بشكل منظم بين أقسام السوق، هذه العملية تسهل للمتعاملين عملية البحث عن التركيبة التي تمثل أحسن علاقة (تكلفة - عائد)، فهي توفر أمامهم فرص المرور بانتظام إذا استدعى الأمر من عملة لأخرى، ومن إجراء تغطية مخاطر إلى آخر (من عقد تبادل إلى عقد خيار، من خيار على عقد مستقبلي، من عقد مستقبلي إلى عقد تبادل... الخ) وبالتالي بين الأقسام العمودية للسوق، وفي النهاية تصبح هذه الأسواق المتعددة أقساماً بسيطة من سوق مالية كلية والتي تصبح بدورها عالمية.

الاندماج الأفقي: وهو الاتصال غير المحدود بين الأسواق المالية الوطنية، بإلغاء الحدود السياسية بين أسواق الدول، ومعنى هذا تطبيق مبدأ عدم فصل أقسام الأسواق من جهة ومبدأ إزالة القيود التنظيمية من جهة أخرى.

فبإزالة الرقابة على الصرف في بريطانيا عام 1979، والانفتاح الجزئي للسوق المالية اليابانية في 1984، ومن أجل الوصول إلى تحرير حركة رؤوس الأموال في أوروبا المفروضة من طرف "العقد الموحد"، أدت كل هذه الظروف إلى زيادة درجات الاندماج، وكان الهدف دوماً هو السماح لفوائض الادخار المتكونة في مكان ما من العالم بإمكانية استثمارها في أي مكان آخر يكون فيه نقص أو عجز، ويصبح الاندماج المالي أقوى وأكثر مثلية بتوفر شرطين:

*انتقال الأموال: أي سهولة الانتقال الجغرافي للأموال من سوق مالية لأخرى، ومن بلد لآخر، حيث يستطيع أي ألماني مثلاً أن يفتح حساباً بعملته (الأورو) في هونغ كونغ، أو في لندن، وكذلك بالنسبة لمتعامل أمريكي أيضاً الذي يريد أن ينتقل من سوق الودائع المحلية بالدولار إلى سوق الأورو-دولار.

*قابلية إحلال الأصول: ومعناه إمكانية المرور داخل نفس السوق المحلية من نوع أصول معين إلى نوع آخر، أو الإحلال على المستوى الدولي للوصول المالية المختلفة، ومن عملة إلى أخرى، حيث يستطيع مقيم أمريكي نقل أو

تحريك بضعة دولارات من أمريكا إلى بريطانيا بسهولة، ويمكنه أيضا أن يفتح حسابا بعملة غير عملة بلده، كذلك يمكنه الاكتتاب في سندات أجنبية... الخ.

ب-درجات اندماج الأسواق

يمكن الإشارة إلى درجتين من الاندماج هما: الاندماج التام والاندماج غير التام.

-الاندماج التام (أو الكامل): إن الحديث عن الاندماج التام يقود التعريف بقانون "السعر الوحيد" الذي طبق في بادئ الأمر على سوق السلع، فيمكن القول أن سوقا ما (حقيقية أو مالية) مندمجة بشكل تام إذا -و فقط إذا- كان سعر المنتج i (سلعة أو أداة مالية) على سوقين محليين مختلفين هو نفسه في كل مكان، ويعبر عن ذلك بالعلاقة:

$$P_i = e * P_i^*$$

حيث P_i هو سعر المنتج i في السوق المحلية، P_i^* هو سعر المنتج في الخارج، e هو سعر الصرف.

يعتبر التحكيم شرطا أساسيا لتحقيق الاندماج التام، ويقال إن السوق تحكيمي إذا توفر شرطان:

- سيادة السعر الوحيد في كل مكان من السوق (على مختلف الأسواق المحلية):

- استغلال كل فرص الربح في السوق.

-الاندماج غير التام: أو الجزئي، ويتميز بشروط مرونة تقاطعية ملائمة، إذا كان المنتج i في السوق المحلية بديلا جيدا فقط (وليس بديلا تاما) لنفس المنتج على السوق الأجنبية، ففي هذه الحالة لا يرتبط المنتجان بمجرد علاقة بسيطة للأسعار المحلية والأجنبية عبر أسعار الصرف، ولكنهما مرتبطان حسب قابلية إحلال أحدهما بالآخر، فالمرونة التقاطعية للطلب على في البلد الأجنبي تقاس حسب العلاقة التالية:

$$\frac{\delta Q_i}{\delta P_i^*} * \frac{P_i^*}{Q_i} > 0$$

وهي أكبر من الصفر، وهذا يعني أن التغير في السعر الأجنبي $\frac{\delta P_i^*}{P_i^*}$ سيترجم بتغير معين -قد يكون كبيرا

أو طفيفا- في الطلب على المنتج المحلي $\frac{\delta Q_i}{Q_i}$.

فالاندماج غير التام إذن يقوم على اختلاف الأدوات المالية فيما بين الأسواق المالية، ومدى قابلية إحلال بعضها للبعض الآخر، ويعني هذا حضور عنصر المقارنة بين هذه الأدوات وتزايد فرص الربح. عموماً ومهما يكن شكل الاندماج ودرجته، يمكن القول إن أثره واضح وقوي على حركة الأدوات المالية المتعددة بين الأسواق الدولية، مما يؤثر بالتأكيد على النظام المالي الدولي ككل.

الإطار (1): الفرق بين العولمة والتدويل

الفرق بين «عالمي» و «دولي»

تفاعل الدول مع بعضها من خلال التجارة والأنشطة الأخرى سواء على المستوى الدولي أو المستوى العالمي، فما هو الفرق بينهما؟

أما كلمة «دولي» فهي تتعلق بدولتين أو أكثر، وتستخدم أيضاً كتصنيف لكلمة «أجنبي» أو «خارجي» وهو يعني التفاعل بين الدول بغض النظر عن الحدود الوطنية مع احتفاظ كل منها بخصوصياته الداخلية، فمثلاً التجارة الدولية هي التجارة التي تشمل دولتين فقط أو أكثر حيث تقوم البلدان باستيراد ما ينقصها أو تصدير الفائض عن استهلاكها من وإلى الطرف الآخر.

فالالاقتصاد الدولي يربط بين الأجزاء المستقلة من الكل مع احترامه لسيادة الدول، ثم يحاول دمجها من خلال تدفقات التبادل والاستثمار والائتمان، حيث تشكل الأسواق الوطنية المحمية والمنظمة من طرف الدول أساساً لتراكم رأس المال معتمدة على معايير «تكاملية».

Source: Jacques Adda, *Economie Internationale & Economie Mondiale, Dans La Mondialisation de l'Economie, Editions La Découverte, 2012, P.8.*

كلمة «عالمي» تخص كل ما يتعلق بالأرض كاملة وليس فقط منطقة أو منطقتين. وهي مرادفة لكلمة «شامل» و «كوني»، وتعني أيضاً «غير محدود»، وكامل، متراخي الأطراف و«كلي»، وخلال السنوات الأخيرة تحول النظام الاقتصادي العالمي إلى نظام يمتد نطاقه ليشمل كل الكوكب، وهذا يعني تكامل اقتصاديات الدول المختلفة لتشكل «وحدة» هي العالم، حيث تخفي خصوصيات «المجموعة» لتطغى خصوصية «الوحدة»

فالشركة العالمية لديها فروع ومكاتب في العديد من البلدان ويتم توزيع منتجاتها في جميع أنحاء العالم في نفس الوقت، فالإنتاج عالمي موجه لكل سكان الكوكب معاً، السوق عالمية والمستهلك عالمي (تمييز الأذواق والقضاء على الخصوصيات الثقافية المنفردة بغرض الانتماء للعالم عبر الاستهلاك).

Source: www.differencebetween.net/language/words-language/difference-between-global-and-international/

إن الاندماج المتزايد الأجزاء المكونة للاقتصاد العالمي تجمله بترجيح من مجال سلطة الدول، وتقوض بعض السهات الأساسية لسيادتها كالرقابة النقدية وإدارة المالية العمومية.

يتراجع كل من «الوطني» و «الدولي» لحاقية المشهد الاقتصادي، وتزداد هيمنة المنطق التكاملي «الاقتصاد العالمي».

يمكن القول إن ظاهرة العولمة تترجم تحولا جوهريا في النظام وليس عبارة عن نتيجة لاستمرارية في عملية التدويل

ثانيا: تدويل الأزمات في ظل العولمة المالية

لم ترتبط الأزمات تاريخيا بالانفتاح المالي ولا التجاري، لكنها ظهرت الأزمات في التاريخ قد ارتبطت بعدة أسباب، ولم تكن العولمة في ذلك الوقت جزءا من سيرورة الأزمات، ولا بد من تحديد الإطار هنا بأن ربط

الأزمات بالعمولة ينحصر في كونها أحد العوامل التي أدت إلى الاضطرابات المالية، وكعنصر مساعد في انتشارها ونقل آثارها على أسواق أخرى.

1-الإطار النظري للأزمة المالية

لقد اختلف الاقتصاديون في إيجاد تعريف موحد وشامل للأزمات المالية بسبب تعقدها واختلاف أسبابها، وزمان ومكان وقوعها، فالأزمة في مفهومها الاقتصادي هي اضطراب مفاجئ يطرأ على التوازن في أحد الأنشطة الاقتصادية (الإنتاج والاستهلاك) في بلد أو عدة بلدان.

أ-تعريف الأزمة

ظهر مصطلح الأزمة في علم الطب الإغريقي، حيث استخدم للدلالة على وجود نقطة تحول مهم في تطور المرض يتوقف عليها شفاء المريض أو هلاكه، وفي القرن السابع عشر استخدم مصطلح الأزمة للدلالة على ارتفاع درجة التوتر في العلاقات بين الدول والكنيسة، وفي القرن التاسع عشر استخدم للدلالة على ظهور مشاكل خطيرة في تطور العلاقات السياسية والاقتصادية والاجتماعية، وفي القرن العشرين أصبحت الأزمة تعبر عن حدوث خلل خطير ومفاجئ في العلاقة بين العرض والطلب.

تختلف المشكلة عن الأزمة حيث أن المشكلة عبارة عن اضطراب يأتي بشكل تدريجي لأسباب متنوعة وإشارات تحذير مختلفة، مما يتطلب حلها مثل: مشكلة البطالة، أما الأزمة فهي حدث مفاجئ يظهر بشكل تتلاحق فيه الأحداث بطريقة غير متوقعة، وتجعل من الصعب اتخاذ القرارات المناسبة¹ إذن فالأزمة تتميز بكونها مفاجئة، مع نقص كبير في المعلومات حولها وضيق الوقت المتاح لمواجهتها، مما يزيد من حالة الذعر والتوتر، كون جميع أحداث الأزمة تقع خارج نطاق قدرة الحكومات وتوقعاتها. إلا أن مصطلح "الأزمة" يفتقر إلى التحديد والدقة، على خلاف غيره من المصطلحات التي تنتمي إلى نفس الإطار كالكساد، الركود، إفلاس..والتي تحدد نوعية الاضطراب.

ب-أنواع الأزمات المالية

يمكن أن يعرف النظام الاقتصادي عدة أشكال من الأزمات: أزمة عقارية عند انخفاض أسعار العقارات نتيجة انفجار فقاعة عقارية، أو أزمة اقتصادية عند انخفاض مؤشر اقتصادي مهم هو الناتج المحلي الإجمالي، وهذا الانخفاض في النشاط لديه آثار خصوصا على مستوى البطالة والمداخيل.

¹ صالح عباس، إدارة الأزمات في المنشآت التجارية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2007، ص 29.

أما الأزمة المالية فهي حالة الاضطراب الذي يصيب الأسواق المالية ويجعلها في حالة عجز عن التخصيص الفعال للأموال نحو المتعاملين الأكثر أماناً والأكثر قدرة على تحقيق استثمارات منتجة¹، كما يترجم بانهيار أسعار الأصول المالية في البورصة، والذي يقود إلى تقلبات دورات التمويل في الاقتصاد ككل². وقد يقصد بالأزمة المالية انطلاق الهجمات المضاربة ضد عملة بلد معين والتي تدفع السلطات النقدية إلى التدخل للدفاع عن معدل الصرف أو في حالة فشلها في ذلك قد تتحمل تخفيضات للعملة، وتسمى في هذه الحالة أزمة عملة.

من هنا يمكن تمييز عدة أنواع من الأزمات المالية، فهناك أزمة العملة عندما يتعلق الأمر بتغيرات مفاجئة لسعر الصرف في شكل تخفيض أو تعويم العملة والذي يصاحبه نفاذ الاحتياطات الرسمية، وكذلك الأزمة البنكية التي تتميز في حالات إفلاس البنوك. هناك أيضاً الأزمات البورصية عند انهيار أسعار الأصول المالية بسبب السلوك المضاربي للمتعاملين، كما قد تنشأ الأزمة المالية عن أزمة عقارية كالانخفاض المفاجئ والقوي لأسعار العقارات والذي قد يؤثر على توقعات المتعاملين في السوق المالية، أو قد تأخذ الأزمة المالية شكل أزمة ديون سيادية عند عجز البلد عن تسديد الديون الخارجية لدائنيه من الدول أو البنوك. في الحقيقة شغل كل نوع من هذه الأنواع حيزاً تاريخياً معيناً، وفي بعض الحالات يتصاحب نوعان أو أكثر.

قد تولد الأزمة البورصية أزمة اقتصادية، ففي 1929 أدت الصدمة البورصية إلى انخفاض مداخيل المؤسسات وكذلك العائلات، مما أدى إلى انخفاض الاستهلاك، ما أدى بدوره إلى انخفاض كبير في الإنتاج ومن ثم إفلاس المؤسسات، وصولاً إلى أزمة بنكية حادة، وقد لا تتطور الأزمة المالية في كل الحالات لتصل إلى أزمة اقتصادية، ففي 1987، اقتضت الصدمة البورصية على الأسواق المالية³.

وفي الاتجاه المعاكس، قد تؤدي الأزمة الاقتصادية أو توقعات هذه الأخيرة إلى وقوع أزمة بورصية، فالمدخرون الذين يتوقعون انخفاض أرباحهم المستقبلية بسبب اختلالات اقتصادية، سيسارعون إلى بيع أسهمهم بكثافة، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها، وقد يؤدي ذلك إلى انهيار السوق المالية. كما قد تؤدي الأزمة المالية أيضاً إلى أزمة اقتصادية عن طريق تقييد القروض، مما يصعب عملية التمويل في المؤسسات،

¹ Emmanuel NYAHOHO, Finance Internationale : Théorie, politique et pratique, Presse de l'université de Québec, 2^{ème} édition, Québec, 2002, P.57.

² Philippe GILLES, Crises et cycles économiques, Edition Armand Colin, Paris, 1996, P.28.

³ Nicolas BESNAR, La Crise Financière Expliquée A Ceux Qui N'en Peuvent Rien, Centre d'Animation et de Recherches en Ecologie Politique (ETOPIA), 15 octobre 2008, P.3-4.

فتنخفض معدلات الاستثمار، ومن ناحية أخرى قد تنخفض معدلات الاستهلاك عند تقييد القروض الرهنية أو الاستهلاكية بالنسبة لقطاع العائلات، وبالتالي يتراجع النشاط الاقتصادي¹.

2-العدوى بالأزمات المالية

يمكن أن تقتصر الأزمات على المجال الذي ظهرت فيه، كما قد تنتشر وتهدد التوازنات الاقتصادية لبلد أو لمنطقة جغرافية معينة أو ربما قد تشمل النظام المالي بأكمله عندما يرتبط مصدر الأزمة بالنظام نفسه، فلقد ربط الكثير من المحللين ظهور الأزمات واتساع أثارها بالنظام الرأسمالي نفسه، وهو طرح يربط الأزمات بآليات التراكم في النظام الرأسمالي، ويعتبر كارل ماركس أول من اعتبر أن أزمات الرأسمالية مرتبطة بوجود النظام نفسه، كميزة فطرية متأصلة فيها، لأنها تنتج عن الطابع العشوائي وغير المتكافئ لهذا النظام الإنتاجي، حيث تؤدي العشوائية في سلوكيات الأفراد والمؤسسات، وعدم التكافؤ في العلاقات بين مالكي راس المال والعمال إلى زيادة الإنتاج وزيادة الاستهلاك، ولكن ليس بنفس الوتيرة، مما يؤدي إلى أزمة فائض إنتاج. يعتقد الليبراليون أن السوق تتمتع بالقدرة على الانتظام ذاتيا، وبالتالي فإن أسباب الأزمة تكون "خارجية، كتدخل الدولة مثلا، وهذا يعني أن الحلول للأزمة تتأتى من خلال إزالة هذا السبب "الخارجي". أما كينز (1883-1946) فهو لا يؤمن بمبدأ الانتظام الذاتي للسوق، لأن الاستثمار بالنسبة إليه عبارة عن متغير مرتبط بالعوامل الدورية في الاقتصاد، كما أنه قد يوظف في الأسواق المالية وبالتالي يخرج من دورة الاقتصاد الحقيقي، ومن هنا يعتبر كينز أن تدخل الدولة ضروري لتنظيم الأسواق من جهة، ولمواجهة التقلبات الدورية من جهة أخرى. ومن جهته، يعتقد شومبيتر² (1883-1950) أن الاقتصاد بطبيعته يتميز بالدورية، مع فترات ركود وانطلاق، وتتضمن هذه الفترات ما يعرف "بالهدم الخلاق"³، حيث تضعف المؤسسات عند الركود، وتعوضها استثمارات جديدة، لينطلق الاقتصاد مرة أخرى.

لقد تم تطوير هذه الفكرة المتعلقة بالدورية من طرف بعض الاقتصاديين، من خلال ملاحظتهم لتتابع تلك الحركات المنتظمة عموما بين الانتعاش والركود للنشاط الاقتصادي، فهناك الدورات القصيرة من ثلاث إلى أربع سنوات، وتسمى دورة كيتشين (Kitchin)، وهي ترتبط بعملية تخزين وتصريف المنتجات، وهناك أيضا دورة جوكلار⁴ (وتعرف بدورة الأعمال) التي تمتد بين سبع وعشر سنوات، وهي ترتبط بتطور الإنفاق على السلع

¹Ibid, P.5.

²Joseph SCHUMPETER, Capitalism, Socialism, and Democracy, Routledge editions, London, 1942, P.81.

³Creative destruction of Schumpeter.

⁴Clément JUGLAR, Les crises commerciales et leur retour périodique en France, en Angleterre et aux Etats-Unis, 1862.

الإنتاجية¹. كما أشار بعض الاقتصاديين إلى الدورات الطويلة نسبيا، وهي دورات خمسينية (50 سنة) مرتبطة بوتيرة الحياة الاقتصادية وهي تتميز بتوجهات دورية متكررة صعودا ونزولا على فترة طويلة في شكل "موجة". كما ذهب بعض الاقتصاديين إلى ملاحظة دورات اقتصادية طويلة إلا أن هذه الأخيرة لا تتعلق بالأزمات الاقتصادية أو بآليات النظام الرأسمالي، ولكنها تتعلق بتحليل مراحل اقتصادية تاريخية، فهناك دورات مئوية (100 إلى 150 سنة)، مرتبطة أساسا بفترات الحروب وظهور البلدان المهيمنة على الاقتصاد العالمي، فمنذ سنة 1350 توالى كل من البندقية، هولندا، بريطانيا وأخيرا الولايات المتحدة الأمريكية كمراكز اقتصادية مهيمنة. وهناك أيضا تلك الدورات الطويلة جدا والتي تمتد إلى غاية 250 سنة، تسمى أيضا "توجه"، وهي حركة طويلة من ارتفاع وانخفاض الأسعار بطريقة انعكاسية، حيث يأخذ المنحنى شكل حرف S، وترتبط هذه الحركة حسب البعض بتغيرات هيكلية ذات أهمية تاريخية، ويمكن تمييز أربع دورات: العصور الوسطى (1250-1510)، ثم الميركانتيلية (1510-1743)، وبعدها الرأسمالية (1743-1896) وأخيرا الكونية (منذ 1896).

في هذا البحث سيتم التركيز على الدورات القصيرة و الموجات الطويلة للرأسمالية.

أ-الدورات القصيرة للرأسمالية: وترتبط بدورة رأس المال التي تؤدي إلى تتابع فترات قصيرة بين انتعاش وركود بشكل منتظم، وقد قام كل من ماركس وصديقه فريدريك أنجلز بدراسة هذه الدورات القصيرة منذ 1848 (بيان الحزب الشيوعي)، حيث سجلا عودتها الدورية تقريبا كل عشر سنوات بتسلسل: أزمة - كساد - عودة. على العموم، اعتبرت هذه الدورات القصيرة أعراضا للتناقضات "المقبولة" في النظام الرأسمالي، بمعنى قبول فكرة "دورية الأزمات" ليس فقط كجزء من النظام نفسه، ولكن أيضا كعامل مهم لخلق أنظمة إنتاج جديدة بشكل تدريجي وبصورة دورية.

ب-الموجات الطويلة للرأسمالية: بعد العديد من الاقتصاديين الذين حللوا فكرة الدورات الطويلة في النظام الرأسمالي أمثال كوندراتياف (Kondratieff) و شومبيتر (Schumpeter)، فإن الاقتصادي أرنست ماندل (Ernest Mandel) قد طور ما يعرف بنظرية "الموجات الطويلة للرأسمالية"، وتتكون الموجة من فترة صاعدة (توسع) وفترة نازلة (انكماش)، وتظهر هذه الفترات بتغير مجموع المؤشرات الاقتصادية (حركة الأسعار، معدل نمو الإنتاج، تطور حجم التجارة الدولية..). وقد اعتمد ماندل على الإحصائيات المتوفرة حول نمو مخرجات القطاع الصناعي، ونمو الصادرات العالمية كمؤشرات مفتاحية، ليلاحظ فيما بعد تذبذبات واضحة في معدلات النمو، مع ارتفاعات وانخفاضات بين الموجات الطويلة المتتالية².

¹Tonglet BENOIT, Les cycles Kondratieff : Une Philosophie Critique, Innovations, Cahiers D'économie De L'innovation, 2004/N°19, De Boeck Université, P.10.

²Ernest Mandel, Long Waves Of Capitalist Development : A Marxiste Interpretation, Deuxième Édition Révisée, Verso, London, 1995, P.1.

يختلف هذا الطرح عن دورة كوندرا تيفال الظرفية التي تتوقف مدتها على مدة حياة رأس المال الثابت، في نقطة مهمة تتمثل في عدم التناظر عند الانتقال بين فترتي التوسع والانكماش، فإذا كان الانخفاض عبارة عن منطوق "داخلي" في النظام الرأسمالي، فإن الارتفاع لا يتمتع بألية داخلية تسمح بالانتقال من الانكماش إلى التوسع، وإنما تتطلب عوامل خارجية (غير ألية) لإعادة هيكلة البيئة الاجتماعية والمؤسسية، فالفترة التوسعية إذن ليست معطاة في النموذج وإنما تستلزم إعادة تشكيل نظام إنتاجي جديد.¹ يميز ماندل أربع موجات طويلة منذ بداية الرأسمالية، موضحة في الجدول الموالي:

جدول (10): تتابع الموجات الطويلة

الموجات	فترة التوسع	فترة الانكماش
الموجة الأولى	1816-1789	1847-1816
الموجة الثانية	1873-1848	1896-1873
الموجة الثالثة	1919-1896	1945-1919
الموجة الرابعة	1973-1945	1973-؟

Source : Michel HUSSON, La Théorie Des Ondes Longues Et Le Capitalisme Contemporain, Colloque Ernest MANDEL, Bruxelles, 19 novembre 2005, P.1.

يشير ماندل أن الموجات الطويلة للتطور الرأسمالي تتضمن أيضا الموجات الطويلة للإنتاج، التشغيل، الدخل، الاستثمار، تراكم رأس المال وأخيرا الموجات الطويلة لمعدلات الربح، إلا أن مقارنة ماندل لم تعطي أولوية للابتكارات التكنولوجية، وإنما ركزت على ديناميكية النظام الإنتاجي والدور الكبير الذي تلعبه التحولات الاجتماعية (موازن القوى: رأس المال-العمل، مستوى اجتماعية النظام، شروط العمل...) ضمن كل نظام. ويمكن القول إن معدل الربح في التحليل الماركسي يعتبر مؤشرا شاملا ومهما جدا ضمن إطارين زمنيين: ففي الأجل القصير يتذبذب تزامنا مع الدورة الصناعية "الظرفية"، في حين أن حركته في الأجل الطويل تلخص المراحل الكبرى للرأسمالية، وتتمحور التحولات حول صياغة النظام الإنتاجي في كل مرحلة، لأن التناقضات

¹ Michel HUSSON, La Théorie Des Ondes Longues Et Le Capitalisme Contemporain, Colloque Ernest MANDEL, Bruxelles, 19 novembre 2005, P.2.

الأساسية للرأسمالية تعمل على تخفيض معدلات الربح، وهو ما يعكس عجزا مزدوجا للنظام الرأسمالي في استعادة درجة استغلال العمال وضمان إنتاج السلع، حيث أنه يتوجه تدريجيا وبشكل دوري إلى وضع نظام إنتاجي جديد يترجم بتحسين سريع لمعدلات الربح.

إذن يمكن تفسير الإطار الجديد لأزمات العوامة أو "الشمولية" من خلال التركيز على الديناميكية الداخلية للرأسمالية وتتبع تطورها النوعي، فقد تميزت بالتحول من دورات تراكم محلية في سوق دولية مندمجة إلى دورات شاملة للتراكم، وظهور طبقة رأسمالية عابرة للجنسيات مندمجة في دورات تراكمية شاملة تتجاوز الدورات التقليدية، حيث تزداد ربحية رأس المال العابر للجنسيات أمام نظيره "المقيد".¹

هذا يعني ارتباط التراكم باتساع النظام الرأسمالي وليس بالحدود الإقليمية للبلدان، ومن ثم انتقال إطار الأزمة إلى فضاء أوسع، بعبارة أخرى فإن الصراع الرأسمالي ينتقل إلى مستوى أكثر شمولاً، حيث تظهر علاقات جديدة غير متكافئة قائمة على الهيمنة، بعيداً عن الصورة التقليدية للإمبريالية كعلاقة هيمنة خارجية بين الدول، وإنما صراع بين المجتمعات والطبقات العابرة للقوميات من أجل تطوير مشاريع هيمنة وأخرى مناظرة لها، وفي ظل هذا النظام تظهر أزمات فائض التراكم، حيث تواجه الرأسمالية مجدداً التحدي المتكرر بشكل دوري: كيفية التخلص من الفوائض بشكل مربح.²

3- تدويل الأزمات في ظل العوامة المالية

تنطوي العوامة على آليات ليس فقط لتكرار أزمات اقتصادية بشكل دوري، ولكنها كنظام اقتصادي مالي توفر مناخاً ملائماً لتطور أزمات مالية قد تؤدي إلى أزمات اقتصادية، ومن الخطأ ربط الأزمات بالنظام المعولم نفسه فبعضها يرجع تاريخياً إلى القرن السابع عشر، ولكن آليات الانفتاح المالي تعتبر كعامل مساعد في تسريع انطلاق الأزمات ثم تساهم في تدويل الاضطرابات إلى باقي أطراف النظام "المعولم" ..

أ- الأزمات التي أخذت بعداً دولياً بسبب العدوى

- أزمة الكساد العظيم 1929

كانت أسعار الأسهم في بورصة نيويورك تتجه نحو الارتفاع ابتداءً من 1924، ورغم انخفاضها في 1926، إلا أنها استعادت ازدهارها في 1927، لتشكل بذلك فقاعة كبيرة، حيث تضاعفت الأسعار بين 1921 و1929 أربع مرات، كما تميزت المرحلة بسهولة الاقتراض من البنوك لتغذية الفقاعة.

¹William I.ROBINSON, The crisis of global capitalism, in The Great Credit Crash, Martijn Konings editions, London, Verso, 2010, P.290.

²Idem.

في 1929 بدأت مخاوف السلطات النقدية الأمريكية من تزايد حجم الفقاعة، حيث أعلن بنك الاحتياطيات الفيدرالي عن نيته في رفع معدلات الفائدة لتقليص القروض التي كانت في أغلبها موجهة لتمويل الاستثمارات في البورصة. إلا أن رفع معدلات الفائدة في مرحلة توسع اقتصادي أدى إلى تقلص الاستثمارات المالية في البورصة الأمر الذي عجل بانفجار الفقاعة، وفي الواقع لم يعرف بالتحديد سبب انفجارها ما إذا كان الركود الاقتصادي الذي ظهرت علاماته قبل الصدمة، أو ارتفاع معدلات الخصم في بريطانيا (خروج رؤوس الأموال)، أو إفلاس أحد أكبر رجال الأعمال البريطانيين (كلارنس هاتري)، والمهم أن الفقاعة وصلت إلى أقصاها يوم الأربعاء 23 أكتوبر، لتنفجر يوم الخميس 24 أكتوبر (وعرف بالخميس الأسود)، حيث انهارت أسعار الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك، وانخفض مؤشرها بـ 12,9% في يوم واحد.¹

حاولت البنوك الرد جماعيا من خلال إعادة شراء الأسهم، ونجحت في إعادة نوع من الاستقرار للسوق يوم الجمعة 25 أكتوبر، ولكن مع بداية الأسبوع (28 أكتوبر) ازدادت أوامر البيع مجددا، وانطلقت حالة من الذعر المالي لتتخفف بذلك كل المؤشرات، ثم تبعتها حالات إفلاس البنوك التي مولت الاستثمارات في البورصة لعدم حصولها على المستحقات، لتنتقل بعدها حالة من الذعر البنكي حيث حاول كل المودعين سحب مدخراتهم من البنوك.

أدت فيما بعد كل تلك الإفلاسات إلى ترشيد نفقات العائلات، وبالتالي تقلص الاستهلاك إضافة إلى تقلص التمويلات البنكية، الأمر الذي أدى إلى انخفاض الإنتاج بـ 50%، وزيادة معدلات البطالة التي وصلت إلى 25%، وانخفاض أكثر للطلب وإفلاس المزيد من المؤسسات، ودخل الاقتصاد الأمريكي بذلك في حالة كساد استمر إلى غاية منتصف الثلاثينات. ولقد تميزت أزمة 1929 بكونها أزمة ذات انتشار دولي، إلا أن الاستجابة لها لم تكن منسقة دوليا، حيث انتقلت من بلد لآخر عن طريق تقلص التجارة الدولية (تقلص المنافذ بالنسبة للمؤسسات)، وعن طريق التمويل (استرجاع رؤوس الأموال المستثمرة في الخارج)، وسيتم التعرض بالتفصيل لأسباب هذه الأزمة والقناة النقدية لتدويلها في المبحث الثاني من هذا الفصل.

و- أزمة المديونية 1982

انطلقت في 1982 عندما أعلن المكسيك تعليق دفع فوائد ديونه، ثم تبعته بقية الدول النامية، التي أنهكتها خدمات الديون المتزايدة، فلقد لجأت هذه الدول خلال الستينات إلى التوسع في الاقتراض وبمعدلات فائدة متزايدة من بنوك تجارية كبرى وبنوك مركزية، بهدف إقامة قاعدة صناعية، إلا أن سوء استخدامها لتلك القروض إضافة إلى رفع معدلات الفائدة قصيرة الأجل في الولايات المتحدة ابتداء من 1979، مما أدى إلى

¹ Olivier LACOSTE, Comprendre les crises financières, (Préface de Christian De BOISSIEU), Ed Groupe EYROLLES, Paris, 2009, P.34.

ضعف وضعيتها المالية، ومع تراجع الأسعار الدولية للمواد الأولية في بداية الثمانينات، أصبحت خدمات الديون تشكل عبئا كبيرا على مداخيل هذه الدول، وهكذا كان النظام المالي الدولي أمام خطر عدم تسديد الدول لالتزاماتها، ولكن عمليات إعادة جدولة الديون حالت دون إفلاس البنوك.

ح- الأزمة المالية في الأسواق الناشئة 1995-2001

من الملاحظ المشتركة لأزمات الأسواق الناشئة منذ منتصف التسعينات انفتاحها الكبير أمام تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، وجاذبيتها بالنسبة للمستثمرين الدوليين، مما أدى إلى تشكل فقاعة مالية كبيرة، مع عدم نضج اقتصادي ومالي كاف في تلك البلدان (الصرف الثابت، ضعف مصداقية السياسات الاقتصادية، غموض المعلومة المالية، العلاقات الخاصة بين المؤسسات والدولة، مديونية خارجية كبيرة متضمنة لنسبة عالية من الاستحقاقات قصيرة الأجل...)، ثم تدخلت بعض العوامل المفاجئة التي أثرت على الثقة في الأسواق المالية، لتنفجر الفقاعة. ولقد توالى الأزمات المالية على الأسواق الناشئة، انطلاقا من المكسيك في 1995، ثم بلدان جنوب شرق آسيا في 1997، وصولا إلى روسيا في 1998 والبرازيل في 1999، لتنتهي في تركيا في 2000، والأرجنتين في 2001.

ولعل أهم ما ميز الأزمات في الأسواق الناشئة هو عامل العدوى، حيث ساعدت عدة قنوات في انتقال الاضطراب من سوق ناشئة لأخرى، هناك من أرجعها إلى تشابه البنية الاقتصادية لهذه البلدان وتشابه نقاط الضعف فيها، وهناك أيضا من أعطى أهمية للاندماج المالي بين الأسواق في عملية انتقال الاضطراب، كما اعتقد البعض أن صناديق المضاربة العالمية لعبت دورا في نقل الأزمات من خلال تصفية أصولها في أسواق معينة عند تحقيق خسائر على أسواق أخرى، وسيتم التطرق لقنوات تدويل الأزمات في المبحث الثاني من هذا الفصل.

- الأزمة المالية العالمية 2008

بعد أزمة الأسواق الناشئة التي تزامنت مع عودة قوية في البلدان الصناعية، عادت رؤوس الأموال لتغذي فقاعة أخرى في الولايات المتحدة، عرفت باسم فقاعة الإنترنت (dot-com bubble)، حيث شهدت السوق المالية الأمريكية ازدهارا كبيرا بزيادة الاستثمارات في القيم التكنولوجية، وارتفعت قيم أسهم شركات الإنترنت وتكنولوجيات الاتصال بشكل مبالغ فيه، ولكن مع بداية سنة 2000 بدأ المتعاملون يشككون في الصحة المالية للقيم التي قاموا بالاستثمار فيها خلال سنوات، مهملين قصر دورة التمويل في تلك الشركات عالية التكنولوجيا، التي كانت تدفعها إلى الإصدار بشكل مستمر، مما أدى إلى اتجاه الأسعار نحو الانخفاض. في مارس 2000 شهدت السوق عمليات بيع مكثفة لأسهم شركات الإنترنت، مما أدى إلى انهيار الأسعار وأعلنت بعض الشركات إفلاسها، كما أفلست شركات أخرى كانت تعتمد على البيع عبر الإنترنت.

مع نهاية آثار الصدمة التكنولوجية، بدأت رؤوس الأموال بتغذية الفقاعة العقارية ابتداء من 2001، حيث تميزت تلك الفترة بالتوسع، وتشجيع القروض من أجل إنعاش الاقتصاد بعد أحداث سبتمبر 2001، وقام بنك الاحتياطيات الفيدرالي بتخفيض معدل الفائدة الرئيسي (معدل الخصم بين البنوك والبنك المركزي)، وتقديم قروض للعائلات ضعيفة الدخل سميت "بالقروض الرهنية"¹، وهي قروض ذات مخاطر عدم تسديد مرتفعة، ومعدلات فائدة متغيرة (حسب تطور أسعار العقار في السوق)، وفترات سداد طويلة، مما سمح لملايين العائلات الأمريكية المتواضعة بامتلاك منازل². كانت معدلات الفائدة ضعيفة جدا في السنوات الأولى بهدف جذب العائلات، حيث لاقت هذه القروض نجاحا كبيرا.

في نفس الوقت، تم تحويل تلك القروض العقارية إلى أوراق مالية متداولة على السوق المالية، وهي تقنية تعرف "بالتوريق"³، وتتميز بكونها أكثر مردودية بالنسبة للبنك وأقل مخاطرة مرتبطة بالإقراض، وأكثر تنوعا لمخاطر الإستثمار، ولقد تضاعف حجم ومعدل تبادل هذه الأوراق المالية بفعل تسابق البنوك نحو زيادة المردودية قصيرة الأجل لعملياتها المالية. وازداد تراكم هذه الأوراق في ميزانيات كل البنوك والأسواق المالية في العالم⁴.

بدأت المشكلة عند قيام بنك الاحتياطيات الفيدرالي برفع معدلات الفائدة ابتداء من 2004، حيث وجدت العائلات المكتتبة صعوبات ثم عجزا نهائيا عن دفع أقساطها، وانطلقت المضاربات على الأوراق المالية المرتبطة بالقروض الرهنية بعد تغير تنقيط وكالات التصنيف حول درجة مخاطرها، مما أدى إلى انهيار السوق المالية، ومن جهة أخرى شهدت أسعار العقارات انخفاضا ابتداء من 2006، الأمر الذي أثر على قيمة الأصول المرهونة لدى البنوك، مما أدى إلى اختلال في ميزانياتها ووقوع الكثير منها في أزمة سيولة، والتي تعمقت أكثر بأزمة ائتمان عند تقلص الإقراض فيما بين البنوك ابتداء من أوت 2007، ونتج عن ذلك انطلاق حالات الذعر البنكي انتهى بإفلاس الكثير من المؤسسات البنكية بشكل متسلسل، نظرا لارتباط أصولها.

توسعت الأزمة المالية إلى الاقتصاد الحقيقي في خريف 2008 عبر ثلاث قنوات: ففي البداية ولدت الأزمة المالية أزمة ثقة لدى كل المتعاملين الاقتصاديين، حيث تقلصت شبكة الإقراض فيما بين البنوك، كما أن

¹ القروض العقارية هي قروض عالية المخاطر (Subprime) لأنها ممنوحة لشريحة زبائن ضعيفة الملاءة، مضمونة بالعقار نفسه، ففي حالة عدم القدرة على التسديد يحصل البنك على ملكية العقار لبيعه.

² Jean-Yves HUWART et Loïc VERDIER, La crise financière de 2008 : une crise de mondialisation ? dans La Mondialisation Economique : Origines et conséquences, Editions OCDE, 2012, P.145.

³ التوريق هو تقنية مالية بنكية تقوم على تحويل الأصول إلى أوراق مالية قابلة للتداول على الأسواق المالية، أي تحويل الخطر إلى جمهور المستثمرين، ومن ثم تحويل علاقة ثنائية بين مقرض ومقرض إلى علاقة سوق بين مقرضين ومستثمرين، ثم تخضع الأوراق المالية إلى عملية تنقيط من طرف وكالات التصنيف لتحديد درجة الخطر المرتبط بها. فمثلا إذا أراد شخص اقتراض 1000 دولار، عليه أن يسدد للبنك 1200 دولار + الفوائد، لكن البنك لن يقرض من موارده وإنما يقوم بتوريق المبلغ (1000 دولار) ليتحول إلى أسهم أو سندات قابلة للتداول في البورصة.

⁴ Ibid, P.146.

العائلات-المتخوفة من البطالة، زادت من عمليات الإدخار وقلصت الإنفاق. ثم فيما بعد، أصبح الحصول على القروض صعبا جدا ومكلفا، مما خلف آثارا سلبية على استثمار العائلات والمؤسسات. وأخيرا أدى انخفاض الطلب إلى تقلص التجارة العالمية، ومن ثم انتقلت الأزمة إلى بقية بلدان العالم المرتبطة تجاريا مع الولايات المتحدة.¹

ولقد أثرت الأزمة على كل من الولايات المتحدة وبريطانيا كمصدر للأزمة، ثم كل من ألمانيا واليابان اللذين تأثرا بشكل غير مباشر من خلال تراجع كبير في النشاط الاقتصادي، نظرا لحساسيتهما الكبيرة للتجارة العالمية، كما عانت فرنسا من تقلص النشاط بفعل تقلص صادراتها، إلا أنها كانت أقل تأثرا بالأزمة بشكل مباشر.² إذن فقد أدى استمرار الأزمة المالية إلى الدخول في حالة ركود اقتصادي عالمي، الذي ترجم بالتراجع السريع في النمو الاقتصادي، مما دفع الحكومات إلى تدخل مكثف من خلال برامج إنعاش اقتصادي ممولة بالديون، إلا أن انجراف السياسات المالية (الميزانية) في بعض البلدان، أدى إلى انطلاق المخاوف من فقاعة "الديون السيادية" في 2010، لتنتقل مرحلة أخرى من الأزمة.³ وسيتم التعرض لآليات انتقال أزمة 2008 إلى كل من أوروبا وبقية العالم في المبحث الثاني من هذا الفصل، بعد التطرق إلى النظريات التي حاولت تفسير بعض الأزمات المالية السابقة، ومحاولة حصر أسبابها.

ب-قنوات تدويل الأزمات

استخدمت الكثير من المصطلحات كأثار العدوى، أو الانتشار، وكذلك انتقال الأزمات للدلالة على عبور مظاهر الاضطراب من اقتصاد لآخر، حيث لا ترتبط آثار الأزمات بحدود البلدان وإنما تتوسع بتوسع العلاقات التجارية والمالية، وهذا يعني زيادة القدرة على الانتشار في النظام بتزايد درجة الاندماج على مستوى الأسواق، أي أن عوامل الانتشار مرتبطة بآليات داخل النظام نفسه. في هذا البحث سيتم استخدام مصطلح "العدوى" عندما يتعلق الأمر بالانتقال المباشر للأزمة بين الأسواق المندمجة في الاقتصاد العالمي، ومصطلح "التدويل" عندما يتعلق بأزمة دولية انطلقا من أزمة اقتصاد مهيمن، وهذا يعني تتبع آثار الأزمات التي انطلقت من الاقتصاديات المتقدمة والتركيز على أزمتي الكساد العظيم في 1929 و الرهن العقاري 2008، مع الاعتماد على الأعمال التي اهتمت بالعدوى في الأسواق الناشئة كقاعدة مهمة لفهم آلية التدويل.

¹ Jean-Charles BRICOGNE, Vincent LAPIGNE et Olivier MONSO, La crise des subprimes : De la crise financière à la crise économique, Note de Conjoncture de mars 2009, INSEE, P.25.

² Idem.

³ Nicolas COUDERC, D'une Crise A L'autre, In Les Politiques Economique A L'preuve De La Crise, Cahiers Français n°359, Novembre/décembre 2010, P.3.

وقد ارتبط مصطلح العدوى في البداية بالأزمات في الأسواق الناشئة، وهي تتمثل في الانتشار الكبير للاضطراب عبر مناطق مختلفة من العالم، وتتشابه هذه المناطق دون شك في بعض الخصائص التي تعمل كآليات لنقل الاختلالات. تكون العدوى في الغالب جهوية، ولكنها قد تنتقل أحيانا بين المناطق، فمن خلال متابعة حالة الاضطراب في "تيكيدا" بالمكسيك التي تسببت في انخفاض مؤشرات بورصة البرازيل بـ 34%، وبورصة الأرجنتين بـ 29%، قد طالت أيضا كل الأسواق الناشئة الأخرى بما فيها الأسواق الآسيوية¹، كما أنه في داخل آسيا، انطلقت الأزمة من تايلندا ثم اندونيسيا وماليزيا والفلبين، ووصلت بعد ذلك في مرحلة ثانية إلى البلدان الأقل تعرضا للأزمة: كوريا الجنوبية، سنغافورة، هونغ كونغ وأخيرا تايوان².

ظهرت أيضا آثار العدوى بعد الأزمة الروسية بظهور اضطرابات في منطقة أوروبا الوسطى والشرقية، حيث انخفضت قيمة كل من الزلوتي البولوني والكورون التشيكي والفلورين الهولندي بحوالي 20%، في حين أن نصيب تجارة هذه البلدان مع روسيا لم يصل إلى 10%³. وعموما اعتبرت مظاهر العدوى دليلا على مدى اندماج تلك الأسواق، وعلى التواصل فيما بين البورصات، وقد اقترحت الكثير من الأبحاث بعد الأزمة الآسيوية لتحليل ظاهرة العدوى في الأزمات المالية وقنوات انتشارها.

ب-1- نظريات العدوى المالية

حاولت هذه النظريات تفسير انتشار أزمات الصرف عبر عدة قنوات،

-القناة الأولى الانتقال عبر المبادلات التجارية: وهي تعتمد على المقاربة النقدية وميزان المدفوعات من جهة وعلى المقاربة الكينزية للاعتماد المتبادل بين الاقتصاديات من جهة أخرى، ففي المقاربة الأولى (في نموذج من بلدين) يؤدي التخفيض في أحد البلدين إلى انخفاض أسعار واردات البلد الثاني، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة الأجنبية في هذا الأخير، وبالتالي انخفاض الاحتياطيات الرسمية، الأمر الذي يزيد من تعرضه لهجمة مضاربة. أما في المقاربة الثانية فإن التخفيض في بلد معين يؤدي إلى تحسن وضعيته ميزانه التجاري، وتدهوره في البلد الآخر، الذي ستستنفد احتياطياته الرسمية، مما يزيد من تعرضه لهجمة مضاربة⁴.

¹ Henri BOURGUINAT, Finance internationale, Op.cit., P.595.

² J. SGARD, L. CADIOU et A. BENASSY-QUERE, La crise asiatique, in Revue Problèmes Economiques, N°2559, Mars 1998, P.8.

³ Henri BOURGUINAT, Op.cit, P.595.

⁴ Mario DEHOVE, Crises Financières : Deux Ou Trois Choses Que Nous Savons D'elles, Conseil d'Analyse Economique, Document de travail, Avril 2003, P.37.

-القناة الثانية الانتقال عبر الترابطات المالية فيما بين الأسواق، حيث يرجعها البعض من المحللين إلى الدائن المشترك بينها، فإذا كانت مجموعة من البلدان تقترض من نفس المقرضين، واختبر أحد هذه البلدان أزمة عملة، فإن المقرضين (المستثمرين) قد يعمدون إلى استدعاء قروضهم في البلدان الأخرى بهدف إعادة رسملة المؤونات، وتعديل مستوى المخاطر في محافظهم المالية. ويرجعها آخرون إلى عدم سيولة الأسواق المالية، فعند حدوث الأزمة في أحد البلدان تجبر الوسطاء الماليين على توفير العملات المحلية للمستثمرين من خلال سحب أموالهم من أسواق أخرى، وبالتالي تخلق اضطرابات في الأسواق كنتيجة لأزمة السيولة في أسواق أخرى، وهناك فريق ثالث يرى أن البلدان التي تظهر أصولها درجة كبيرة من الارتباط مع أصول البلدان التي انطلقت فيها الأزمات تكون أكثر تعرضاً للعدوى¹.

-القناة الثالثة الانتقال عبر توقعات المستثمرين: وتفسير المعلومات المتعلقة بالأسواق المختلفة، فالقراءة المتشائمة للمعلومات في سوق معينة قد يمتد إلى أسواق أخرى، عن طريق التقليد أو بأثر الصدى. وقد كانت هناك عدة محاولات لتفسير الهشاشة لعدوى الأزمات المالية انطلاقاً من نقاط الضعف المشتركة في المتغيرات الاقتصادية الكلية، والنماذج كثيرة في هذا المجال، ولكن سيتم التعرض لنموذجي كل من "ماسون" و"أهلواليا" لأنهما يدخلان متغيرات مهمة بالنسبة لهذه الدراسة.

-القناة الرابعة لانتشار الأزمات الانتقال عبر معدلات الفائدة: في نظام صرف غير متناظر، بمعنى نظام قائم على اقتصاد "مركز"، والذي تشكل عملته عملة مرجعية بالنسبة لبلدان "محيطية"، حيث تثبت هذه الأخيرة عملاتها بالنسبة للعملة المركز، وقد تؤدي أية صدمة لعملة المركز إلى رفع معدلات الفائدة، الأمر الذي قد يؤثر على السياسة النقدية أو سياسة الصرف في البلدان المحيطية. وهذه القناة هي موضوع إشكالية هذا البحث.

لقد أشار "ماسون" إلى **الأثار الموسمية في انتقال العدوى**، فالبلدان تتعرض لنفس الأزمات نتيجة لصددمات مشتركة ناتجة عن عوامل ظرفية، كارتفاع كبير لأسعار النفط بالنسبة للبلدان المستوردة، أو انخفاضها بالنسبة للبلدان المنتجة، تغيرات على مستوى معدلات الصرف (انخفاض في قيمة الدولار) أو أيضاً معدلات الفائدة في البلدان المتقدمة، ويعتقد "ماسون" أن بعض التحولات الاقتصادية في البلدان الصناعية قد تسبب اضطرابات في العديد من الأسواق الناشئة بشكل متزامن، حيث لا يكون السبب الرئيسي هو ضعف سياسات تلك البلدان، ولكن يتعلق الأمر بانفتاحها للاقتراض بعملات أجنبية مما يجعلها أكثر ارتباطاً بالدول الكبرى وأكثر تعرضاً للصددمات الظرفية المشتركة، كما حدث في أزمة المديونية خلال الثمانينات، والتي كانت -

¹Pavan AHLUWALIA, Discriminating contagion: An alternative explanation of contagious currency crises in emerging markets, Working Paper of International Monetary Fund 00/14, February 2000, P.3.

إلى حد كبير- استجابة مشتركة للارتفاع المفاجئ لمعدلات الفائدة في الولايات المتحدة، أو كذلك أثر انخفاض قيمة الدولار مقابل الين في منتصف التسعينات على إضعاف قيمة صادرات بلدان جنوب شرق آسيا.¹

وأشار أيضا إلى **دور الاعتماد المتبادل فيما بين الأسواق في انتقال الأزمات**، أو ما يسمى "انتشار" الاضطراب عبر الأسواق الناشئة كنظام مترابط، حيث أن أي أزمة في بلد قد تكون لها آثار معتبرة على المتغيرات الكلية للبلد المجاور. كما اهتم بالعدوى الصافية أو النفسية، التي تنطوي على الدور الذي تلعبه توقعات المستثمرين وردود أفعالهم في إحداث تغيرات هيكلية عند الصدمات، وتتضمن العدوى الصافية ذلك التغير في التوقعات الذي لا يرتبط بالتغير في هيكل الاقتصاد الحقيقي، وإنما تشكل الأزمة في بلد معين "منها" للمستثمرين إلى بعض نقاط الضعف في الأسواق الأخرى، والتي كانت موجودة في السابق لكنها لم تؤخذ بعين الاعتبار. وتزداد أهمية العدوى النفسية عندما تتعدد التوازنات في الأسواق، أو تتحقق التوقعات ذاتيا.

ب-2- نموذج ماسون للاعتماد المتبادل

اقترح ماسون نموذجا لتوضيح دور التوازنات المتعددة كآلية للعدوى، وكذلك الآثار الموسمية والاعتماد المتبادل تجاريا وماليا. يفترض في هذا النموذج عدم وجود ميل عام للمتغيرات الاقتصادية الكلية، فإذا تجاوزت خدمات الدين الخارجي حدا معيناً، فإن اختلالات الحساب الجاري قد تكون كافية لخلق الأزمة، من خلال التخفيض الذي يتم عندما تصل احتياطات الصرف إلى مستوى حرج (كما في نموذج كروغمان 1979 أو نموذج فلوود وغاربر 1984). وبالتالي فإن التوقعات بظهور أزمة ترتبط بتكلفة الاقتراض (خدمة الدين)، وهي تعتبر متغيراً حاسماً لاحتمال وجود توازنات متعددة، لأن معدلات الفائدة الأجنبية المرتفعة قد تدفع الاحتياطات الرسمية إلى المستوى الذي يتطلب تخفيضاً للعملة.

يتضمن النموذج بلدين ناشئين، الأول هو الاقتصاد المحلي a (وهو في نفس الوقت الاقتصاد المستقبل للعدوى)، أما الثاني فهو الاقتصاد المجاور b ، تعطى معدلات الفائدة في البلدان الصناعية r^* كمتغير خارجي، ثم يفترض أن الاقتصاد المحلي a قد تراكمت مديونيته الخارجية D التي سيدفعها على أساس معدل فائدة متغير، مع افتراض عدم وجود تدفقات جديدة لرأس المال الأجنبي إلى البلد a للتبسيط، وأن السلطات تقوم بتمويل أي عجز (أو فائض) في الميزان الجاري بتغيرات في الاحتياطات الرسمية.

¹Paul MASSON, Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, And Jumps Between Multiple Equilibria, Working Paper 98/142, International Monetary Fund, September 1998, P.5.

إذن فمصدر عدم التأكد في هذا النموذج هو الاختلالات في ميزان التجارة T، فإذا كانت هذه الاختلالات كبيرة كفاية لتجعل الاحتياطات R_t تنخفض إلى مستوى حرج \bar{R} ، تحدث عملية التخفيض. إذا كانت الالتزامات بالعملة المحلية، وكان S_t هو معدل الصرف الحاضر (قيمة العملة الأجنبية)، و S_{t+1} هو معدل الصرف بعد التخفيض، فإن العائد على الالتزامات $E_t \ln$ يعطى حسب العلاقة التالية¹:

$$E_t \ln \left[(1 + r_t) S_{t+1} / S_t \right] \cong r_t - \pi_t \delta$$

هذا يعني وجود خطر مرتبط بعملية التخفيض بالنسبة للمستثمرين $(1 + r_t) S_{t+1} / S_t$ ، ولا بد من تعويضه بمبلغ مساو لمعدل الفائدة r^* ، يطرح منه احتمال حدوث تخفيض π_t مضروبا في مقدار التخفيض δ (بالنسبة المئوية)، علاوة على ذلك يتأثر احتمال وقوع الأزمة بتوقعات إمكانية التوازنات المتعددة. تحدث الأزمة عند الفترة $t + 1$ إذا كان: $R_{t+1} - \bar{R} < 0$ ، وبالتالي عند الفترة t يكون احتمال وقوع الأزمة عند الفترة $t + 1$ معرفا كما يلي:

$$\pi_t = Pr [T_{t+1} - r^* D + R_t - \bar{R} < \pi_t \delta D]$$

إذن تتوقف احتمالية وقوع الأزمة من جهة على المقدار $\pi_t \delta D$ الذي يعبر عن احتمال التخفيض ونسبة التخفيض المتوقعة بالعلاقة مع مبلغ الدين، ومن جهة أخرى على المقدار $T_{t+1} - r^* D + R_t - \bar{R}$ ، الذي يعبر عن العلاقة بين اختلال الميزان التجاري وخدمة الدين وكذلك التغير في الاحتياطات الرسمية، وعادة ما يفترض أن القفز بين التوازنات عشوائي، وبالتالي تكون هناك احتمالية إما البقاء في توازن معين أو الانتقال إلى توازن آخر، كما يفترض أن القفز من توازن "سيء" (عملية تخفيض مثلا) إلى توازن "جيد" لا يكون مباشرا، وإنما قد يمر عبر عدة توازنات سيئة (قبول معدلات بطالة، أو تضخم، أو رفع معدلات الفائدة...)، وترتبط ظاهرة العدوى بالقفز بين التوازنات المتعددة، عندما يقفز البلد إلى توازن سيء في فترة حدوث أزمة مالية في البلد المجاور. وتزداد هشاشة النظام للعدوى بزيادة الدين الخارجي (بمعدلات متغيرة) مصاحبا لاحتياطات رسمية منخفضة، وعندما يكون الميزان التجاري في حالة عجز.

كما اهتم النموذج بإبراز الآثار الموسمية والانتشارية ودورها في ظاهرة العدوى، من خلال التداخلات بين البلد مصدر الأزمة a والبلد مستقبل الأزمة b عبر آثار التنافسية على الميزان التجاري. حيث يفترض أن يكون

¹Ibis, P.8.

الميزان التجاري للبلد a تابعا للوغاريتم سعر الصرف الحقيقي (RER) الذي يعطي تأثيرا w على البلد b ، و x على الولايات المتحدة، والأثر $(1 - w - x)$ على باقي العالم.

تعطى معدلات الصرف الإسمية S_t^a, S_t^b, \bar{S} وهي أسعار العملات المحلية بالدولار للبلدين a و b و باقي العالم على التوالي، فإذا كانت عملتا كل من a و b مثبتتين بالدولار، فإن التخفيض الإسمي لكل عملة سيؤدي إلى تحسن تنافسية البلد مما يؤثر على الميزان التجاري T (بافتراض أن معدلات صرف باقي العالم \bar{S} مستقرة). وتعطى العلاقة بين الميزان التجاري ومعدل الصرف الحقيقي كما يلي:

$$T_t^a = \bar{T} - \beta \cdot RER_t^a + \epsilon_t^a$$

وهذا يعني أن الميزان التجاري للبلد يعتمد على معدل الصرف الحقيقي لعملته، ويتبع هذا الأخير معدلات الصرف الإسمية لعملات كل من البلد a و b وباقي العالم. وتعطى نفس المعادلة بالنسبة للبلد b ، وهنا يكون تقدير احتمال التخفيض في البلد a (π_t^a) أكثر تعقيدا، لأنه يعتمد على إمكانية التخفيض في البلد b (π_t^b). إذن يعتمد احتمال انخفاض احتياطيات البلد a إلى أقل من المستوى الحاسم ($R_t^a < \bar{R}$) على ما إذا كان متوقعا من b أن يخفض عملته بالمقدار δ ، ويعطى هذا الاحتمال بالعلاقة التالية:

$$\begin{aligned} \pi_t^a = (1 - \pi_t^b) \cdot Pr_t [\bar{T} - \beta(S_t^a - wS_t^b - u\bar{S}_t) + \epsilon_t^a - (r^* + \pi_t^a \delta)D^a + R_t^a - \bar{R} < 0] \\ + \pi_t^b Pr_t [\bar{T} - \beta(S_t^a - wS_t^b - w\delta - u\bar{S}_t) + \epsilon_t^a - (r^* + \pi_t^a \delta)D^a + R_t^a \\ - \bar{R} < 0] \end{aligned}$$

يوضح النموذج القنوات الثلاث التي يمكن من خلالها أن تتزامن الأزمات، فالآثار الموسمية قد تأخذ شكل تغير في r^* (مثلا معدلات الفائدة في الولايات المتحدة) أو تغير في \bar{S}_t (مثلا سعر صرف الدولار-الين)، أما آثار الاعتماد المتبادل فهي تأخذ شكل تغير في المستوى الابتدائي لمعدل صرف عملة البلد b وتأثيره على البلد a ، بمعنى احتمال العدوى بتوقعات التخفيض في البلد b (π_t^b)، الذي قد تكون له آثار مباشرة على (π_t^a)¹.

من جهته أشار "أهلواليا" إلى قناة أخرى للعدوى في الأسواق الناشئة هي آثار التشابه بينها، حيث يفترض أن أسواق العملات تتميز بالتوازنات المتعددة، أي أن كل تغير في توقعات المستثمرين قد يسبب انتقالا من توازن لآخر، حتى وإن لم يكن هناك أي تغير في المتغيرات الاقتصادية الحقيقية². حسب "أهلواليا" فإن أي أزمة في بلد معين قد تسبب أزمات ثقة في بلدان أخرى تتميز بنفس الخصائص أو تنتمي لنفس المنطقة

¹Ibis, P.14.

²Pavan AHLUWALIA, Op.cit, P.4.

الجغرافية، لأنها تبدو متشابهة بالنسبة للمستثمرين، ويسمى هذا النوع من العدوى "بالعدوى التمييزية" لأن المستثمرين يميزون (يصنفون) البلدان الضعيفة والقوية اقتصاديا انطلاقا من تلك الخصائص (نقاط ضعف في المتغيرات الاقتصادية الرئيسية أو التواجد في منطقة جغرافية معينة).

إلا أن هذا الطرح لا يعتبر الأزمات معدية فعلا بالمعنى "الوبائي"، وإنما راجعة إلى ضعف مشترك في بعض المتغيرات القاعدية، بمعنى آخر فالأزمة في بلد معين لا تنتقل لبلد آخر، وإنما تحدث في عدة بلدان "لسبب مشترك"¹. ولا يقصد بالتشابه هنا أن المتغيرات الاقتصادية المعنية تأخذ قيما متشابهة أو نفس المستويات، وإنما يتساءل المستثمرون ما إذا كانت نفس المتغيرات ستؤدي إلى نفس التحولات السلبية في البلد المجاور أو المشابه. ومن ناحية أخرى يوسع "أهلواليا" فكرة الموقع لتشمل الترابطات التجارية والمالية بين الأسواق، والتي تصنف بالنسبة للمستثمر في نفس "منطقة الاستثمار"، أو قد يقتنعون بأن مستثمرين آخرين سيصنفون بعض البلدان ضمن نفس المنطقة بغض النظر عن تشابهها أو اختلافها.

اعتمد أهلواليا في نموذجه على عينة من تسعة عشر (19) اقتصادا ناشئا: سبعة بلدان من شرق آسيا، وسبعة من أمريكا اللاتينية، وخمسة آخرين²، وتم اختيار البلدان كونها مندرجة ضمن البورصات الناشئة لمؤسسة التمويل الدولية (أسواق تتميز بحرية استثمار الأجانب)، واعتمد النموذج على دراسة الانحدار بين مؤشرين من جهة وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية من جهة أخرى، حيث اعتمد على "مؤشر الضغط على سعر الصرف"³ لتحديد فترة الأزمة، وهناك ثلاث مؤشرات لقياس الضغط على سوق الصرف، لكن أهمها وهو متوسط مرجح لنسب التغير في سعر الصرف ونسب التغيرات السالبة في الاحتياطات الرسمية، وكلما ارتفعت قيمة المؤشر دل ذلك على شدة الأزمة، ويكتب كما يلي⁴:

$$IND = \left[\left(\frac{1/\sigma_{EX}^2}{(1/\sigma_{EX}^2) + (1/\sigma_{RES}^2)} \right) * EX \right] + \left[\left(\frac{1/\sigma_{RES}^2}{(1/\sigma_{EX}^2) + (1/\sigma_{RES}^2)} \right) * (-1) * RES \right]$$

¹Idem.

²إندونيسيا، كوريا الجنوبية، ماليزيا، الفلبين، تاوان، تايلندا، سنغافورة، الأرجنتين، البرازيل، الشيلي، كولومبيا، المكسيك، البيرو، فنزويلا، الهند، الباكستان، سريلنكا، الأردن، جنوب إفريقيا.

³ طور الاقتصاديون مؤشرا لقياس الضغط على العملة في سوق الصرف، بغرض اكتشاف الكثير من الهجمات المضاربة على عملة معينة، والتي تفشل بتدخل البنوك المركزية إما بواسطة الاحتياطات الرسمية، أو برفع معدلات الفائدة، أو قد تنجح من خلال حدوث عملية تخفيض العملة، فهو إذن مؤشر مركب يضم على الأقل متغيرين من المتغيرات الثلاثة: معدل الصرف، الاحتياطات الرسمية ومعدلات الفائدة.

⁴Ibid, P.30.

وفي هذا النموذج تم حساب المؤشر شهريا خلال فترات الأزمات المحددة في الدراسة بثلاث فترات: الأولى (نوفمبر 1994-أفريل 1995) والثانية (ماي 1997-أكتوبر 1997) وأخيرا الثالثة (جويلية 1998-أكتوبر 1998).

المؤشر الثاني المعتمد هو "متغير مؤشر العدوى التمييزية"، وهو قائم على سبعة متغيرات اقتصادية كلية هي: معدل الارتفاع في سعر الصرف الفعلي الحقيقي (RER) خلال الفترة المعنية (%). نسبة الزيادة في الصادرات خلال نفس الفترة (EXP)، نسبة الكتلة النقدية M_2 إلى احتياطات الصرف (M_2)، التغير في أسعار الأسهم خلال الفترة المدروسة (ST)، تغير نسبة القرض المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي ($CRED$)، نسبة الدين قصير الأجل إلى الاحتياطات (SD) خلال السداسي السابق مباشرة للأزمة، وأخيرا نسبة العجز في الميزان الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي (CAD).

وهناك ثلاثة معاملات لمتغير مؤشر العدوى التمييزية، المعامل الأول هو (CT) الذي يسجل عدد البلدان في حالة أزمة، والتي لديها إشارة مشتركة على الأقل مع البلد المحدد الذي تؤخذ الملاحظة بالنسبة إليه. ثم هناك متغير مؤشر العدوى الثاني هو CR الذي يبنى بنفس الطريقة إلا أنه يحصي الإشارات من نفس المنطقة الجغرافية للبلد المعني، وأخيرا متغير مؤشر العدوى الثالث $WC1$ فهو يختبر وجود "الإشارات التحذيرية" عند انطلاق الأزمات في أحد البلدان، فهو يختبر إلى أي مدى يمكن للتشابهات بين البلدان أن تساعد في تفسير التغيرات في مؤشر الأزمة، من خلال قياس عدد الإشارات المشتركة مع بلد انطلاق الأزمة.

ثم قام أهلواليا بدراسة الانحدار بين مؤشر الضغط على سعر الصرف (IND) والمتغيرات الاقتصادية السبعة المعرفة سابقا من جهة، ومتغير مؤشر العدوى التمييزية من جهة أخرى، باستخدام معادلة الانحدار التالية:

$$IND = \beta_1 + \beta_2(M_2) + \beta_3(CRED) + \beta_4(RER) + \beta_5(EXP) + \beta_6(ST) + \beta_7(SD) + \beta_8(CAD) + \beta_9(CT) + \varepsilon$$

ومن خلال متابعته لتطورات المتغيرات السابقة خلال الفترات المدروسة وعلاقتها بالمؤشرات السابقة، استطاع التوصل إلى تحديد أهمية القوة التفسيرية لمتغيرات مؤشرات العدوى القائمة على المتغيرات الاقتصادية في تفسير العدوى التمييزية بين البلدان الناشئة، كما استطاع توضيح أثر الإشارات التحذيرية أو التشابهات بين بلدان انطلاق الأزمات والبلدان المستقبلية لها.

المحور السابع:

المؤسسات النقدية والمالية الدولية

قبل نهاية الحرب العالمية الثانية فكرت الولايات المتحدة وحلفاؤها في إقامة نظام عالمي اقتصادي جديد، قائم على التعاون والتشارك فيما بين أعضائه، ومن شأنه ضمان السلام في العالم وتفادي الصراعات الاقتصادية والسياسية بين البلدان، اعتمد النظام العالمي الجديد لما بعد الحرب على "الحكومة العالمية" كطريقة لإدارة العلاقات الدولية في مختلف المجالات السياسية والاقتصادية والاجتماعية والثقافية، تكون النظام العالمي الجديد من نظامين: نظام منظمة الأمم المتحدة ونظام بروتن وودز.

الأهداف التعليمية

- الهدف الأول: التعرف على مفهوم الحكومة العالمية؛
- الهدف الثاني: فهم دور مؤسسات بروتن وودز في المجال النقدي والمالي؛
- الهدف الثالث: التعرف على المؤسسات النقدية والمالية الإقليمية .

أولاً: الحوكمة العالمية في المجال النقدي والمالي

قبل نهاية الحرب العالمية الثانية فكرت الولايات المتحدة وحلفاؤها في إقامة نظام عالمي اقتصادي جديد، قائم على التعاون والتشارك فيما بين أعضائه، ومن شأنه ضمان السلام في العالم وتفادي الصراعات الاقتصادية والسياسية بين البلدان، مما دفع إلى طرح إشكالية "الحوكمة العالمية"، التي تتساءل حول كيفية إدارة العالم دون حكومة فوق قومية، وهي مجموعة "الجهود الجماعية لتحديد وفهم ومعالجة المشاكل العالمية التي تتجاوز قدرات الدول المنفردة لحلها، فهي القدرة الجماعية وفي إطار نظام دولي على تقديم خدمات ومنافع عمومية مشابهة لتلك التي تقدمها الحكومات وفي ظل عدم وجود حكومة عالمية"¹، يمكن النظر إليها "كمزيج من القيم والقواعد والمعايير والإجراءات والممارسات والسياسات الرسمية وغير الرسمية، وكذلك المنظمات بمختلف أنواعها، كل تلك العناصر التي توفر درجة مهمة من التنظيم والاستقرار والقدرة على التنبؤ على المستوى العالمي"².

الإطار (2): نظرة عامة حول مفهوم المنظمات الدولية

قامت هندسة النظام العالمي الجديد على نظامين متوازنين، هما: - نظام الأمم المتحدة، - نظام بروتن وودز

نظام الأمم المتحدة: تم إنشاؤه مباشرة بعد انتهاء الحرب العالمية الثانية من طرف الحلفاء، بعد الإمضاء على تأسيس منظمة الأمم المتحدة في 26 جوان 1945 بسان فرانسيسكو والتي تمثل هدفها الرئيسي في حفظ السلام والأمن الدوليين.

نظام بروتن وودز: اتفق الحلفاء على إقامته قبل انتهاء الحرب العالمية الثانية، كان ذلك في 22 جويلية 1944 بقرية نيوهامبشير في مدينة بروتن وودز الأمريكية، وهو عبارة عن اتفاقية متعددة الأطراف هدفها تنظيم العلاقات النقدية والمالية والتجارية على المستوى الدولي.

المنظمات الدولية

تعرف المنظمة الدولية بصفة عامة على أنها "اتفاق مؤسسي بين أعضاء من النظام الدولي، بغرض تحقيق أهداف وفقا لشروط نظامية تعكس صفات وتطلعات واهتمامات الدول الأعضاء، وتمثل قاعدتها الأساسية هي سيادة الدولة القومية، وهي أشكال تنظيم قانوني لأغراض متعددة، منها السياسية، حيث تمثل المنظمات أطرافا فاعلة في السياسة الدولية مع قدراتها المعتبرة في مجال التوسط بين الدول وحل النزاعات، وكذلك الحفاظ على السلم وتطبيق العقوبات على الدول.

Source: Sterian Maria Gabriela, The Role Of International Organizations In The Global Economic Governance- An Assesment, in Romanian Economic And Business Review – Special Issue, 2013

¹ Félix Chidozie and Oluwatobi O.Aje, International Organization and Global Governance Agenda : SDG_s as A Paragon, in AUDRI, Vol.10, n° 1/2017, P.44.

² Thomas G.Weiss, Global Governance : Why ? What ? Whither ?, Editions Wiley, New Jersey, USA, May 2013, P.32.

إذن فإن أهم الأفكار المرافقة للحكومة العالمية أو الحكومة الشاملة تتمحور حول التعاون الدولي والإدارة في ظل عدم وجود حكومة فوق قومية، أما مجالات التعاون فهي متنوعة بما يضمن الترابط الدائم بين مكونات النظام العالمي الجديد القائم مع نهاية الحرب العالمية الثانية، بما يسمح -نظريا- بتعميم الشعور بوجود نقائص في كل مكان عبر العالم ومحاولة إيجاد حلول لها بشكل جماعي وبإمكانيات جماعية.

1-هندسة النظام المالي العالمي

لقد قامت هندسة النظام العالمي الجديد على نظامين تم تأسيسهما بالتوازي هما:

أ-نظام الأمم المتحدة الاجتماعي السياسي

تم إنشاؤه مباشرة بعد انتهاء الحرب العالمية الثانية من طرف الحلفاء، بعد الإمضاء على تأسيس منظمة الأمم المتحدة في 26 جوان 1945 بسان فرانسيسكو، وتمثل هدفها الرئيسي في حفظ السلام والأمن الدوليين، مستفيدة من تجربة "عصبة الأمم" التي تأسست على أنقاض الحرب العالمية الأولى بموجب ميثاق فرساي في 1919، ولكن أهم ما ركز عليه نظام الأمم المتحدة في المادة الأولى من ميثاق تأسيسه هو ضرورة "التعاون الدولي" كآلية لحل المشاكل ذات الطابع الاقتصادي والاجتماعي والثقافي والإنساني وكذلك السياسي.¹

هناك عدة هيئات فرعية ومؤسسات متعاونة ترتبط بمنظمة الأمم المتحدة تقوم بأدوار متعددة تندرج ضمن الأهداف المتنوعة للأمم المتحدة ذات الطابع الاجتماعي والسياسي، يتم توضيحها في الإطار (3).

¹ Pierre Jacquet, Jean Pisani-Ferry et Laurence Tubiana, Gouvernance Mondiale, Rapport De Synthèse, Conseil d'Analyse Economique (CAE), Paris, Editions La Documentation Française, mai 2002, P.146.

الإطار (3): منظمات نظام الأمم المتحدة

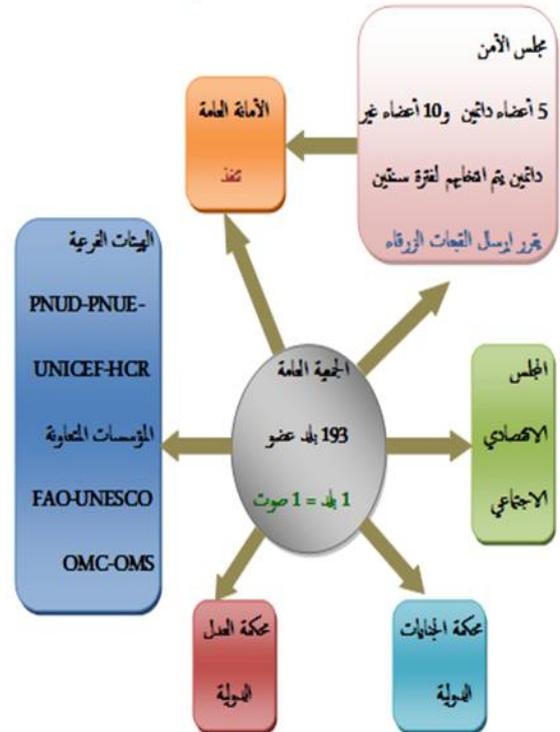
الهيئات الفرعية والمؤسسات المتعاونة

تم خلق عدة منظمات متخصصة تحت غطاء منظمة الأمم المتحدة، تهتم كل منها بجانب من الجوانب السابقة وتنشط ضمن شبكة علاقات وظيفية وتتمتع بنوع من الاستقلالية فيما يتعلق بالمجالات السياسية والدبلوماسية التقليدية، بالإضافة إلى الهيئات الفرعية التي يتم خلقها من طرف الجمعية العامة أو مجلس الأمن كأجزاء مدمجة في المنظمة مثل: برنامج الأمم المتحدة للتربية (UNDP) وبرنامج الأمم المتحدة للبيئة (PNUE) وصندوق الأمم المتحدة للطفولة (UNICEF)، والمفوضية السامية لشؤون اللاجئين (HCR).

هناك أيضا المؤسسات المتخصصة التي لديها علاقة تعاون مع منظمة الأمم المتحدة، لكنها تخلق عن طريق اتفاقيات فيما بين الحكومات، وتكون لديها صفة "منظمة" حيث تكون قادرة على التفاوض والتعاقد مع منظمات أو هيئات أخرى كمنظمة الصحة العالمية (ONS)، منظمة الأغذية والزراعة (FAO)، منظمة التربية والعلم والثقافة (UNESCO)، وكذلك المنظمة العالمية للتجارة (OMC).

Source: Pierre Jacquet, Jean Pisani-Ferry et Laurence Tubiana, Gouvernance Mondiale, Rapport De Synthèse, Conseil d'Analyse Economique (CAE), Paris, Editions La Documentation Française, mai 2002

الهيئات المرتبطة بمنظمة الأمم المتحدة



ب- نظام بروتن وودز النقدي والمالي

اتفق الحلفاء على إقامته قبل انتهاء الحرب العالمية الثانية، كان ذلك في 22 جويلية 1944 بقرية نيوهامبشير في مدينة بروتن وودز الأمريكية، وهو عبارة عن اتفاقية متعددة الأطراف هدفها تنظيم العلاقات النقدية والمالية والتجارية على المستوى الدولي، وتم تصميم مؤسسات نظام بروتن وودز بطريقة تكاملية، من خلال وضع مؤسسة نقدية دولية متمثلة في صندوق النقد الدولي (FMI)، تتولى عملية المعالجة لمسائل موازين المدفوعات وضمان استقرار أسعار الصرف بين عملات النظام، إلى جانب مؤسسة مالية دولية متمثلة في البنك الدولي للإنشاء والتعمير (BIRD)، والتي وجهت مهامها في البداية نحو إعادة إعمار البلدان المتضررة من الحرب، لتتطور فيما بعد نحو النشاطات التنموية للبلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي، وذلك من خلال منح تمويلات وتوجيهها نحو القطاعات التنموية بهدف تخفيض معدلات الفقر عبر العالم، وتشارك المؤسسات

في الكثير من النقاط فيما يتعلق بالمساهمة في تنمية البلدان التي تواجه صعوبات اقتصادية ومالية، إلا أن هذا التداخل بين مجالهما غير ثابت في الزمن¹.

ثانياً: أهم المؤسسات النقدية والمالية الدولية

1- صندوق النقد الدولي

تم إنشاء صندوق النقد الدولي (IMF) في يوليو 1944 في مؤتمر دولي عقد في بریتون وودز. وقد جاء إنشائها نتيجة لرغبة الدول المؤسسة الـ 44 في إنشاء إطار دولي للتعاون الاقتصادي، واليوم يضم صندوق النقد الدولي 189 دولة، تمثل الوظيفة الأساسية لصندوق النقد الدولي في ضمان استقرار النظام النقدي الدولي (IMS) وإدارة الأزمات النقدية والمالية. وتحقيقاً لهذه الغاية، يقدم البنك القروض للبلدان التي تعاني من صعوبات مالية تهدد استقرار نظامها المالي.

ولإنجاز هذه المهمة، يمتلك صندوق النقد الدولي موارده المالية الخاصة بالإضافة إلى منظمة محددة. ومع تزايد الطلب على صندوق النقد الدولي لصياغة توصيات السياسة الاقتصادية، تعرض صندوق النقد الدولي لانتقادات بسبب توصياته الموجهة إلى البلدان النامية، ولكن أيضاً بسبب تلك التي اقترحتها على البلدان المتقدمة لإدارة العواقب التي خلفتها الأزمة المالية في عام 2008².

أ- دور صندوق النقد الدولي قبل 1976

في الأصل، كان دور صندوق النقد الدولي يتلخص في تعزيز الاستقرار النقدي من أجل الحفاظ على سياق ملائم لنمو التجارة العالمية مع منح القروض لبعض البلدان التي تواجه صعوبات في سياق إعادة الإعمار في مرحلة ما بعد الحرب.

عمل صندوق النقد الدولي بعد ذلك كضامن للأداء السليم لنظام بروتون وودز النقدي الذي كان يعتمد على أسعار صرف ثابتة قابلة للتعديل بشكل هامشي (مبدأ استقرار معدلات الصرف بين عملات كل الدول الأعضاء) حيث تلجأ بعض البلدان (في حال عدم قدرتها على تثبيت قيمة عملتها ضمن هامش 1٪

¹ La Commission Des Finances, De L'Economie Générale Et Du Plan, Les Activités Et Le Contrôle Du Fond Monétaire International Et De La Banque Mondiale, Rapport d'Information n°2801, Le 13 décembre 2000, P.33.

² La Finance Pour Tous, Fonds monétaire international, Mise A Jour Le 06 Février 2023, at FPT Website on The Link (<https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/acteurs-de-la-finance/institutions-financieres-internationales/fonds-monetaire-international/>) Consulté le 09/01/2024.

المنصوص عليه في اتفاقية بروتن وودز)، إلى التعديلات النقدية (تخفيض قيمة العملة أو إعادة التقييم)، ويتم بموافقة مسبقة من صندوق النقد الدولي إذا كانت أكبر من 10%¹.

ولتفادي هذا الإجراء، عمل صندوق النقد الدولي كوسيط مالي لصالح الدول الأعضاء، التي يُطلب منها أن تدفع له سنويًا "حصة" يختلف مقدارها وفقًا للقوة الاقتصادية للبلد، والتي يتم قياسها بحد ذاتها. الناتج المحلي الإجمالي وأهمية تجارتها الخارجية، وفي حالة وجود خلل في ميزان مدفوعاتها من شأنه أن يهدد القيمة الخارجية لعملة، يمكن لكل دولة عضو أن تحصل تلقائيًا على 25٪ من حصتها ("حق السحب")، وذلك لتمكينها من دعم عملتها الوطنية من خلال شرائه في سوق الصرف الأجنبي. وإذا رأى صندوق النقد الدولي أن ذلك ضروري، فيمكنه أن يقرض هذا البلد ما يصل إلى 125% من حصته (فهي عملية شراء عملة أجنبية داخل الصندوق بواسطة سحبات من حصتها لديه والمقيمة بعملة المحلية وهي تسمى عملية "الشراء داخل الصندوق" وعند عودة التوازن أو الفائض في ميزان مدفوعاتها تعيد العملة الأجنبية للصندوق لتعيد شراء عملتها وتعيد حصتها كما كانت، تسمى هذه العملية "إعادة الشراء داخل الصندوق").

-مشروطة الصندوق

يخضع منح هذه الاعتمادات (السحوبات) لمشروطة؛ حيث يتعين على الدولة الطالبة للسلفة أن تنخرط في سياسات التكييف أو التثبيت التي يوصي بها الصندوق وذلك لمعالجة أسباب انخفاض قيمة عملتها، وبالإضافة إلى ذلك يتعهد كل بنك مركزي وطني بتبادل، بالذهب أو الدولار، أي مبلغ بالعملة الوطنية يقدمه أي بلد آخر عضو؛

لكن ابتداء من الستينيات، ومع قيام الولايات المتحدة بتمويل حرب فيتنام وتطوير المحطات الفضائية من خلال اللجوء إلى زيادة إصدار الدولار، مما تسبب في ارتفاع التضخم وفقدان الثقة في العملة الأمريكية وهو الأمر الذي جعل الدول تتوجه أكثر إلى تحويل احتياطياتها الدولارية إلى ذهب لدى بنك الاحتياطيات الفيدرالي (مبدأ قابلية تحويل الدولار إلى ذهب)، وزاد من نزيف الذهب إلى خارج الولايات المتحدة الأمريكية، وبالتالي تراجع قدرة بنك الاحتياطي الفيدرالي على ضمان قابلية تحويل الدولار.

في 15 أغسطس 1971، أوقفت الولايات المتحدة تحويل الدولار الأمريكي إلى ذهب، وبذلك وضعت حدًا للنظام النقدي الذي نصت عليه اتفاقيات بروتن وودز. اختفى نظام سعر الصرف الثابت نهائيًا في مارس

¹ Idem,.

1973 وتم اعتماد نظام سعر الصرف المعموم رسميًا بموجب اتفاقيات جامايكا في يناير 1976، وبهذا اختفى الدور الأولي الرئيسي لصندوق النقد الدولي، وهو ضمان استقرار أسعار الصرف في حدود 1%.

ب- حقوق السحب الخاصة (DTS)

أنشأ صندوق النقد الدولي حقوق السحب الخاصة في عام 1969 لدعم نظام بروتن وودز للأسعار الثابتة. كان مطلوبًا من أي دولة عضو أن يكون لديها احتياطات رسمية (مقتنيات البنك المركزي من الذهب والعملات القابلة للتحويل لبدء من 1958 تاريخ بداية قابلية تحويل العملات الأوروبية واليابانية)، وذلك بهدف إعادة شراء عملتها الوطنية في أسواق الصرف الدولية، إذا احتاجت الدفاع عن سعر صرفها، لكن المعروض الدولي من هذه الأصول الاحتياطية الرئيسية، لم يكن كافيًا لدعم توسع التطورات التجارية والمالية في تلك الفترة، دفع المجتمع الدولي نحو إنشاء أصول احتياطية عالمية جديدة تحت رعاية صندوق النقد الدولي.

لكن مع نهاية نظام بروتن وودز وقيام نظام سعر الصرف المعموم ابتداء من 1976، جعل هذا الدور الأساسي لحقوق السحب الخاصة غير فعال، لكنها تتولى منذ ذلك الوقت وظيفتين هما:

-على الرغم من أنها ليست عملة في حد ذاتها، إلا أنها تشكل وحدة حسابية لصندوق النقد الدولي وبعض المنظمات الدولية الأخرى مثل البنك الدولي.

-تمثل أصلاً افتراضياً على العملات القابلة للتحويل، حيث يمكن للدول التي تمتلك حقوق سحب خاصة أن تحصل على هذه العملات في مقابل حقوق السحب الخاصة سواء على أساس اتفاقيات التبادل بين الدول الأعضاء، أو عن طريق صندوق النقد الدولي حيث يمكنه أن يطلب من دولة عضو تتمتع بمركز خارجي قوي (الأصول المحتفظ بها في الخارج أكبر من الديون المتعاقد عليها مع كيانات أجنبية) أن تحصل على حقوق السحب الخاصة من البلدان الأعضاء ذات المركز الخارجي الضعيف¹.

-يستطيع صندوق النقد الدولي تخصيص حقوق السحب الخاصة للدول الأعضاء بما يتناسب مع حصصها. وتزود هذه المخصصات كل دولة عضو بأصول احتياطية دولية مجانية وغير مشروطة.

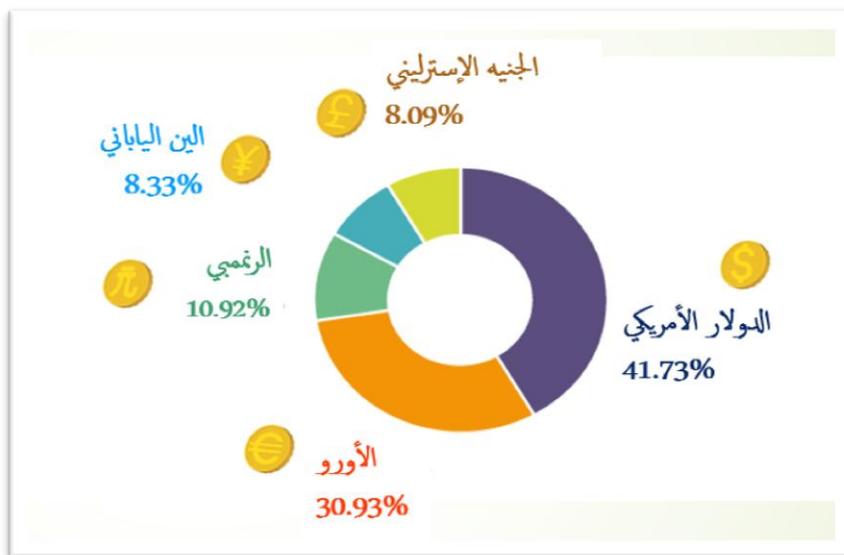
¹FMI, Les droits de tirage spéciaux (DTS), Fiche technique, 20 aout 2012.

تطور قيمة حقوق السحب الخاصة

حددت قيمة حق السحب في البداية بـ0.888671 غرام من الذهب وكانت تساوي آنذاك 1 دولار، وبعد انهيار نظام بروتن وودز في 1973، تم تحديد قيمة حقوق السحب الخاصة على أساس سلة من عملات مرجعية، حيث يتم الإعلان يوميا عن القيمة المقابلة لحق السحب بالدولار في الموقع الإلكتروني للصندوق، وتمثل القيمة المعلنة مجموع أوزان العملات معبرا عنها بالدولار على أساس سعر الصرف المسجل كل يوم عند منتصف النهار ببورصة لندن، وتراجع الأوزان بالسلة كل 5 سنوات.

الشكل الموالي يقدم صورة عن أهمية العملات ضمن سلة (DTS)، ويلاحظ إدخال العملة الصينية خلال السنوات الأخيرة في عملية تحديد قيمة وحدات حقوق السحب الخاصة، وذلك راجع لتزايد أهميتها ضمن العملات المستخدمة في تسوية عمليات التجارة الدولية وكذلك تدفقات الاستثمار.

الشكل (14): أوزان العملات الرئيسية في وحدة حقوق السحب الخاصة



Source : La Finance Pour Tous, Fonds monétaire international, Mise A Jour Le 06 Février 2023, at FPT Website on The Link (<https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/acteurs-de-la-finance/institutions-financieres-internationales/fonds-monetaire-international/>) Consulté le 09/01/2024.

ت-دور الصندوق بعد 1976

منذ انهيار نظام بروتن وودز وتعويضه بنظام الصرف المعموم بعد مؤتمر جامايكا 1976، تقلص دور صندوق النقد الدولي واقتصر على تسيير بسيط لاختلالات موازين مدفوعات الدول الأعضاء، ولكن مع انطلاق أزمة المديونية منذ 1982، وجد الصندوق لنفسه دورا جديدا في إدارة الأزمة من خلال لعب دور الوسيط بين الدول الدائنة (الممثلة بنادي باريس للمقرضين الرسميين) وكذلك البنوك الدائنة (الممثلة بنادي لندن

للقروض الخاصة) من جهة والدول المدينة العاجزة عن الدفع من جهة أخرى، وهكذا تطور دور الصندوق من خلال استقبال "رسائل النوايا"، وهي رسالة تلتزم فيها الدولة المدينة باتباع برامج الاستقرار الاقتصادي وبرامج التصحيح الهيكلي التي تعدها فرق الخبراء داخل الصندوق، والتي تهدف لمساعدتها على تحقيق فوائض مستقبلية وضمن ملاءمتها أمام كل من نادي باريس ونادي لندن، وهو شرط ضروري لقبول إعادة جدولة ديونها.

ابتداء من 1997، ومع انطلاق الأزمة المالية في الأسواق الناشئة بجنوب شرق آسيا، والتي انتقلت إلى البرازيل ثم عادت إلى روسيا مع نهاية التسعينات، ثم انفجار الفقاعة التكنولوجية في بداية سنوات الألفين، وتلتها الأزمة المالية العالمية في 2008، عمل صندوق النقد الدولي على تقديم المساعدات المالية وكذلك المساعدات التقنية بغرض تفادي الآثار السلبية للأزمات، كما عمل على وضع ما يعرف "بأنظمة التحذير المبكر" لتوقع حدوث الاضطرابات المالية والعمل على تفاديها أو ما يسمى "رجل الإطفاء النقدي".

تطور إذن دور الصندوق ليلعب دور "مقرض الملاذ الأخير" في النظام المالي الدولي، وبالتالي يظهر على أنه "البنك المركزي للبنوك المركزية والخزائن العامة"، ولكن في نفس الوقت يجب على صندوق النقد الدولي أن يضمن الاستخدام السليم للأموال المخصصة للبلدان، ولهذا فهو يشترط على الدول في مقابل مساعداته المالية لها أن تتبنى الإصلاحات الاقتصادية التي يوصي بها.

2-مجموعة البنك العالمي

تأسس في 27 ديسمبر 1945، بموجب اتفاقية بروتون وودز، وسمي آنذاك بالبنك الدولي للإنشاء والتعمير، كانت مهمته الأساسية هي مساعدة الدول الأوروبية واليابان في عملية إعادة بناء اقتصادياتها بعد الحرب العالمية الثانية، بدأ عمله في 1946، ولكن ابتداء من 1948 وبعد تكفل مشروع مارشال ببناء أوروبا، تحول اهتمام البنك نحو المساعدات التنموية وتشجيع النمو في الدول النامية بإفريقيا وآسيا وأمريكا اللاتينية.

أ-دور البنك في النظام المالي الدولي

- هو بنك يقوم بإقراض جزء كبير من أمواله بأسعار فائدة منخفضة للبلدان ذات الدخل الوسيط (بين 1505 و5445 دولار للفرد سنويا) شرط ألا تكون هذه البلدان قادرة على الحصول على التمويل في ظروف عادية.

- توجه قروض البنك لتمويل مشاريع تنموية ذات أهداف إنتاجية لدفع النمو الاقتصادي في الدول النامية، تقدم عادة للحكومات أو يتم ضمانها من طرف الحكومات إذا قدمت للخواص، كما تخضع قرارات الإقراض لمعايير اقتصادية بحتة.

فيما يتعلق بموارد البنك، فإن كل بلد عضو يساهم في رأس مال البنك وبالتالي فإن القروض الممنوحة له لا يمكن أن تتجاوز رأس المال المكتتب + الاحتياطيات. 85% من موارد البنك تتمثل في إصدارات على السوق المالية، ونظرا لأهمية دوره ونشاطه فإنه يعتبر من أهم المتعاملين على الأسواق الدولية لرأس المال، وبالإضافة إلى لإصدار السندات يقوم البنك بإصدار أوراق قصيرة الأجل (5% من موارده)، كما يمكن للبنك الاقتراض من البنوك التجارية.

تتراوح مبالغ القروض بين 15 و 20 مليار دولار سنويا، ومدتها من 15 إلى 20 سنة، كما أن عملة التسديد تبدأ بعد فترة سماح بين 3 إلى 5 سنوات، تراجع أسعار الفائدة كل ستة أشهر.

ب- المؤسسات التابعة للبنك الدولي

ترتبط بالبنك العالمي أربعة مؤسسات أخرى:

- **الوكالة الدولية للتنمية (AID):** تأسست في 1969 نظرا لصعوبة شروط الاقتراض من البنك بالنسبة لبعض البلدان شديدة الفقر، حيث تمنح هذه الوكالة قروضا تصل مدتها إلى 40 سنة مع فترة سماح تمتد إلى 10 سنوات، كما أنها لا تفرض معدلات فائدة وإنما عمولة بسيطة تقدر بـ 5% من المبلغ المقدم، وتوجه قروضها للبلدان ذات الدخل أقل من 740 دولار للفرد سنويا. وتمول هذه الوكالة من طرف اكتتابات ومساهمات الدول الصناعية بالإضافة إلى مساهمة البنك.

- **مؤسسة التمويل الدولية (SFI):** تأسست في 1956 بهدف ترقية القطاع الخاص في الدول النامية وذلك بتقديم قروض للمشاريع أو بالدخول كشريك في رأس المال بنسب صغيرة لا تتعدى 25% من تكلفة المشروع، كما أن إمضاءها الممتاز (التصنيف AAA) يسمح بالحصول على التمويل بشروط جيدة في السوق المالية أو لدى البنوك التجارية، وتقوم المؤسسة بدراسة المشاريع على أساس عدة معايير ومن خلال تحليل أثارها الاقتصادية الكلية.

- **الوكالة متعددة الأطراف لضمان الاستثمارات (AMGI):** تأسست في 1988 تضم 150 دولة عضو، وتشجع هذه الوكالة على المساهمة في المؤسسات الاقتصادية بالدول النامية أو الاستثمار المباشر فيها، وتسعى إلى إزالة القيود والحواجز غير التجارية أمام الاستثمارات الدولية.

- المركز الدولي لتسوية النزاعات المتعلقة بالاستثمارات (CIRDI): تأسس في 1966، هدفه حل المنازعات في القطاع الخاص والمتعلقة بالاستثمار.

يشار أن مصطلح "البنك العالمي BM" يطلق على مجموع المؤسستين البنك الدولي للإنشاء والتعمير BIRD والجمعية الدولية للتنمية IDA معا، وأن مجموعة البنك العالمي يقصد بها مجموع ثلاث مؤسسات وهي كل من البنك العالمي BM، مؤسسة التمويل الدولية IFC والوكالة متعددة الأطراف لضمان الاستثمارات MIGA¹.

ت-تطور دور البنك العالمي

لقد تغيرت طبيعة المشاريع الممولة من طرف البنك بتطور المتغيرات الاقتصادية على الساحة العالمية، فقد كان البنك خلال الخمسينات والستينات يعطي أولوية لتمويل مشاريع البنية التحتية (النقل والطاقة)، ثم تحولت الأولوية للمشاريع التي تسمح بتحسين الدخل وتوزيعه فاهتم بتعزيز التعليم وتنظيم الولادات، تنمية القطاع الزراعي...، أما خلال الثمانينات، ومع انفجار أزمة المديونية، فقد ازداد حجم القروض الممنوحة من طرف البنك لتمويل برامج التصحيح الهيكلي القائمة على مبدأ المشروطة (التحكم في النفقات العمومية، التحرير التجاري، الخوصصة..) وكان هناك مجال للمشاورات بين البنك والصندوق لإعداد بعض جوانب العملية.

خلال التسعينات، تركز اهتمام البنك العالمي حول مكافحة الفقر، حيث تبنى مع صندوق النقد الدولي ومجموعة من الدائنين متعددي الأطراف وثنائي الأطراف في 1996، مساعدات استثنائية لتخفيض الديون الخارجية إلى مستوى أدنى في إطار ما يعرف "المبادرة لصالح البلدان الفقيرة شديدة المديونية"، وفي 1999 قامت المؤسسة بتعريف الإطار الاستراتيجي لمكافحة الفقر وذلك من خلال توجيه المساعدات نحو المواقع الاستراتيجية في المجتمعات الفقيرة لتحسين فرصها في التنمية الاقتصادية.

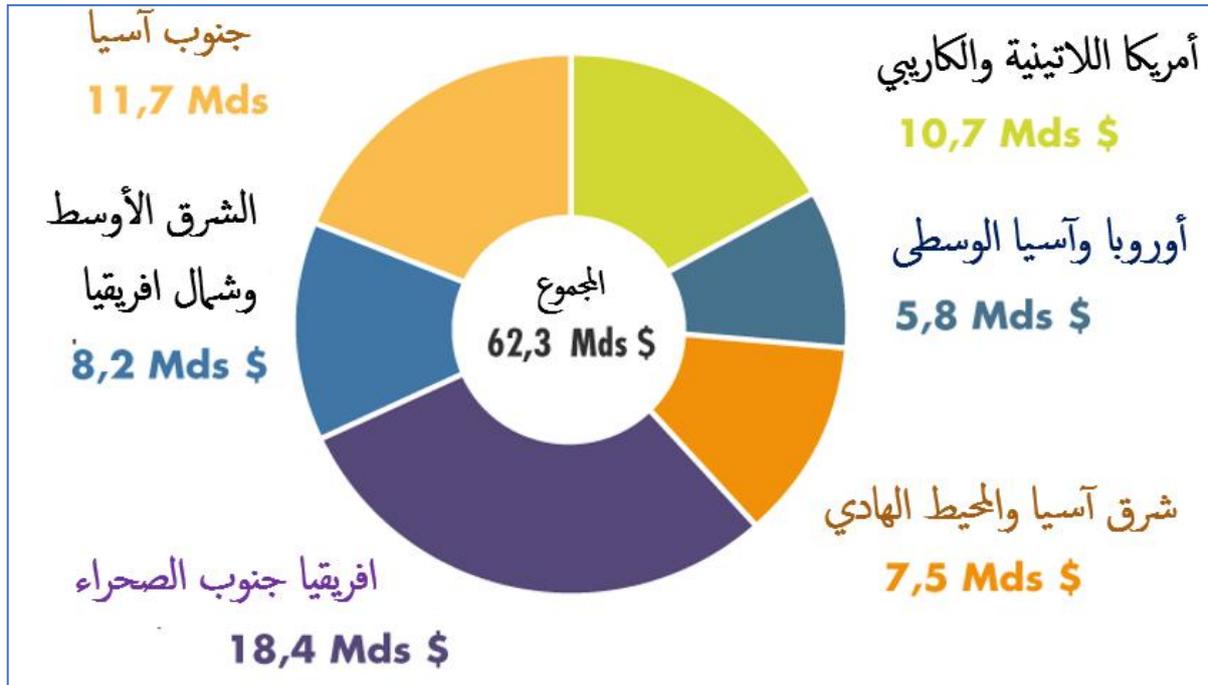
حاليا يقدم البنك الدولي الدعم للدول النامية فهو يتدخل لصالح البلدان النامية من خلال منح القروض بأسعار فائدة منخفضة، أو ائتمانات بدون فوائد أو حتى التبرعات أحيانا، كما يمنح ضمانها لتغطية مخاطر التخلف عن سداد خدمات الديون لبعض الدول التي تقترض من الأسواق المالية، يتدخل البنك الدولي أيضا

¹ أسماء بلمهوب وعبد النعيم دفرور، التعاون الدولي في مجال التعليم العالي كهدف للتنمية المستدامة -حالة مبادرة استدامة التعليم العالي- في مجلة أبحاث ودراسات التنمية، المجلد (08) / العدد (2)، ديسمبر، 2021، ص.13.

لصالح الشركات الخاصة في البلدان النامية، إما في شكل استثمار في رأس المال (مساهمة في رأس المال)، أو في شكل ضمان يهدف إلى تغطية مخاطر الائتمان للبنوك التي تقرض الأموال¹.

من ناحية أخرى، يقدم البنك الدولي الدعم للدول النامية في شكل استشارات استراتيجية ودراسات وتحليلات ومساعدات فنية، وكثيراً ما تشكل هذه التدخلات شرطاً أساسياً لعمليات التمويل التي يقوم بها البنك، الشكل الموالي يقدم توزيعاً جغرافياً للمبالغ التي قدمها البنك الدولي في شكل قروض وتبرعات واستثمارات في الأسهم وضمائن لصالح البلدان الأعضاء وشركاتها الخاصة، وذلك في سنة 2019 حيث بلغت هذه المبالغ في مجملها ما مجموعه 62.3 مليار دولار.

الشكل (15): التوزيع الجغرافي لتدخلات البنك العالمي لسنة 2019



Source : La Finance Pour Tous, La Banque Mondiale, Mise À Jour Le 23 Janvier 2020, dans FPT Website (<https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/acteurs-de-la-finance/institutions-financieres-internationales/banque-mondiale/>) Consulté le 10/01/2024.

¹ La Finance Pour Tous, La Banque Mondiale, Mise À Jour Le 23 Janvier 2020, dans FPT Website: (<https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/acteurs-de-la-finance/institutions-financieres-internationales/banque-mondiale/>) Consulté le 10/01/2024.

ثالثاً: بعض البنوك الإقليمية للتنمية

الهدف الرئيسي لبنوك التنمية الإقليمية هو مكافحة الفقر داخل القارة التي تعمل فيها، فهي تعمل على تعزيز التنمية الاقتصادية والاجتماعية في بلدانها الأعضاء، وذلك من خلال تزويدها بالقروض والمنح المخصصة للاستثمار في القطاع العام وتشجيع القطاع الخاص أيضاً، كما تقوم أحياناً بتزويد البلدان الأعضاء بالعملة الأجنبية لتمويل بعض عملياتها الدولية المتعلقة بالتنمية، وبالإضافة إلى الأدوات المالية فإن بنوك التنمية الإقليمية تقدم أيضاً المساعدة الفنية لدولها الأعضاء، وسيتم التعرض لمؤسستين إحداهما ذات بعد قاري وتم اختيار البنك الإفريقي للتنمية (ADB) والأخرى ذات بعد ديني عقائدي وهي البنك الإسلامي للتنمية (IsDB)، تم اختيارهما لأن الجزائر عضو في كليهما.

1-بنك التنمية الإفريقي (ADB)

بنك التنمية الإفريقي هو مؤسسة متعددة الأطراف هدفها المساهمة في التنمية الاقتصادية المستدامة والتقدم الاجتماعي للبلدان الأفريقية، وتتألف مجموعة بنك التنمية الإفريقي من ثلاثة كيانات: بنك التنمية الإفريقي، وصندوق التنمية الإفريقي (ADF)، والصندوق الائتماني النيجيري (NTF).

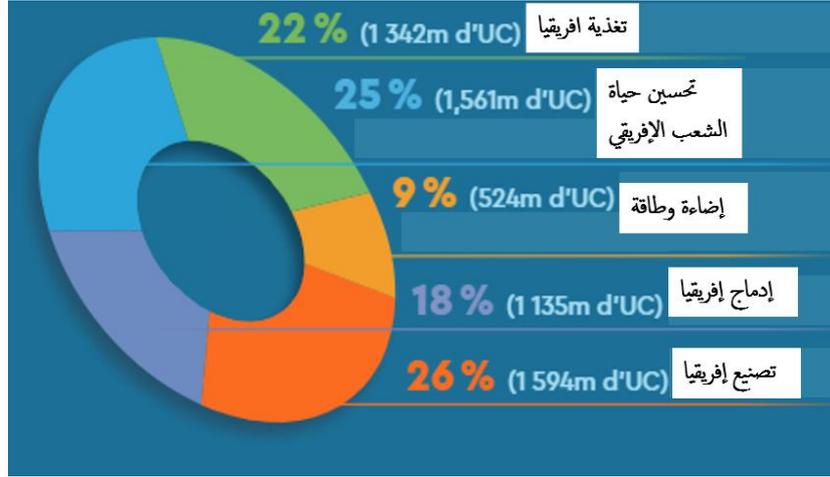
يسعى بنك التنمية الإفريقي إلى تحقيق خمسة أهداف هي: إضاءة أفريقيا وتوفير الطاقة لها، تغذية أفريقيا، تصنيع أفريقيا، دمج أفريقيا في الاقتصاد العالمي، وأخيراً تحسين نوعية الحياة لشعوب أفريقيا، ويعتبر التركيز على هذه المجالات ضرورياً في تحويل حياة الشعب الإفريقي، كما أنها متوافقة مع جدول أعمال الأمم المتحدة فيما يتعلق بأهداف التنمية المستدامة.

كما يستجيب البنك الإفريقي للتنمية (ABD) للتحدي المتمثل في مساندة النمو الشامل والانتقال إلى النمو الأخضر من خلال توسيع نطاق الاستثمار وتنفيذ الاستراتيجية العشرية (TYS)، حيث تعتبر مجالات الأولوية الخمسة هذه محورية في الاستراتيجية العشرية كما أنها ترتبط أيضاً ارتباطاً جوهرياً بأهداف التنمية المستدامة والالتزامات العالمية التي تم التعهد بها بشأن تغير المناخ، كما اعتبرت هذه الأولويات الخمس أولويات حاسمة في أجندة 2063 لأفريقيا، التي تم وضعها بالشراكة مع الاتحاد الإفريقي¹.

¹ African Development Bank Group, The High Five For Transforming Africa, in ADBG Website

(<https://www.afdb.org/en/high5s>) Consulté le 10/01/2024.

الشكل (16): توزيع مبالغ البنك 6156 مليون وحدة حسابية على الأهداف الخمس (2022)



Source : African Development Bank Group, Annual Report 2022, May 23 th 2023, at BDBG website (<https://www.afdb.org/fr/documents/rapport-annuel-2022>), Accessed 10/01/2024

2-البنك الإسلامي للتنمية (IsDB)

مؤسسة مالية دولية متعددة الأطراف لدعم وتنمية التقدم الاقتصادي والاجتماعي للدول الأعضاء، أنشئت تطبيقاً لبيان العزم الصادر عن مؤتمر وزراء مالية الدول الإسلامية، الذي عقد في مدينة جدة، في ديسمبر 1973، وافتتح البنك رسمياً في العشرين من أكتوبر 1975.

يعمل البنك على تعزيز التنمية الاجتماعية والاقتصادية في البلدان الأعضاء والمجتمعات الإسلامية في جميع أنحاء العالم، وإحداث تأثير على نطاق واسع، يتم ذلك من خلال تقديم البنية التحتية لتمكين الناس من عيش حياة أفضل وتحقيق إمكاناتهم الكاملة.

يجمع البنك الإسلامي للتنمية 57 دولة عضواً عبر أربع قارات، والشرط الأساسي للعضوية في البنك هو أن تكون الدولة عضواً في منظمة التعاون الإسلامي، وأن تسدد القسط الأول من الحد الأدنى من اكتتابها في أسهم رأس البنك، وتقبل ما يقرره مجلس المحافظين من شروط واحكام، ويفترض أن يساعد ذلك في التأثير على حياة 1 من كل 5 من سكان العالم، ويعتبر أحد بنوك التنمية متعددة الأطراف الأكثر نشاطاً في العالم، فهو رائد عالمياً في مجال التمويل الإسلامي، مع تصنيف AAA، وأصول تشغيلية تزيد عن 16 مليار دولار أمريكي ورأس مال مكتتب به 70 مليار دولار أمريكي¹.

¹ Islamic Development Bank, About IsDB, at IsDB website (<https://www.isdb.org/who-we-are/about-isdb>) Accessed 10/01/2024.

فهو مالية مؤسسة عالمية، مقرها الرئيسي في جدة بالمملكة العربية السعودية، ولديه عدة مراكز رئيسية في كل من المغرب وماليزيا وكازاخستان والسنغال، ومكاتب بوابة في مصر وتركيا وإندونيسيا وبنغلاديش ونيجيريا، يعمل على تعزيز التعاون بين الدول الأعضاء لدينا في بيئة غير سياسية فريدة من نوعها، حيث نركز على تحسين الإنسانية.

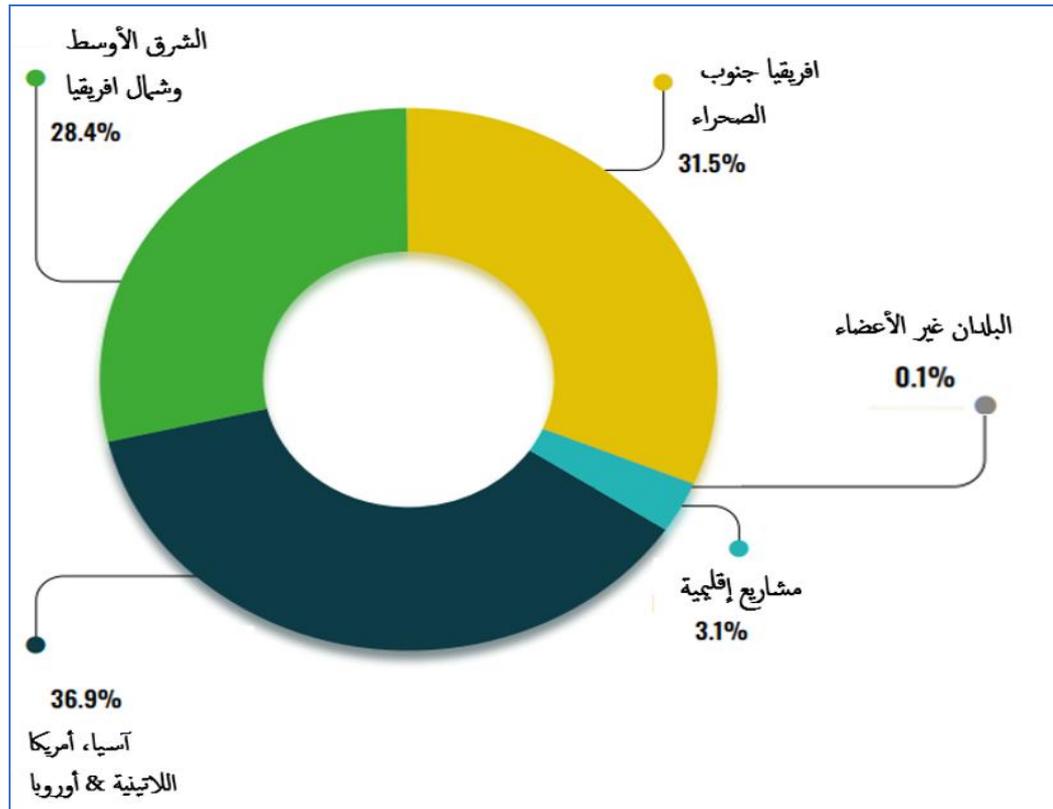
كما يساعد في بناء شراكات تعاونية بين المجتمعات والدول الإسلامية، من خلال تشجيع علاقات التعاون بين القطاعين العام والخاص، وتعزيز الحلول المبتكرة والمستدامة لأكبر تحديات التنمية في العالم، بينما نعمل على تحقيق أهداف الأمم المتحدة للتنمية المستدامة.

يوضح الشكل الموالي التوزيع الجغرافي لموافقات البنك الإسلامي للتنمية حسب المناطق، حيث يظهر أن التوزيع الإقليمي لموافقات مجموعة البنك الإسلامي للتنمية يميل قليلاً نحو مناطق أفريقيا جنوب الصحراء الكبرى وآسيا وأمريكا اللاتينية وأوروبا في عام 2022 بسبب أزمة الغذاء التي تلوح في الأفق، وارتفعت حصة أفريقيا جنوب الصحراء الكبرى إلى 31.5% في عام 2022 من 26.7% في عام 2021، ارتفعت الحصة المخصصة لمنطقة آسيا وأمريكا اللاتينية وأوروبا من 30.7% في عام 2021 إلى 36.9% في عام 2022.¹

¹Islamic Development Bank, Annual Report 2022, P.23 at IsDB official website

(<https://www.isdb.org/sites/default/files/media/documents/2023-05/Annual%20Report%202022.pdf>) Accessed 10/01/2024.

الشكل (17): التوزيع الجغرافي لموافقات البنك الإسلامي للتنمية لسنة 2022



Source : Islamic Development Bank, Annual Report 2022, P.23, at IsDB official website (<https://www.isdb.org/sites/default/files/media/documents/2023-05/Annual%20Report%202022.pdf>) Accessed 10/01/2024.

وهناك العديد من المؤسسات المالية ذات البعد الإقليمي، والتي تساعد الدول الأعضاء من منطقة واحدة، ويشار أن الموارد المالية لهذه المؤسسات الإقليمية قد تكون من دول خارج المنطقة المعنية ببرامج التنمية، كان التعرض لهاتين المؤسستين نابعا من انتمائنا للقارة الإفريقية من جهة، وانتمائنا للعالم الإسلامي من جهة أخرى.

تمارين

السؤال الأول:

استعداد صندوق النقد الدولي مكانته خلال أزمة المديونية في الثمانينات، حيث ساهم في إيجاد الحلول ومتابعة تطبيقها في الدول، اشرح دور الصندوق في إدارة أزمة الثمانينات وعلاقته بمؤسسات أخرى خلال تلك الفترة.

السؤال الثاني:

ما هي الانتقادات التي وجهت لصندوق النقد الدولي في مجال القوة التصويتية للدول الأعضاء؟

السؤال الثالث:

اشرح آلية الشراء وإعادة الشراء في صندوق النقد الدولي.

خاتمة

حاولت "مطبوعة المالية الدولية" الموجهة لطلبة السنة الثالثة تجارة، تخصص تجارة دولية وإمداد، الإحاطة بكل الجوانب المهمة لموضوع المالية الدولية، من حيث التعرف على المالية الدولية بشكل عام، ثم محاولة التعرف على جانب مهم من المالية الدولية وهو سوق الصرف وأسعار الصرف، ليتم بعدها توسيع معارف الطالب لفهم مخاطر الصرف وأدوات إدارة تلك المخاطر، كما رأينا أهمية إدراج تلك المواضيع المتعلقة بوسائل التمويل الدولية من خلال التطرق لسوق الأورو عملات والإصدارات الدولية، دون إهمال أحد أهم وأقدم مواضيع المالية الدولية وهو موضوع ميزان المدفوعات حيث تم تناوله وفقا لآخر نسخة من الدليل السادس المحدد من طرف صندوق النقد الدولي، ثم تم تناول موضوع العولمة المالية بكل جوانبها وكذلك تدويل الأزمات المالية، ليتم الوصول في النهاية إلى المفاهيم الخاصة بالحوكمة العالمية مع ذكر أدوار المؤسسات المالية الدولية والإقليمية في المجال النقدي والمالي.

اعتمدت بعض المحاور على أمثلة تطبيقية ميدانية، يعتاد فيها الطالب على التعامل مع معطيات أسواق الصرف وموازن المدفوعات بشكل مباشر، ومن خلال العمل التعليمي أثناء الحصص الخاصة بالمقياس يتجاوب الطالب بشكل ملحوظ مع ذلك النوع من تجارب المحاكاة في أسواق الصرف أو أسواق الأورو عملات، وخصوصا في ظل ما توفره تكنولوجيا المعلومات من خلال التطبيقات المختلفة الخاصة بالتداول وحتى تلك الخاصة بالذكاء الاصطناعي في مجال التداول.

شملت المطبوعة كل المواضيع التي نص عليها المقرر في عرض التكوين المنقح والمعدل في نسخته الأخير، إضافة إلى محاور أخرى ارتأينا إضافتها من خلال تجربتنا الطويلة في إعداد وتدريس المقياس وملاحظة تجاوب وفضول الطلبة حول مختلف مواضيعه، وقد التزمنا بالبحث في إطار المحتوى المحدد في البرنامج التعليمي وإثرائها حسب ما يتطلبه تكوين الطالب في السنة الثالثة تجارة دولية وإمداد.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- اسماء بلممبوب وعبد النعيم دفرور، التعاون الدولي في مجال التعليم العالي كهدف للتنمية المستدامة -حالة مبادرة استدامة التعليم العالي، في مجلة أبحاث ودراسات التنمية، المجلد (08) /العدد (2)، ديسمبر، 2021.
- أسماء بلممبوب، تحليل علاقات الهيمنة النقدية حسب نماذج الاقتصاد الجغرافي الجديد ودورها في تدويل الأزمات – حالة الأورو ومحيطه المغربي، أطروحة دكتوراه علوم في الاقتصاد الدولي، جامعة عمار ثليجي – الأغواط، السنة الجامعية 2015-2016.
- اسماء بلممبوب، العولمة المالية وأثرها على أداء الأسواق المالية الناشئة – حالة سوقي ماليزيا وكوريا الجنوبية، مذكرة ماجستير تخصص اقتصاد دولي، جامعة سطيف، 2004، ص.17.
- صالح عباس، إدارة الازمات في المنشآت التجارية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2007.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- Félix Chidozie and Oluwatobi O.Aje, International Organization and Global Governance Agenda : SDG_s as A Paragon, in AUDRI, Vol.10, n° 1/2017.
- La Commission Des Finances, De L'Economie Générale Et Du Plan, Les Activités Et Le Contrôle Du Fond Monétaire International Et De La Banque Mondiale, Rapport d'Information n°2801, Le 13 décembre 2000.
- Pierre Jacquet, Jean Pisani-Ferry et Laurence Tubiana, Gouvernance Mondiale, Rapport De Synthèse, Conseil d'Analyse Economique (CAE), Paris, Editions La Documentation Française, mai 2002.
- Thomas G.Weiss, Global Governance : Why ? What ? Whither ?, Editions Wiley, New Jersey, USA, May 2013.
- Alain CHABOUD, Dagfinn RIME and Vladyslav SUSHKO, The Foreign Exchange Market, BIS Working Papers, No 1094, Bank for International settlements, April 2023
- Banque des Règlement Internationaux, Rapport Annuel n°85, Bâle, 28 juin 2015.



- Bernard Guillochon, Annie Kawecki, Baptiste Venet et Frédéric Peltrault, Balance des paiements et système monétaire international, dans Économie internationale, Dunod Editions, Paris, 2016.
- Clément JUGLAR, Les crises commerciales et leur retour périodique en France, en Angleterre et aux Etats-Unis, 1862.
- Emmanuel NYAHOHO, Finance Internationale : Théorie, politique et pratique, Presse de l'université de Québec, 2^{ème} édition, Québec, 2002.
- Ernest Mandel, Long Waves Of Capitalist Development : A Marxiste Interpretation, Deuxième Édition Révisée, Verso, London, 1995.
- FMI, Les Droits De Tirage Spéciaux (DTS), Fiche Technique, 20 Aout 2012.
- Fonds Monétaire International, Réserves Internationales Et Liquidité En Devises - Directives D'emploi Du Formulaire Type De Déclaration Des Données, 2013, Washington (USA).
- Henri BOURGUINAT et al, Finance internationale, Ed Dalloz, Paris, 2007.
- Hubert de La Bruslerie, Catherine Eliez, Définition et mesure du risque de change, Dans Trésorerie d'entreprise, Dunod, Paris, 2017.
- J .SGARD, L .CADIOU et A .BENASSY-QUERE, La Crise Asiatique, in Revue Problèmes Economiques, N°2559, Mars 1998.
- Jean-Charles BRICOGNE, Vincent LAPIGNE et Olivier MONSO, La Crise Des Subprimes : De La Crise Financière A La Crise Economique, Note De Conjoncture De Mars 2009, INSEE
- Jean-Pierre ALLEGRET et René SANDRETTO, Les implications de l'euro pour la dynamique du système monétaire international, Revue Cahiers du Curei, N°14, Janvier 2000.
- Jean-Pierre ALLEGRET, Monnaie, finance et mondialisation, 3^{ème} édition, Vuibert Editions, Paris, 2008.
- Jean-Yves HUWART et Loïc VERDIER, La crise financière de 2008 : une crise de mondialisation ? dans La Mondialisation Economique : Origines et conséquences, Editions OCDE, 2012
- Laurence ABADIE et Catherine MERCIER-SUISSA, Finance Internationale/ Marchés des Changes et Gestion des Risques Financiers, Paris, Armand Colin, 2011.



- Luis A.V. Catão, À Quoi Sert Le Taux De Change Réel? , dans Finances & Développement, International Monetary Fund, Washington, Septembre 2007.
- Mario DEHOVE, Crises financières : Deux ou trois choses que nous savons d'elles, Conseil d'Analyse Economique, Document de travail, Avril 2003.
- Mark STONE et Harald ANDERSON et Romain VEYRUNE, Régimes de change, Revue Finance et Développement, Mars 2008
- Michel AGLIETTA, Pepita OULD-AHMED et Jean-François PONSOT, La Monnaie Internationale A L'épreuve De L'histoire, dans La Monnaie, Odile Jacob Editions, Paris, 2016.
- Michel HUSSON, La Théorie Des Ondes Longues Et Le Capitalisme Contemporain, Colloque Ernest MANDEL, Bruxelles, 19 novembre 2005.
- Nicolas BESNAR, La Crise Financière Expliquée A Ceux Qui N'en Peuvent Rien, Centre d'Animation et de Recherches en Ecologie Politique (ETOPIA), 15 octobre 2008.
- Nicolas COUDERC, D'une crise à l'autre, dans Les Politiques Economique A L'preuve De La Crise, Cahiers Français n°359, Novembre/décembre 2010.
- Olivier LACOSTE, Comprendre Les Crises Financières, (Préface de Christian De BOISSIEU), Ed Groupe EYROLLES, Paris, 2009.
- Paul MASSON, Contagion: Monsoonal effects, spillovers, and jumps between multiple equilibria, Working Paper 98/142, International Monetary Fund, September 1998.
- Pavan AHLUWALIA, Discriminating Contagion: An Alternative Explanation Of Contagious Currency Crises In Emerging Markets, Working Paper of International Monetary Fund 00/14, February 2000.
- Philippe GILLES, Crises et cycles économiques, Edition Armand Colin, Paris, 1996.
- Tonglet BENOIT, Les cycles Kondratieff : Une philosophie critique, Innovations , Cahiers d'économie de l'innovation, 2004/n°19, De Boeck Université.
- William I.ROBINSON, The crisis of global capitalism, in The Great Credit Crash, Martijn Konings editions, London, Verso, 2010.
- Yuriy KOZAK and al, International Finance : Training Manual, 5th Edition, CUL Editions, Chisinau (Kiev) – Katowice (Poland) – New York – Tbilissi (Georgia), 2015.

ثالثا: المواقع الإلكترونية

- African Development Bank Group, The High Five For Transforming Africa, in ADBG Website (<https://www.afdb.org/en/high5s>) Consulté le 10/01/2024.
- Banque Nationale, Comment Gérer Le Risque De Change, P.10, Sur Le Site web (<https://www.bnc.ca/content/dam/bnc/entreprise/pdf/comment-gerer-risque-change.pdf>)
- Banque Nationale, Comment Gérer Le Risque De Change, P.10, Sur Le Site web (<https://www.bnc.ca/content/dam/bnc/entreprise/pdf/comment-gerer-risque-change.pdf>)
- Banque Nationale, Comment Gérer Le Risque De Change, P.4, Sur Le Site web (<https://www.bnc.ca/content/dam/bnc/entreprise/pdf/comment-gerer-risque-change.pdf>)
- Corporate Finance Institute, Capital Flows, at CFI Website, (<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/economics/capital-flows/>) Accessed 06/01/2024.
- Dictionnaire Commercial sur le lien (https://www.dictionnaire-commercial.com/?p=word.lookup&foreign_id=15070) Consulté le 21/12/2023.
- Emma Perrin, Comment Centraliser La Gestion De Son Risque De Change Dans Un Groupe De Sociétés ?, 20 juin 2023, sur le site web AGICAP (<https://agicap.com/fr/article/centraliser-risque-de-change-multi-societes/#:~:text=Le%20risque%20de%20change%20est,n'est%20pas%20g%C3%A9r%C3%A9%20correctement.>) Consulté le 20/12/2023.
- Eurofiscalis International Firm, Avance en devises à l'export (ADE), Sur le Site Web (<https://www.eurofiscalis.com/lexiques/avance-en-devises-a-l-export/>) Consulté le 24/12/2023.
- Gail D. FOSLER, International Monetary System vs. International Financial System — and the Significance for Policy Makers, December, 2011, at (<https://www.studocu.com/row/document/jomo-kenyatta-university-of-agriculture-and-technology/banking-and-finance/international-finance-systems/74923881>) in 12/12/2023.
- Guillaume CLAVERES, Le Renminbi Peut-Il Devenir Une Monnaie Internationale ?, 08 octobre 2015, Sur le site web de BSI Economics : (<http://www.bsi-economics.org/539-renminbi-yuan-monnaie-internationale#:~:text=Une%20monnaie%20internationale%20remplit%20les,priv%C3%A9%20et%20le%20secteur%20public.>) Consulté le 18/12/2023.
- Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques (INSEE), Taux de Change Effectif Nominal et Réel, Sur le Site web de l'INSEE (<https://www.insee.fr/fr/metadonnees/definition/c1438#:~:text=On%20mesure%20le%20taux%20de,prix%20et%20de%20leurs%20%C3%A9volutions.>) consulté le 18/12/2023.



- Investopedia, Spot Market, on website (<https://www.investopedia.com/terms/s/spotmarket.asp>), Accessed 18/03/2023.
- Islamic Development Bank, About IsDB, at IsDB website (<https://www.isdb.org/who-we-are/about-isdb>) Accessed 10/01/2024.
- Islamic Development Bank, Annual Report 2022, P.23 at IsDB official website (<https://www.isdb.org/sites/default/files/media/documents/2023-05/Annual%20Report%202022.pdf>) Accessed 10/01/2024.
- La Finance Pour Tous, Fonds monétaire international, Mise A Jour Le 06 Février 2023, at FPT Website on The Link (<https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/acteurs-de-la-finance/institutions-financieres-internationales/fonds-monetaire-international/>) Consulté le 09/01/2024.
- La Finance Pour Tous, La Banque Mondiale, Mise À Jour Le 23 Janvier 2020, dans FPT Website (<https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/acteurs-de-la-finance/institutions-financieres-internationales/banque-mondiale/>) Consulté le 10/01/2024.
- Larousse Encyclopédie, Liquidités Internationales, sur le lien (https://www.larousse.fr/encyclopedie/divers/liquidit%C3%A9s_internationales/66158#:~:text=Les%20liquidit%C3%A9s%20internationales%20comprennent%20les,de%20swap%2C%20etc.) Consulté le 13/12/2023.
- Management Heaven, Types Of International Capital Flows, at Management Heaven Website (<https://managementheaven.com/types-of-international-capital-flows/>), accessed 06/01/2024.
- Petite-Entreprise, Les avances en devises, 7 avril 2015 (<https://www.petite-entreprise.net/P-1863-88-G1-les-avances-en-devises.html>) Consulté le 24/12/2023