



مالية دولية معمقة

مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثانية ماستر

تخصص: اقتصاد دولي

إعداد:

د. لعلو بوخاري

قسم: العلوم الاقتصادية

الصفحة	محتوى المطبوعة
03	مقدمة:
05	الفصل الأول: عودة إلى الأساسيات لميزان المدفوعات وسعر الصرف
36	الفصل الثاني: المناهج التقليدية لتحديد ميزان المدفوعات وسعر الصرف (منهج المرونات ومنهج سعر الصرف)
68	الفصل الثالث: المنهج النقدي لميزان المدفوعات وتحديد سعر الصرف
100	الفصل الرابع: منهج المحفظة المالية النقدي لميزان المدفوعات وتحديد سعر الصرف
110	الفصل الخامس: تنسيق السياسات، الاتحاد النقدي والمناطق المستهدفة
124	قائمة المراجع
127	الفهارس



مقدمة

مقدمة

تهدف هذه المطبوعة إلى إمداد طالب الماستر بالمعرفة الضرورية اللازمة لتغطية مقياس "المالية الدولية المعمقة" حسب البرنامج المعتمد في عرض التكوين، وذلك استكمالاً للمعارف الأساسية التي حصل عليها الطالب على مستوى الليسانس في مقياس المالية الدولية.

قسمت المطبوعة إلى خمسة فصول رئيسية، وقد سلط الفصل الأول الضوء على ميزان المدفوعات وسعر الصرف وذلك للتذكير بأهم الأساسيات التي سيحتاجها الطالب لتحصيل المكتسبات المعرفية الجديدة، في حين تطرق الفصل الثاني إلى المناهج التقليدية لتحديد ميزان المدفوعات وسعر الصرف (منهج المرونات ومنهج الاستيعاب)، أما الفصل الثالث فقد خصصناه للمنهج النقدي لميزان المدفوعات وتحديد سعر الصرف، ليستكمل الفصل الرابع بمنهج المحفظة المالية لتحديد سعر الصرف، وفي الفصل الخامس والأخير فقد استعرضنا فيه تنسيق السياسات الاتحاد النقدي والمناطق المستهدفة. كما تضمنت المطبوعة أسئلة وتمارين في نهاية كل فصل لتمكين الطالب من اختبار مكتسباته وتطبيقها.

الفصل الأول:

عودة إلى الأساسيات: ميزان المدفوعات وسعر الصرف

محتوى الفصل

أولاً: ميزان المدفوعات

ثانياً: سعر الصرف

ثالثاً: تمارين الفصل الأول

الأهداف التعليمية

- © يهدف هذا الفصل إلى تسليط الضوء على الأساسيات التي تمكن الطالب من استعادة المفاهيم والنظريات المختلفة لميزان المدفوعات وسعر الصرف.

تمهيد:

يسلط هذا الفصل الضوء على الأساسيات التي تمكن الطالب من استعادة المفاهيم والنظريات المختلفة لميزان المدفوعات وسعر الصرف، وهذا ما يسهل عملية استيعاب وفهم المعارف الجديدة، حيث سنتعرض إلى ميزان المدفوعات وسعر الصرف باعتبار أن الفصول اللاحقة ستتركز بشكل كبير على المفاهيم الأساسية لكل من ميزان المدفوعات وسعر الصرف.

أولاً: ميزان المدفوعات:

يعتبر ميزان المدفوعات أحد أهم الأدوات التي تعتمد عليها الحكومات في وضع معالم سياستها الاقتصادية، و لقد تزايد الاهتمام به مع تطور كل من حجم التجارة الدولية وأسواق رأس المال.

ولميزان المدفوعات أهمية كبيرة، نظرا للمدلولات الاقتصادية والتحليلية التي تعكسها مختلف بنوده، لذلك فإنه غالبا ما يطلب الصندوق النقدي الدولي من جميع أعضائه تقديم موازين مدفوعاتها سنويا لكون هذا الميزان من أهم المؤشرات دقة في الحكم على المركز الخارجي للبلد العضو.

1-1 مفهوم ميزان المدفوعات: عبارة عن بيان إحصائي شامل يُلخص وبطريقة منهجية كل المعاملات الاقتصادية، التي تتم بين المقيمين في الدولة المعنية و المقيمين في الدول الأخرى، خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة ويقوم بانجاز هذه الوثيقة البنك المركزي لحساب الحكومة.¹

لعب صندوق النقد الدولي دورا مهما في توحيد النظم الإحصائية الخاصة بالمعاملات الخارجية في العالم، عبر وضعه "دليل ميزان المدفوعات" ودعوته الدول الأعضاء إلى اعتماده كمنهجية موحدة في إعداد موازين مدفوعاتها، مما ساهم بشكل كبير في تعزيز قابلية الإحصائيات الاقتصادية للمقارنة على المستوى الدولي. وقد أصبح تسجيل تدفقات ميزان المدفوعات في جل الدول يتم وفقا لمعايير موحدة في دليل صندوق النقد الدولي الصادر عنه لهذا الغرض. وتعد هيكلية ميزان المدفوعات من أهم الأمور التي عمل الصندوق على توحيدها في هذا الإطار لإبراز معطيات مفصلة وتجميع أخرى.²

¹ صيد أمين، دور سعر الصرف في تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات، بيروت، 2013، ص 8.

² أنظر الطبعة السادسة لدليل ميزان المدفوعات والاستثمار الدولي، متاح على الرابط: <https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-publications->

loepdfs/external/arabic/pubs/ft/bop/2007/bopman6a.ashx

وتستقى البيانات اللازمة لإعداد ميزان المدفوعات من التصاريح الجمركية عند التصدير والاستيراد، والتقارير المصرفية المتعلقة بعمليات تحويل واستقبال الأموال من وإلى الخارج. هذا بالإضافة إلى المعلومات الإحصائية التي تدلي بها كافة المؤسسات العمومية والخصوصية -التي تتعامل مع الخارج- إلى الجهاز الحكومي المسؤول عن متابعة هذه المعاملات.

2-1 أقسام ميزان المدفوعات:

حساب المعاملات الجارية وحساب رأس المال والعمليات المالية.

2-1-1 حساب المعاملات الجارية (أو الحساب الجاري): يشمل هذا الحساب جميع العمليات المتعلقة بتصدير واستيراد السلع والخدمات، بالإضافة إلى العمليات التي تخص الدخل والتحويلات الجارية.

وينقسم إلى أربعة أجزاء:

أ- السلع: يشمل هذا الجزء جميع العمليات المتعلقة بتبادل السلع، ويُميز هنا بين ثلاثة أنواع من السلع: البضائع العامة، والسلع المستوردة بدون أداء والمعاد تصديرها بعد التحويل، والسلع المقتناة في الموانئ والمطارات (المؤن). ب- الخدمات: يحتوي مي ازن المدفوعات على سبعة بنود للخدمات تتمثل في: النقل، والأسفار، وخدمات الاتصال، وخدمات التأمين، ورسوم الامتياز والت ا رخيص، وأنواع أخرى من الخدمات المقدمة للمقاولات، والخدمات الحكومية.

ج- الدخل: يهتم هذا الجزء من الحساب الجاري بكل العمليات التي تخص مداخيل عوامل الإنتاج (أي العمل ورأس المال) كالأجور ومعاشات التقاعد مثلا، بالإضافة إلى عائدات الاستثمار في الأسهم والسندات وغيرها من الأصول، وفوائد الدين الخارجي.

د- التحويلات الجارية: تتعلق بتحويلات المغتربين المقيمين في الخارج وتحويلات الأجانب المقيمين داخل البلد

2-2-2 حساب رأس المال والعمليات المالية: وينقسم إلى جزأين:

أ- عمليات رأس المال: تتمثل هذه العمليات في تحويلات المغتربين الذين يغادرون ديار المهجر ويعودون إلى أوطانهم الأصلية بصفة نهائية، والتحويلات المتعلقة بالمغادرة النهائية للأجانب المقيمين سابقا، إضافة إلى الإعفاءات من الديون. وتختلف التحويلات السالفة الذكر عن مثيلاتها المقيدة في حساب المعاملات الجارية بكونها ليست ذات طابع متكرر (جارٍ). وتضاف إلى ما سبق / المرتبطة بعمليات شراء أصول غير مالية ولا تصنف كاستثمارات مباشرة، كحقوق الملكية الفكرية (براءة اختراع أو تصميم صناعي أو علامة تجارية... إلخ).

ب- العمليات المالية: يشمل هذا الجزء كل العمليات التي تخص الاستثمارات المباشرة، والاستثمار في حافظات الأوراق المالية، والقروض الممنوحة للمؤسسات العمومية والقطاع الخاص على حد سواء (التسديدات برسم أصل الدين تقيد في جانب النفقات)، والودائع المصرفية، كما يضم بنداً أخيراً خاصاً بالاحتياطي النقدي النقدي الموجود في حوزة المصرف المركزي للدولة.

ج- الفارق الإحصائي: (السهو والخطأ): يسمح بموازنة ميزان المدفوعات (تعاادل التدفقات نحو الداخل وإلى الخارج)، نظراً لإمكانية حصول خطأ أو سهو في تسجيل بعض البيانات في المصدر (التصاريح الجمركية أو المصرفية مثلاً).

الشكل رقم (01): بيان لميزان المدفوعات حسب الطبعة السادسة لصندوق النقد الدولي (دولة الكويت)

Description	2012 (معدلة (Revised) مليون دينار		2013 (أولية (Provisional) مليون دينار		البيان
	دينار Debit	دينار Credit	دينار Debit	دينار Credit	
	First : Current Account (A+B+C)	22062.5		20316.0	
A- Goods and Services Account:	24138.8		21947.9		أ- حساب السلع والخدمات:
1-Balance on Goods :	26762.3		25441.6		1-الميزان السلعي:
- Goods : Exports (f.o.b), of which	33491.2		32805.0		- الصادرات السلعية (فوب) ومنها:
Oil Exports	(31813.4)		(30947.8)		. الصادرات النفطية
- Goods : Imports (f.o.b)	6728.9		7363.5		- الواردات السلعية (فوب)
2-Services:	2623.4		3493.7		2-الخدمات:
- Transportation	1412.7	1452.2	1496.9	997.6	- النقل
- Travel	2520.1	119.1	2962.7	84.3	- السفر
- Communications	77.5	969.0	119.4	952.2	- الاتصالات
- Construction	692.8	0.0	491.2	0.0	- الإنشاءات
- Other Services	585.1	152.9	602.5	152.9	- خدمات أخرى
- Government Goods & Services	326.3	297.9	311.0	303.1	- خدمات وسلع حكومية
B- Primary Income:	2729.2		3175.6		ب- الدخل الأساسي:
1-Compensation of Employees	28.9	0.2	9.2	0.8	1- تعويضات العاملين
2-Investment Income :	2758.0		3184.0		2- دخل الاستثمار:
- Direct Investment	205.7	717.6	439.8	911.1	- الاستثمار المباشر
- Portfolio Investment	17.1	1637.8	15.2	2194.7	- استثمارات المحفظة المالية
- Other Investment	111.9	651.2	92.8	542.7	- الاستثمارات الأخرى
- Reserve Assets	0.0	86.0	0.0	83.3	- الأصول الاحتياطية
C- Secondary Income :	4805.5		4807.4		ج- الدخل الثانوي:
1-General Government	343.3	0.5	363.4	0.6	1- الحكومة العامة
2-Other Sectors, of which	4462.7		4444.5		2- قطاعات أخرى، ومنها:
Workers' remittances	(4405.2)		(4393.1)		- تحويلات العاملين
Second : Capital Account (A+B) :	1191.5		1286.6		ثانياً : الحساب الرأسمالي (أ+ب):
A-Capital Transfers	1191.5		1286.6		أ-التحويلات الرأسمالية:
. General Government	6.1	416.0	0.2	0.0	. الحكومة العامة
. Other Sectors	38.0	819.6	52.8	1339.6	. قطاعات أخرى
B-Nonproduced Nonfinancial Assets			0.0	0.0	ب-الأصول غير المنتجة غير المالية
Third : Balance of Current & Capital Account (Net lending+ Net borrowing-)	23254.0		21602.7		ثالثاً : رصيد الحساب الجاري والرأسمالي (صافي الإقراض + صافي الاقتراض-):
Fourth : Financial Account (1+2+3+4) :	23565.5		21710.7		رابعاً : الحساب المالي (1+2+3+4):
1-Direct Investment :	1453.1		1782.5		1-الاستثمار المباشر:
- Direct Investment Aboard :	1969.6		2293.3		أ- الاستثمار المباشر في الخارج:
. Equity Securities	1996.3		2273.5		. حقوق الملكية
. Debt Securities		26.7	19.8		. أدوات الدين
- Foreign Direct Investment in Kuwait :	516.5		510.8		ب- الاستثمار الأجنبي المباشر في الكويت:
. Equity Securities		512.5		517.4	. حقوق الملكية
. Debt Securities		4.0		6.6	. أدوات الدين
2-Portfolio Investment (Net)	7399.8		8749.1		2-الاستثمار في محفظة الأوراق المالية(صافي):
Assets:	7636.7		8665.9		أ- الموجودات
- Equity Securities	2787.0		7902.1		. حقوق الملكية
- Debt Securities	4849.7		763.8		. أدوات الدين
Liabilities:	236.9		83.2		ب- المطلوبات
- Equity Securities	6.3		0.4		. حقوق الملكية
- Debt securities		243.2		82.8	. أدوات الدين

(*) As from the first Quarter of 2012, BOP data are prepared according to BPM6 issued by IMF in 2009.

(*) بدءاً من الربع الأول لعام 2012، تم إعداد بيانات ميزان المدفوعات وفقاً للطبعة السادسة من دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي الصادرة عن صندوق النقد الدولي في عام 2009.

1-3 طرق تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات:

يعتبر التوازن في ميزان المدفوعات طرحا افتراضيا، أو بالأصح نظريا والوضعية الطبيعية الواقعية لهذا الميزان هي الاختلال سواء كان بالسلب أو بالإيجاب، وآلية تسوية ميزان المدفوعات هي عبارة عن العملية التي يمكن عن طريقها إزالة الاختلال بين جانبي ميزان المدفوعات الإجمالي عند ظهوره، وفي سبيل معالجة هذا الإشكال عملت عدة تحليلات على تبيان الآليات التي تحقق العودة إلى وضعية التوازن. ويمكن التمييز بين نماذج أربعة من الاختلال:

1- الاختلال الطارئ: وهو يحدث في البلدان التي تعتمد في صادراتها على بعض السلع الزراعية الأساسية، وقد تحدث ضمنه اختلالات موسمية (بعض الدول المصدرة للسلع الزراعية).

2- الاختلال الدوري: فهو ينتج عن التقلبات الاقتصادية على المستوى الدولي التي تتميز بفترات قصيرة من الازدهار وتليها فترات قصيرة من الركود الاقتصادي.

3- الاختلال الناتج عن مستوى الأسعار: والذي يمكن معالجته عبر تخفيض سعر صرف العملة الوطنية.

4- الاختلال البنوي: وهو الذي ينتج عن عدة أسباب كضعف قدرة البلد الإنتاجية، وارتفاع مستوى تكاليف الإنتاج، تدني المستوى التقني، تحول الطلب العالمي عن بعض المواد الأولية... إلخ.¹

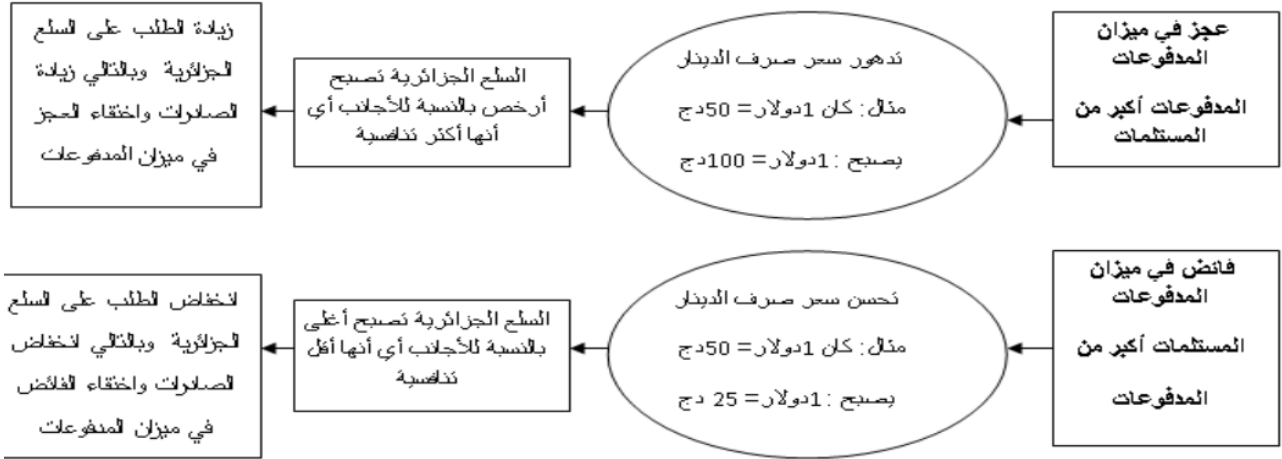
وهناك عدة تحليلات عملت على إبراز الآليات التي تحقق العودة إلى التوازن عندما يسجل ميزان المدفوعات عجزا أو فائضا في رصيده.

أ- التعديل الآلي بميزان المدفوعات:

إذا حصل اختلال في ميزان المدفوعات وكانت الدولة تتبع أسعار الصرف المرنة فإن ميزان المدفوعات يتعدل تلقائيا. ولتوضيح عملية التصحيح التلقائي في ميزان المدفوعات، نفترض أن ميزان المدفوعات الجزائري يعاني من عجز وذلك لأن المدفوعات التلقائية أكبر من المستلمات التلقائية وبسبب هذا العجز سيميل سعر صرف الدينار مقابل العملات

¹ صالح مفتاح، المالية الدولية، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الرابعة ليسانس، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة بسكرة، 2005-2006، ص 52.

الأخرى إلى الانخفاض وبالتالي تصبح السلع الجزائرية أرخص أو أقل كلفة من وجهة نظر المستوردين مما يؤدي إلى زيادة الطلب الخارجي على السلع والخدمات الجزائرية يرافقه طلب متزايد على الدينار الجزائري ويستمر هذا الارتفاع في الدينار حتى يصبح توازنيا مع العملات الأخرى وبالتالي يزول العجز في ميزان المدفوعات. والشكل التالي يوضح آلية التصحيح التلقائي في ميزان المدفوعات في حالتها العجز والفائض.



الشكل رقم (02): آلية التصحيح التلقائي في ميزان المدفوعات

المصدر: من إعداد الباحث.

تجدر الإشارة إلى أن عملية التصحيح التلقائي في ميزان المدفوعات تعتمد على مرونة الطلب المحلي على السلع والخدمات المستوردة، وكذلك على مرونة الطلب الأجنبي على صادرات الجزائر من السلع والخدمات.

ب- التدخل الحكومي:

تستطيع الحكومة تصحيح الخلل في ميزان المدفوعات من خلال الانكماش والتضخم المحليين فإذا كان هناك عجز في ميزان المدفوعات فإن الحكومة تقوم بسياسات انكماشية وذلك بتخفيف الطلب الكلي الفعال (رفع الدعم عن السلع الاستهلاكية مثلاً) وبالتالي يحدث انكماش في الدخل وتدني في القوة الشرائية وبالتالي انخفاض الواردات وتقليل العجز في ميزان المدفوعات، ويحدث العكس في حالة الفائض.

ج- السياسات النقدية:

يستطيع البنك المركزي التأثير على السلع والخدمات الأجنبية من خلال تعديل أسعار الصرف إذا كانت الدولة تتبع نظام أسعار الصرف الثابتة أو من خلال تعديل أسعار الفائدة. في حالة وجود عجز في ميزان المدفوعات فإن البنك المركزي يقوم بتخفيض سعر صرف الدينار الجزائري مقابل العملات الأجنبية مما يؤدي إلى انخفاض أسعار السلع والخدمات المحلية مما يؤدي إلى زيادة الصادرات المحلية وانخفاض المستوردات المحلية مما يؤدي إلى تصحيح ميزان المدفوعات.¹

كما يستطيع البنك المركزي رفع أسعار الفائدة على الدولار مثلا لاستقطاب رؤوس الأموال من الخارج وبالتالي تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات وتجدر الإشارة إلى أن رؤوس الأموال التي تصل إلى البلد من أجل الاستفادة من أسعار الفائدة تكون من النوع قصير الأجل فهي تدفقات مؤقتة وليست مستمرة.

1-4 المؤشرات الاقتصادية لميزان المدفوعات:

أ- علاقة الميزان التجاري بالاقتصاد الكلي:

لدينا العلاقة التالية والتي تحقق المساواة بين الموارد والاستخدامات في اقتصاد ما :

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

حيث:

Y: الإنتاج من السلع مقيما بالنتائج الداخلي الخام (pib) بسعر السوق في فترة

معينة .

C:الاستهلاك الداخلي الخام والعمومي .

I: الاستثمار الداخلي الخام والعمومي.

X:الصادرات من السلع .

M:الواردات من السلع.

من العلاقة (1) يمكن استنتاج ما يلي:

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

¹ بوخاري لحو، دور سياسة الصرف الأجنبي في السياسة النقدية، مكتبة حسن العصرية، بيروت، 2010، ص 65.

حيث:

C+I: يمثل الاستخدامات الداخلية ونرمز لها بـ (EL) ومنه :

$$Y - EL = X - M \dots\dots\dots (3)$$

حيث:

Y-EL : الفائض أو العجز في الناتج الداخلي.

X-M : رصيد الميزان التجاري.

فإذا حقق البلد فائض من الناتج الداخلي ($Y-EL > 0$)، فهذا يعني أن الاستخدامات الداخلية مغطاة بجزء من الناتج الداخلي الخام ويوجه الباقي منه (الفائض) إلى التصدير، وهو ما يفسر الرصيد الموجب للميزان التجاري ف هذه الحالة ($X-M > 0$).

ب- معدل التغطية (TC):

وهو عبارة عن نسبة الصادرات (X) إلى الواردات (M) من السلع .

$$TC=(X/M)\times 100\dots\dots\dots(4)$$

هذا المعدل يبين مدى قدرة الإيرادات الآتية من الصادرات على تغطية المدفوعات الناتجة عن الواردات، فإذا كان هذا المعدل اصغر من مئة فهذا يعني أن قيمة الصادرات لا تغطي قيمة الواردات ولذا يجب على البلد البحث عن موارد أخرى لتمويل وارداته.

ج- معدل التبعية (TD):

وهو عبارة عن نسبة الواردات من السلع (M) إلى الناتج المحلي الخام (PIB)

$$TD =(M/PIB)\times 100\dots\dots\dots (5)$$

كلما كان هذا المعدل أصغر كلما كان البلد أقل تبعية للخارج.

د- معدل القدرة على التصدير (TE):

وهو عبارة عن نسبة الصادرات من السلع (X) إلى الناتج المحلي الخام (PIB) .

$$TE =(X/PIB)\times 100\dots\dots\dots (5)$$

وكلما كان هذا المعدل كبيرا فإن ذلك يدل أن للبلاد قدرات كبيرة للاعتماد على قطاع

التصدير .

هـ - معدل القدرة على سداد الواردات:

هذا المعدل يقيم بعدد الأيام، حيث كلما كان عددها أكبر فان ذلك يعني أن البلد قادر على تسديد فاتورة وارداته في اقرب الآجال، ومن المستحسن ألا يقل عن 3 شهر وهو عبارة عن نسبة المخزون من احتياطي الصرف إلى الواردات من السلع.

ثانيا: سعر الصرف

تتميز المعاملات الاقتصادية الدولية باستخدام عملات مختلفة تصدرها كل دولة للتعامل بها داخل حدودها الإقليمية، لذلك يتعين على كل المتعاملين داخل حدود الدولة أن يحولوا عملاتهم الأجنبية إلى عملة وطنية وعلى العكس من ذلك بالنسبة للمتعاملين المحليين خارج الحدود الوطنية بين البلدان، ويرتبط سعر الصرف بميزان المدفوعات حيث يمثل الجانب النقدي لميزان المدفوعات، إذ أن التقلبات في سعر الصرف ما هي إلا انعكاس للوضع التي يوجد عليها ميزان المدفوعات وتختلف درجة الارتباط بين ميزان المدفوعات وسعر الصرف باختلاف نظام الصرف المتبع سواء كان نظام الصرف الثابت أو نظام الصرف العائم.

2-1 ماهية سعر الصرف:

2-1-1 مفهوم سعر الصرف:

يقصد بسعر الصرف ذلك المعدل الذي يتم على أساسه تبادل عملة ما ببقية العملات، وبعبارة أخرى عدد الوحدات التي يمكن مبادلتها من عملة دولة ما بوحدة واحدة من العملة الأجنبية، وفي حالة التبادل التجاري بين الدول فإن سعر الصرف المحدد للعملة تجاه بقية العملات يصبح المقياس الذي يتم على أساسه حساب دائنية أو مديونية الدولة.¹

كما يعرف بأنه عبارة عن نسبة تبادل يتم على أساسها تحديد قيمة العملة الوطنية تجاه العملات الأخرى في العالم (ثمن عملة دولة ما مقومة في شكل عملة دولة أخرى) أي أن سعر الصرف يبين تطور القيمة الخارجية للعملة المحلية.²

2-1-2 تقسيمات سعر الصرف:

هناك عدة أنواع وتقسيمات لسعر الصرف، فحسب علاقة العملة الوطنية بالعملات الأخرى يستخدم التقسيم التالي:

¹ حمدي عبد العظيم، سياسة سعر الصرف، دار النهضة المصرية، مصر، 1987، ص30.

² عوض الله زينب، العلاقات الاقتصادية الدولية، الدار الجامعية، بيروت، 1990، ص8.

- **التسعير المباشر cotation certain**: هو عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الوطنية، وفي الوقت الراهن هناك عدد قليل من الدول يستخدم هذه الطريقة، وأهم الدول التي تستخدم هذه الطريقة بريطانيا. يقاس الجنيه الإسترليني كما يلي:

$$1 \text{ جنيه إسترليني} = 3,877 \text{ دولار}$$

- **التسعير غير المباشر cotation incertain**: هو عدد الوحدات من العملة الوطنية الواجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية، ومعظم الدول تستخدم هذه الطريقة في التسعير.

$$1 \text{ دولار} = 80 \text{ دينار جزائري}^1$$

- **التسعير التقاطعي cours croises**: عندما يتعذر توفر سعر عملتين مقابل بعضهما البعض ولضرورة التبادل يجب تحديد سعر تبادلهما، ويتم ذلك بناء على علاقة العملتين بعملة ثالثة، وتسمى الأسعار المحسوبة بهذه الطريقة بالأسعار المتقاطعة.

$$\text{مثال: } 1 \text{ دولار} = 0,8460 \text{ يورو} \quad 1 \text{ دولار} = 1,3425 \text{ فرنك سويسري}$$

وعليه يكون سعر الفرنك السويسري بالنسبة لليورو حسب الأسعار التقاطعية كما يلي:

$$1 \text{ ف س} = 1,3425 / 0,8460 = 0,6376 \text{ يورو}$$

كما يوجد تقسيم آخر حسب قيمة العملة (اسمي، حقيقي، توازني... إلخ)، كما يلي:

- **سعر الصرف الاسمي والحقيقي والتوازني:**

- **سعر الصرف الاسمي:** سعر عملة أجنبية بدلالة وحدات عملة محلية وهو سعر العملة الجاري والذي لا يأخذ بعين الاعتبار قوتها الشرائية. وهو الذي يتحدد في سوق الصرف في حالة نظام الصرف الحر وفقا لقوى العرض والطلب، أو يتم تحديده من طرف البنك المركزي في حالة نظام الصرف الثابت.

- **سعر الصرف الحقيقي:** ويعبر عن ما تمثله العملة من قوة شرائية، أي كمية السلع التي يمكن اقتناؤها باستخدام وحدة النقد،² حيث يأخذ بعين الاعتبار الأسعار في بلدين، فإذا كان مستوى الأسعار العام في بلد ما هو (P) وفي البلد الأجنبي (P*) وكان (E) هو

¹ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الديوان الوطني للمطبوعات الجامعية، الجزائر، ص 96.

² مجلة سياسات أسعار الصرف، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2003.

سعر الصرف الاسمي فإن سعر الصرف الحقيقي يعرف كالتالي: $\varepsilon = E P^* / P$ ،
حيث يعكس ε الأسعار الأجنبية بدلالة الأسعار المحلية.

- **سعر الصرف الفعلي الحقيقي:** يعبر سعر الصرف الفعلي عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية ما، وبالتالي مؤشر سعر الصرف الفعلي يساوي متوسط عدة أسعار صرف ثنائية، فهو مؤشر ذو دلالة ملائمة على تنافسية البلد تجاه الخارج، ولا بد أن نخضع هذا المعدل الاسمي إلى التصحيح بإزالة أثر تغيرات الأسعار النسبية، وهو ما يعبر عنه بسعر الصرف الفعلي الحقيقي Ea ، ويمكن أن نعبر عنه بالعلاقة التالية:

$$Ea = \sum [a_i / E_{ipi}] \quad \dots\dots\dots (1)$$

حيث (A_i) هي حصة الصادرات باتجاه البلد (i) من مجموعة حصة البلد المعني بالدراسة (A)
 $(P) =$ هو المستوى العام للأسعار في البلد (A) أو المثبط deflateur للنتائج البلد (a)
 $(P_i) =$ هو المستوى العام للأسعار في البلد (i) أو المثبط deflateur للنتائج البلد (i)
 $(E_i) =$ هو سعر الصرف الاسمي للبلد (i) بالنسبة للبلد (A) .

سعر الصرف التوازني: وهو السعر الذي يؤدي إلى التوازن المستديم لميزان المدفوعات عندما يكون الاقتصاد ينمو بمعدل طبيعي.²

2-1-3 تسمية أسعار البيع والشراء الآجلة في أسواق العملات الأجنبية:

يتم التعامل في أسواق العملات الأجنبية باتجاهين حيث يعطى سعران للعملة الواحدة

أ- سعر البيع (Offer or Ask): وهو السعر الذي تبيع به الجهة المعلنة له العملة المسماة.

ب- سعر الشراء (Bid): وهو السعر الذي تشتري به الجهة المعلنة له العملة المسماة.
سعر البيع دائماً أعلى من سعر الشراء.

الفرق بينهما يسمّى "الهامش Spread" أو مستوى الربح المتحقّق من شراء وبيع العملة الأجنبية .

تعكس تسمية السعريين رأي الجهة المعلنة في العملة المسمّاة وتوقعاتها المستقبلية بشأنها.

2-2 أهمية سعر الصرف:

- يلعب سعر الصرف دورا مهما في النشاطات الاقتصادية الخارجية التي يقوم بها أي بلد سواء كان ذلك النشاط تجاري أو استثماري.

- يحتل سعر الصرف مركزا محوريا في السياسة النقدية حيث يمكن أن يستخدم كهدف أو كأداة أو ببساطة كمؤشر، واستخدام سعر صرف النقد كهدف تجاه العملات الأخرى قد يكون عاملا لتخفيض التضخم وهذا ما يتلاءم مع الهدف النهائي للسياسة النقدية.

- كون أن سعر الصرف يمثل التكاليف والأسعار سواء داخل البلد أو خارجه فإنه يمكن أن يستخدم كمؤشر على تنافسية البلد وبالتالي على ميزان المدفوعات بالنهاية.

- يؤدي ارتفاع سعر صرف العملة الوطنية إلى ارتفاع قيمة السلع المنتجة محليا والموجهة للتصدير وانخفاض أسعار الواردات، ويحدث العكس عند انخفاض قيمة العملة الوطنية حيث تزداد تنافسية السلع المنتجة محليا، وترتفع أسعار السلع المستوردة .

2-3 محددات سعر الصرف:

توجد عدة نظريات لتفسير كيفية تحديد سعر الصرف أهمها: نظرية تعادل القوة الشرائية نظرية سعر الخصم، النظرية النقدية، نظرية المدفوعات نظرية مستوى الإنتاجية، نظرية الاحتياطات النقدية.

2-3-1 نظرية تعادل القوة الشرائية:

تعزى هذه النظرية إلى الاقتصادي كاسل الذي يرى أن سعر أية عملة يتحدد تبعاً للقوة الشرائية لهذه العملة في السوق المحلية بالنسبة لقوتها الشرائية الخارجية وبالتالي العلاقة بين عملة وعملة تتحدد تبعاً للأسعار السائدة في كل من الدولتين وتفترض النظرية أن تغيرات سعر الصرف ترجع إلى تغير القوة الشرائية المحلية بينما لا يؤثر تغير سعر الصرف في القوة الشرائية المحلية بمعنى أنه لو تضاعف مستوى الأسعار في بريطانيا، وبقيت الأسعار

ثابتة في الولايات المتحدة أي أن سعر صرف الدولار بالنسبة للجنيه سينخفض إلى النصف.¹

ولقد بذلت عدة محاولات لاختبار مدى صحة نظرية تعادل القوة الشرائية ولعل أهم اختبار هو ذلك الذي قام به توماس عام 1973 وحين أظهرت الدراسات أن انحرافات القوة الشرائية على أسعار الصرف ترجع إلى اختلافات زمن الدورة التجارية في الدولتين، وأن المستوى العام للأسعار هو من المحدودات الرئيسية لكل من الدخل الحقيقي والعمالة وسعر الفائدة²

تعد نظرية تعادل القوة الشرائية إحدى أقدم النظريات المحددة لسعر الصرف: حيث أن افتراض هذه النظرية ينص على أن قيمة العملة تتحدد عن طريق حجم السلع والخدمات الذي يمكن أن تملكه في بلد الإصدار بالمقارنة مع ما يمكن شراؤه نفس المبلغ من العملة في الخارج.

وبالتالي فإن قيمة العملة دالة في قدرتها الشرائية، التي تحسب بمقارنة القدرة الشرائية في السوق المحلية وفي الخارج: وعلى سبيل المثال إذا كان مستهلك أمريكي يمكنه شراء نفس السلعة من السلع بـ \$100 في السوق الأمريكي والياباني فهذا سيلتزم $E = P^*/P$ معدل الصرف $E = p$ = المستوى العام للأسعار المحلية (الأمريكية) P^* = المستوى العام للأسعار الأجنبية (اليابانية).

في حالة ما إذا كان هناك فرق في مستوى أسعار كلتا الدولتين فإن التغيرات النسبية لمعدل الصرف تكون مساوية للتغيرات في المستوى العام للأسعار المحلية والأجنبية $E = P^*/P$ بمعنى آخر التغيرات في معدلات الصرف تنتج من التغيرات في معدلات التضخم بين الدولتين وعلى سبيل المثال: إذا ارتفعت الأسعار في الولايات المتحدة الأمريكية بـ 10 % على نظيرتها اليابان فإن الدولار سينخفض بـ 10 % مقابل الين.

¹ المرجع نفسه، ص 8.

² حمدي عبد العظيم، مرجع سابق، ص 39.

ولعل أهم الانتقادات الموجهة إلى هذه النظرية هي اعتمادها على قانون الأسعار الموحدة مهما كانت السلع العملة بمعنى آخر توفر المنافسة على المستوى الدولي كما أن السلع المتوفرة في الأسواق المحلية ليست قابلة للإحلال مع اختلاف الأذواق.¹

- النقد الموجه إلى النظرية:

تعددت الانتقادات الموجهة لهذه النظرية بسبب أهميتها ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- تعدد الأرقام القياسية المعبرة عن الأسعار وعدم وجود رقم قياسي واحد يعبر عنها كافة.
- صعوبة اختيار فترة أساس لتحديد الأرقام القياسية للأسعار.²
- إن النظرية تهمل العوامل الأخرى المؤثرة في تحديد سعر الصرف.
- تهمل النظرية أثر تغير أذواق المستهلكين وظهور السلع البديلة في تغيرات مستوى الأسعار.

2-3-2 نظرية تعادل أسعار الفائدة:

تنص هذه النظرية أنه في حالة عدم وجود حواجز جمركية فإن مردودية التوظيف في دولتين مختلفتين يجب أن تتساوى، وهذا ما يضمن من جهة أخرى أن الفرق بين معدل الفائدة بين اقتصادين يجب أن يساوي معدل انخفاض أو ارتفاع قيمة العملة في المستقبل، بمعنى آخر إذا كان معدل الفائدة على العملة A أكبر من المعدل المطبق على العملة B فإن قيمة هذه الأخيرة سوف تتحسن بالمقارنة مع قيمة العملة A حتى يتم إلغاء فروقات الفائدة بفروقات الصرف.

مثال:

قرر مستثمر أن يوظف مبلغ معين من المال M في السوق المحلي وذلك لمدة سنة، في نهاية المدة سيحصل المستثمر على المبلغ التالي $M(1+id)$ ، حسب هذه النظرية يجب أن يتساوى المبلغ الذي حصل عليه هذا المستثمر لو قام بتوظيف المبلغ M في عملة أخرى. وبتفصيل أكثر: لو قام هذا الشخص بتحويل المبلغ M عند سعر الصرف الحاضر إلى العملة الأجنبية وتوظيف هذا المبلغ في السوق الأجنبية عند سعر الفائدة ie ، ثم يقوم

¹ Dominique Plihon, *La monnaie et ses mécanismes*, Kasbah – Alger, 2004, p73-74.

² حمدي عبد العظيم، مرجع سابق، ص42.

هذا المستثمر يبيع ما سيحصل عليه في نهاية الفترة $(1 + ie)$ في السوق الآجل للحصول على العملة الوطنية. بطريقة أخرى يمكن أن نعبر عن ذلك كما يلي:

$$M(1+id) = M \setminus CC \times (1+ie) \times CT \text{:01}$$

CC: السعر الحاضر.

CT: السعر الآجل.

id: سعر الفائدة الاسمي في السوق الوطنية

ie: سعر الفائدة الاسمي في السوق الأجنبية

$$ie) \text{:02} (1+ + id) \setminus (1CT \setminus CC =$$

يمكن كتابة المعادلة 02 على الشكل التالي: نطرح 1 من طرفي المعادلة:

$$1 - ie) (1+ + id) \setminus (1 = 1 - CT \setminus CC$$

$$+ ie \setminus 1 - CC \setminus CC = id - CT$$

CC \setminus CC - CT : مقدار التحسن أو التدهور الذي يطرأ على سعر الصرف.¹

وهو ما يوضح أن الفرق بين أسعار الفائدة في البلدين يكون مساويا لمقدار الارتفاع أو الانخفاض في سعر الصرف.

ملاحظة:

إذا كان سعر الصرف لأجل أكبر من سعر الصرف نقدا فإن:

سعر الصرف لأجل = سعر الصرف نقدا + العلاوة Report

وإذا كان سعر الصرف لأجل أقل من سعر الصرف نقدا فإن:

سعر الصرف لأجل = سعر الصرف نقدا - الخصم Deport

مثال: إذا كان لدينا المعطيات التالية بالنسبة لسعر صرف اليورو مقابل الدولار:

1 يورو = 1.0237 دولارالسعر الحاضر

1 يورو = 1.0260 دولارالسعر الآجل لمدة شهر

من خلال ملاحظة كل من السعر الحاضر والآجل يتضح أن سعر الصرف الآجل أكبر من

السعر الحاضر وبالتالي فإن اليورو يخضع لعلاوة سنوية Report، ومقدار هذه العلاوة

يحسب كما يلي:

¹ Josette Peyrard, *Gestion financière internationale*, Vuibert, paris, 1999, p 83.

$$1.0260 - 1.0237 \times 12 \times 1\% = 2.70\%$$

سعر الصرف لأجل = سعر الصرف نقدا + العلاوة Report

$$\text{سعر الصرف لأجل لمدة شهر} = 1.0237 + 2.70\% = 1.0260$$

1.0260 دولار.

مثال:

توضيح كيفية التوصل إلى تحديد السعر الآجل باستخدام نظرية تعادل أسعار الفائدة. سنفترض أن مستثمرا لديه وديعة بالإسترليني لمدة سنة قدرها 100.000 جنيه بفائدة نسبتها 9.5% سنويا، وأن مستثمرا آخر لديه وديعة تعادل قيمة الوديعة الأولى ولكن بالدولار ونسب الفائدة المحتملة لها 5.2% وأن سعر الصرف الفوري للدولار مقابل الإسترليني هو 50. دولار لكل جنيه، فما هو السعر الآجل الذي يساوي بين وديعة الإسترليني ووديعة الدولار عند استحقاقهما؟

الحل: حسب ما ذكرناه سابقا، علينا أن نحدد العناصر الثلاثة التالية:

$$\text{قيمة وديعة الإسترليني عند استحقاقها} = 100.000 \times (1 + 0.095) = 109500 \text{ جنيه إسترليني}$$

$$\text{قيمة الوديعة بالدولار المعادلة لمبلغ} = 100.000 \text{ إسترليني بالسعر الفوري}$$

$$= 150.000 \text{ دولار} = 1.5 \times 100.000$$

$$\text{قيمة الوديعة بالدولار عند الاستحقاق} = 150.000 \times (1 + 0.0525) = 157875 \text{ دولار}$$

فإذا كان سعر الصرف الفوري قدره 1.5 هو الذي يساوي بين مبلغ 100.000 إسترليني

ومبلغ 150.000 دولار، فيكون السعر الآجل بطبيعة الحال هو السعر الذي يجعل

الإسترليني يتساوى مع مبلغ الدولار عند الاستحقاق، أي أن السعر الآجل الخالص يساوي

مبلغ الدولار عند الاستحقاق مقسوما على مبلغ الإسترليني عند الاستحقاق أي يساوي:

$$157875 \div 109500 = 1.442 \text{ دولار}$$

أي أن السعر الآجل معدلا بفروق أسعار الفائدة = 1.442 دولار

وقد يحدث أن يتساوى سعر الصرف الآجل مع سعر الصرف الفوري وقد يختلف عنه.

2-3-3 نظرية عدم التوازن في ميزان المدفوعات:

تعتمد على النتيجة النهائية في ميزان المدفوعات لدولة ما وتبعاً لهذه النظرية نجد أنه من حالة وجود عجز في ميزان المدفوعات فإن يعني زيادة العرض من العملة الوطنية، مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها الخارجية بينما يحدث العكس في حالة وجود فائض في ميزان المدفوعات.

لكن على مدار العلاقة الخاصة بتكافؤ معدلات الفائدة والعلاقة الخاصة بتكافؤ القدرات الشرائية فإن الصلة بين الصرف والرصيد الجاري تبدو أيضاً عديمة الاستقرار حيث تكفي الإشارة إلى عجز الميزان الجاري للولايات المتحدة الذي على الرغم من اتساعه في عقد التسعينات لم يؤثر مطلقاً على مكانة الدولار ويبدو جلياً أن حركات رؤوس الأموال لعبت دوراً هاماً في التخفيض من تأثير عجز في ميزان الجاري على قيمة العملة.¹

وينشأ الطلب والعرض على العملة من مختلف العناصر الإيجابية الدائنة والعناصر السلبية المدينة التي يتألف منها ميزان المدفوعات حيث يتولد الطلب على الصرف أو عرضه من المعاملات المتعلقة بالاستيراد أو التصدير أو المعاملات الجارية الأخرى غير المنظورة وقد يتولد الطلب على الصرف أو عرضه عن انتقال رؤوس الأموال الخاصة من بلد لآخر وذلك نظراً لارتفاع سعر الفائدة الطويل الأجل أو معدلات الربح في الداخل عنه في الخارج. كما ينتج الطلب على الصرف أو عرضه للمعاملات الحكومية سواء استخدمت الحكومة الوفاء بنفقاتها العادية في الخارج أو المساهمة في تدعيم التعاون الاقتصادي هذه المعاملات وأمثالها تدرج تحت هذا القسم أو ذلك من أقسام ميزان المدفوعات سواء كان في جانبه دائن أم في جانبه المدين. وهكذا تسجل تغيرات سعر الصرف تغير العلاقة بين جمليتي العناصر التي يتألف منها ميزان المدفوعات فما سعر الصرف سوى الثمن الذي يتحقق عرض الصرف وطلبه كما يسجلهما ميزان المدفوعات.²

وتختلف العناصر التي تتفاعل في تكييف الطلب على الصرف وعرضه باختلاف نظام الصرف والمدفوعات السائدة من البلاد والذي يتمثل أساساً في النظام الثابت، العائم ونظام الرقابة على الصرف.

2-3-4 نظرية مستوى الإنتاجية:

¹ وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، دار المنهل الدولي، بيروت، 2001، ص 222.

² عادل أحمد حشيش، العلاقات الاقتصادية الدولية، الدار الجامعية، مصر، 1994، ص 88-89.

إن ارتفاع الإنتاجية في الدولة يؤدي إلى زيادة حركة رؤوس الأموال الأجنبية إلى داخل بعرض الاستثمار في عمليات إنتاج وهو ما يؤدي إلى زيادة الطلب على عملة هذه الدولة ومن ثم زيادة صرفها كما يؤدي إلى زيادة القدرة التنافسية للدولة على التصدير بمعنى آخر القيمة الخارجية لعملة دولة تتحدد على أساس كفاية ومقدرة جهازها الإنتاجي،¹ تنادي هذه النظرية بأن دمج وكفاءة الجهاز الإنتاجية للدولة يلعبان دوراً رئيسياً في تحديد سعر الصرف فكلما تنوع إنتاج الدولة وازدادت إنتاجية عوامل الإنتاج فيه، كلما أدى إلى تحسين سعر الصرف الخارجي لعملة هذه الدولة وتزى هذه النظرية أن سعر الصرف يجب أن يتم تحديده وفق قوى الإنتاج داخل الدولة وإلا انتاب هذه الدولة عدم الاستقرار الاقتصادي فإذا افترضنا أن قوى الإنتاج كانت منخفضة وأن سعر الصرف كان مقدراً بأكبر من قيمته فتكون نتيجة ذلك أن ترتفع أسعار السلع الوطنية من ناحية بسبب انخفاض الإنتاج.

وأن تقل صادرات هذه الدول بسبب ارتفاع سعر صرف عملتها من ناحية أخرى وفي الوقت نفسه يزداد طلب مواطنيها على السلع الأجنبية الأمر الذي يفاقم العجز في ميزان المحتويات أما في الحالة العكسية إذا كان جهاز الدولة قوياً وكانت قيمة عملتها الخارجية مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية حينئذ يزداد الطلب على سلع هذه الدولة وترتفع مستويات الأسعار فيها ولا بد أن تعاني هذه الدولة من التضخم.²

2-4 سوق الصرف الأجنبي:

يعرف سوق الصرف بأنه المكان الذي يتم فيه تبادل العملات المختلفة، إلا أنه ليس محدود بمكان معين وإنما يقصد به شبكة العلاقات الموجودة بين وكلاء الصرف وذلك في كل البنوك المنتشرة عبر مختلف أنحاء العالم بالإضافة إلى اللقاءات الفعلية بين وكلاء الصرف في أماكن خاصة بهم.³

وسوق الصرف ليست كغيرها من الأسواق المالية أو التجارية، إذ أنه ليس محددًا بمكان معين يجمع البائع والمشتري، وإنما يتم التعامل في سوق الصرف بواسطة أجهزة الهاتف

¹ جمال الدين العويصات، العلاقات الاقتصادية الدولية والتنمية، دار هومة، الجزائر، 2000، ص52.

² محمد خالد الحريري، علاقات اقتصادية دولية، الدار الجامعية، دمشق، سوريا، 1981، ص101.



والتلكس والفاكس داخل غرف التعامل بالصراف الأجنبي (Dealing Rooms) في البنوك العاملة في مختلف المراكز المالية مثل: نيويورك، لندن، طوكيو، فرانكفورت، سنغافورة، هونغ كونغ، سان فرانسيسكو، سيدني، زيوريخ، تورنتو، بروكسل، البحرين، هونغ كونغ... إلخ، ويعمل كشبكة تتجه على توحيد المجال الاقتصادي الدولي.¹

وتكون غرف التعامل في البنوك مزودة بأجهزة المعلومات مثل رويتر وتيلرات (Reuter Monitor) وداوجونز ،... إلخ)، والتي تعرض على شاشاتها التغيرات الفورية التي تطرأ على أسعار العملات المختلفة وأسعار الفائدة على الودائع بالعملات الحرة لأجال مختلفة على مدى 24 ساعة.

تنقسم أسواق الصراف إلى قسمين :

2-4-1 سوق الصراف العاجل (الحاضر) spot market : أين يتم تسليم الصراف الأجنبي المشتري والمباع في الحال والسعر العاجل هو سعر الصراف الأجنبي لتلك المعاملات العاجلة، وعادة ما يتم شراء العملات الأجنبية في السوق الحاضرة لتمويل عمليات الاستيراد، شراء أحد الأصول الأجنبية مثل السندات العقارات... إلخ، وكما رأينا يستخدم في سوق الصراف العاجل التسعير المباشر والتسعير غير المباشر والتسعير التقاطعي للعملات.

2-4-2 سوق الصراف الآجل forward exchange market : إن شراء وبيع الصراف لا يتم فقط مقابل التسليم في نفس الوقت، وإنما قد يكون التسليم في المستقبل لمدة ثلاثين يوماً، ستين يوماً أو تسعين يوماً، ويمكن أن تطول العقود أكثر من ذلك، ليس لسوق الصراف الآجل مكان محدد وتتم العمليات فيه عبر الهاتف أو التلكس، تسمح هذه السوق بتحديد السعر المستقبلي للعملات المتبادلة عن طريق تثبيت السعر عند الاتفاق، وعادة ما يتم التدخل في السوق الآجل لثلاثة أغراض هي: التغطية المراجعة والمضاربة.

أ - التغطية hedging : تقدم أسواق الصراف الآجل وسيلة للحماية من الأخطار الكامنة في تقلبات السعر العاجل نجد أن كثيراً من معاملات الصراف الأجنبي تقوم على توقعات لمدفوعات أو تحصيلات تنشأ من نشاطات تجارية أو مالية مستقبلية، لذلك يتعرض المتعاملون إلى خطر تغير السعر العاجل إذا بقوا في مركز مكشوف لحقوق جارية صافية

أو التزامات جارية صافية بعملة أجنبية، ويمكن إزالة هذه المخاطر عن طريق البيع أو الشراء الآجل لحصيلة الصرف الأجنبي المتوقعة.

مثال:

شركة أمريكية مدينة بمبلغ 1000 جنيه إسترليني لمصدر بريطاني، يستحق الدفع بعد ثلاثة أشهر، السعر الحاضر هو 2,3 دولار=1 جنيه، لكن إذا ارتفع السعر الحاضر بعد ثلاثة أشهر إلى 2,4 دولار ماذا يحدث؟ وكيف يمكن تلافي هذه المشكلة؟¹
إذا ارتفع السعر الحاضر بعد ثلاثة أشهر إلى 2,4 دولار سيتعين عليها أن تدفع ما يعادل 2400 دولار بعد ثلاثة أشهر. أي هناك زيادة تقدر ب 100 دولار.

إذا كان السعر المقدم هو 2,37 دولار للجنيه فإن الشركة الأمريكية يمكنها أن تشتري اليوم 1000 جنيه عند السعر 2,37 تستلمها بعد ثلاثة أشهر وتجنب بذلك المخاطرة في الصرف الأجنبي، فبعد انقضاء الشهور الثلاثة تستطيع الشركة الأمريكية أن تحصل على 1000 جنيه التي تحتاجها مقابل 2370 دولار بصرف النظر عن السعر الحاضر في ذلك الوقت 1 جنيه = 2,4 دولار.

ب- المضاربة speculation: على خلاف التغطية فإن المضارب يضع نفسه في مركز مكشوف حيث يهتم فقط بأن يستفيد من إمكانية حدوث تغيرات في السعر العاجل لإحدى تغيرات في السعر العاجل لإحدى العملات على مر الزمن، أي أنه يُقبل على الخطر عمدا. فإذا كان تنبؤ المضارب عن السوق صحيح فإنه يحقق ربحا، وإن كان عكس ذلك تعرض للخسارة.

مثال: إذا كان السعر المقدم على الجنيهات في التسليم بعد ثلاثة أشهر هو 2,3 واعتقد المضارب أن السعر الحاضر للجنيه بعد ثلاثة أشهر سيصبح 2,4 دولار، فيمكنه أن يدخل اليوم في عقد مقدم لشراء 1000 جنيه بعد ثلاثة أشهر عند السعر 2,3 دولار وبعد الشهور الثلاثة سيدفع 2300 دولار مقابل 1000 جنيه، فإذا حدث في ذلك الوقت أن كان السعر الحاضر للجنيه هو 2,4 يمكنه هنا إعادة بيع 1000 جنيه في السوق الحاضرة مقابل 2400 دولار ويكسب 100 دولار، وإن ثبت أن كانت توقعاته خاطئة وكان السعر الحاضر بعد ثلاثة أشهر هو 2,25 دولار، فسيظل يتعين عليه دفع 2300 دولار مقابل

¹ دومينيك سلفاتور، الاقتصاد الدولي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1992، ص 147.

1000 جنيه التي تسلمها عند الصفقة المقدمة المسددة، وإذا باع 1000 جنيه مقابل 2250 دولار في السوق الحاضرة فسيفقد 50 دولار في الصفقة.¹

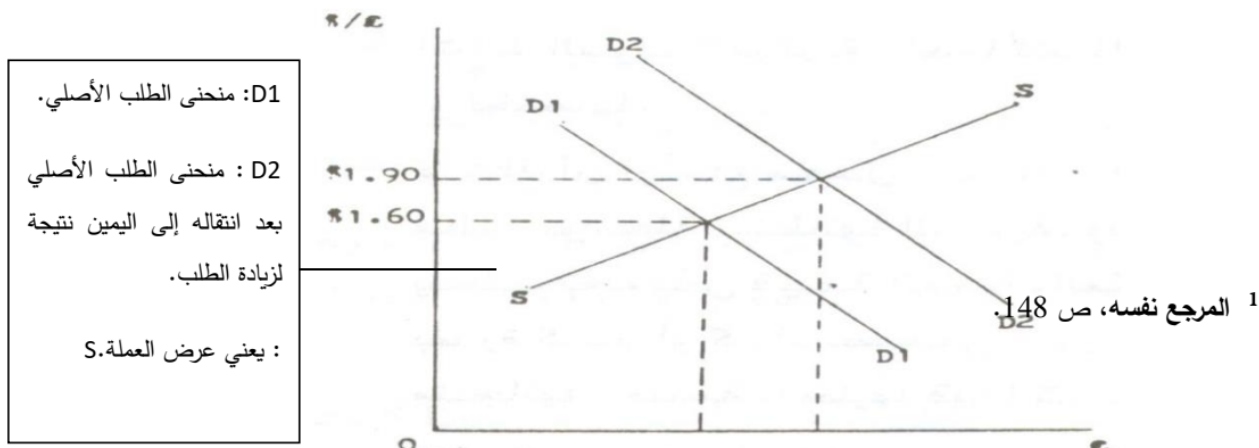
ج- **المراجحة arbitrage** : وتسمى كذلك بالتحكيم وهو عملية الاستفادة من فروق أسعار العملة في أسواق الصرف المختلفة. يقوم المحكم بشراء عملة ما أين يكون سعرها منخفضا ويعيد بيعها في المكان الذي يكون سعرها مرتفعا مستفيدا من الفارق في السعر، وهناك مصرفيون متخصصون في التحكيم يفاضلون بين أسواق الصرف، مسترشدين بقيام التفاوت بين أسعار العملة الواحدة في تلك الأسواق وتستمر هذه العملية إلى أن يتعادل السعران، ولهذا كله يعتبر التحكيم وسيلة تجعل من سوقين للصرف سوقا واحدة بفضل حرية انتقال العملة بينهما.

مثال: إذا كان سعر صرف الدولار بالنسبة للجنيه الإسترليني 1 جنيه = 2,29 دولار في لندن ويساوي 2,31 دولار في نيويورك، وعليه فإن المحكمين سوف يشترون الجنيهات في لندن وبيعونها في نيويورك محققين ربح قدره 0,02 ، ومع حدوث هذا فان سعر الجنيه مقابل الدولار سوف يرتفع في لندن وينخفض في نيويورك، حتى يتعادلان مثلا عند 2,30 في كلا المكانين ومن ثم تختفي عملية التحكيم.

2-5 توازن سوق الصرف الأجنبي:

يتحدد سعر الصرف في ظل نظام حرية الصرف بتلاقي منحنى الطلب ومنحنى العرض، وعند نقطة التقاطع بين المنحنيين سنجد سعر الصرف الذي يحقق التوازن، سعر الصرف التوازني، وكما هو الحال بالنسبة لأي سعر تحدده السوق.

الشكل رقم: (03) توازن سوق الصرف الأجنبي
الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي



مستوى التوازن لسعر الصرف يتحدد عند نقطة التقاء منحنى الطلب مع منحنى العرض وتحرك السعر إلى الأعلى يعني زيادة سعر الإسترليني بالنسبة للدولار. وينشأ الطلب على الإسترليني من المستوردين الأجانب لسداد قيمة صادرات إنجلترا إليهم والمستثمرين الأجانب الذين يرغبون في الاستثمار في إنجلترا أو البنوك المركزية الأخرى التي تشتري الإسترليني لدعم قيمته. أما عرض الإسترليني فينشأ من بيع المستوردين الإنجليز لعملتهم من أجل الحصول على العملات الأخرى اللازمة لتسديد قيمة وارداتهم من الخارج، أو من المستثمرين الإنجليز الذين يرغبون في الاستثمار في الخارج، أو من بنك أو أكثر من البنوك المركزية التي تبيع الإسترليني من أجل خفض قيمته.

2-6 أنظمة الصرف:

2-6-1 نظام قاعدة الذهب الدولية Gold Standard

عرف العالم منذ سنة 1870 وإلى غاية 1914 نظاما نقديا مستقرا يعرف عند البعض بأنه المرحلة الأولى للعولمة.¹ وتميزت هذه المرحلة بظهور الاتحادات النقدية كالاتحاد النقدي اللاتيني (بلجيكا، إيطاليا، سويسرا، فرنسا) والاتحاد النقدي الاسكندنافي (الدنمارك، النرويج والسويد)، حيث اعتمدت كل عملة من عملات الدول المذكورة كنفد قانوني. ويعرف نظام القاعدة الذهبية بأنه النظام الذي تكون فيه الوحدة النقدية من الذهب (المسكوكات الذهبية) بحيث يضمن التداول الحر لهذه المسكوكات الذهبية ويؤمن في الوقت نفسه حرية عملية تبديل أشكال النقد المتداول بالذهب كما يؤمن على الصعيد الخارجية حرية تصدير واستيراد هذا المعدن الأصفر. ويقوم نظام قاعدة الذهب على عدة ركائز أهمها:

¹ Ranvenhill John, *global political economy*, Oxford university press, p 07.

- وجود علاقة ثابتة بين قيمة الوحدة النقدية وبين كمية معينة من الذهب من عيار معين: وهذا لا يعني أنه يشترط أن تكون النقود الذهبية متداولة فعلاً داخل الاقتصاد القومي، وإنما يكفي لسيادة هذه القاعدة أن تكون النقود الورقية المتداولة قابلة للتحويل إلى الذهب في أي وقت يشاء حاملها، إما للاستعمال في تسوية المعاملات في الداخل والخارج معاً وإما للاستخدام فقط في تسوية المعاملات الخارجية.

- يجب أن يكون ذلك مقترناً بحرية استيراد وتصدير الذهب: إذ إن وضع القيود على تجارة الذهب استيراداً وتصديراً سوف يعمل على تفاوت توزيعه بين الدول بعدالة وبالتالي تفاوت قيمته مما يوفر الفرصة لعدم إمكانية استخدامه كمقياس محايد للعملة.¹

استمر العمل بقاعدة الذهب كنظام نقدي دولي قبل الحرب العالمية الأولى بشكل كفؤ بسبب سيادة لندن في التمويل الدولي، وقد تضمنت الموجودات الاحتياطية الدولية عملياً ليس الذهب وحده فقط وإنما أيضاً الودائع الإسترلينية لدى المصارف البريطانية ذلك أن معظم التجارة الدولية آنذاك كان يتم تمويلها في لندن.² وقد اضطرت الدول المتحاربة إلى توقيف العمل بقاعدة الذهب بسبب التنامي الكبير لنفقات الحرب التي فاقت موارد أي من الدول المتحاربة، وأصبح لزاماً على البنوك المركزية من أجل إصدار نقود إضافية، وهذا ما أدى بالحكومات إلى إعفاء مصارفها من التقيد بنظام قاعدة الذهب وتم إدخال وتداول الأوراق النقدية بشكل إلزامي ودون قابلية التحويل إلى ذهب مما سبب ارتفاعاً كبيراً في معدلات التضخم.

2-6-2 نظم الصرف في فترة ما بين الحربين 1919-1939:

تعرف الفترة الممتدة ما بين 1919 (نهاية الحرب العالمية الثانية وعقد اتفاقية فرساي) واندلاع الحرب العالمية الثانية في التاريخ الاقتصادي باسم فترة ما بين الحربين حيث اتسمت بعدم الاستقرار في الاقتصاد العالمي انتهى بالانهيار الاقتصادي (1929-1939) حاول العالم خلال هذه الفترة العودة إلى آلية عمل النظام النقدي الدولي الأسبقية في ظل قاعدة الذهب لكنها فشلت.

¹ فتحي محمد سليم، نظام النقد الدولي، نظرة تاريخية ومعالجة جذرية، كتاب الوعي، 2005، ص 11-12.

² عبد المنعم السيد علي، هيل عجمي الجنابي، العلاقات النقدية الدولية، دار الكتب للطباعة والنشر، الموصل، 1992، ص 116-117.

2-6-3 نظام الصرف في ظل اتفاقية بريتون وودز:

جعل النظام الجديد الدولار الأمريكي بمثابة العملة المحورية في العالم، فقد كان الدولار حينذاك مدعوما بـ 75% من المخزون العالمي من الذهب بشكل نقد، ولم يكن الدولار الأمريكي قد عانى من أية أضرار بسبب الحرب، كما أنه أكثر إنتاجية منه من أي وقت مضى.

نصت الاتفاقية الجديدة على أن الولايات المتحدة الأمريكية ستكون الدولة الوحيدة التي تمتلك عملة قابلة للتحويل بحرية إلى ذهب بمعدل ثابت،¹ وتختار كل دولة قيمة اسمية لعملتها مقومة بالدولار الأمريكي، أي أن الدولار بات هو المركز والأساس الذي بموجبه تم ربط وتحديد سعر صرف العملات الأخرى، وارتباط العملات بالدولار يجعل سعر الصرف بين أي عملتين معلوما. كما تلتزم الولايات المتحدة بقابلية تحويل الدولارات الورقية إلى ذهب، وبناء على سعر التعادل المعلن بين الدولار والذهب بواقع 35 دولارا للأونصة، أي أن الدولار الأمريكي يتساوى مع الذهب من حيث السيولة والقبول العام.

ومن جهة أخرى تلتزم الدول الأخرى على ألا تتحرف أسعار العملات أعلى أو أقل عن سعر صرفها الثابت بالنسبة للدولار $\pm 1\%$ وعلى هذا الأساس فإن أسعار الصرف الثابتة تقع داخل هذا النطاق المحيط بالسعر الرسمي، وإن كان يسمح لها أن تتقلب في نطاقه.² وفي حال عجز موازين الدول الأعضاء يقوم الصندوق النقدي الدولي بتقديم قروض بالعملات الأجنبية لتمويل العجز في موازين مدفوعاتها.³

مرور الوقت أدى تراكم الدولار لدى دول الفائض مع تفاقم العجز في ميزان المدفوعات للولايات المتحدة إلى فقدان الثقة في احتياطياتها الدلارية ومن ثم عمدت إلى تحويل هذا الفائض إلى ذهب مما أدى إلى هبوط مخزون الرصيد الذهبي الموجود في حوزة الولايات المتحدة حيث انخفض من 18 مليار \$ إلى 11 مليار \$ (1960 - 1970) وأصبحت

¹ بيتر برنشتاين، سطوة الذهب، تعريب مها حسن بجبوح، مكتبة العبيكان، الرياض، 2002، ص 494.

² قوبلت الخطة الجديدة بما فيها من التزامات دولية غير مألوفة بالمعارضة من قبل المتخوفين من النظم الجديدة، وقد حفز هؤلاء موقف كينز على الدفاع بحرارة عن تلك التركيبة الجديدة التي أسهم فيها الكثير: " لقد استخدمت قواي في إقناع مواطني والعالم بأسره بتغيير مبادئهم التقليدية، ألم أكن أنا من كتب عندما كان الكثيرون من المناوئين الحاليين لتوقيع الرموز لا يزالون على عبادة العجل، أن الذهب هو من بقايا البشرية.

³ بسام الحجار، النظام النقدي الدولي وأسعار الصرف، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2009، ص 28-29.

مستحقات الدول اتجاه أمريكا تفوق ما لديها من رصيد ذهبي، كما ارتفعت الأصوات المطالبة بإبدال الدولارات التي تراكمت لديها إلى ذهب.

وحينما أصبح الأمر لا يمكن احتمالاه أو وقفه اضطر الرئيس نيكسون في خطاب شهير له يوم الأحد 15 أوت وقف قابلية تحويل الدولار إلى ذهب بشكل مؤقت وتخفيض المساعدات الخارجية وفرض ضريبة على الواردات بـ 10% وإعلان إجراءات تستهدف تثبيت الأجور والأسعار لمدة 3 أشهر للحد من التضخم.

وكان ذلك إعلانا عن نهاية عصر بريتون وودز ونزع الصفة النقدية عن الذهب، وبداية صفحة جديدة في النظام النقدي الدولي والذي سيقوم منذ هذه اللحظة على قاعدة الفوضى.¹

2-6-4 أنظمة الصرف بعد انهيار نظام الصرف الثابت:

تتراوح نظم الصرف السائدة في النظم الاقتصادية العالمية ما بين تلك المعمومة بشكل كامل، بحيث يترك لقوى السوق تحديد سعر الصرف وتلك الثابتة المربوطة بعملة واحدة أو بسلة من العملات، كما توجد أنظمة صرف تكون مزيج من كلا النظامين.

أ- الربط بعملة مفردة:

يربط البلد عملته بعملة رئيسة مثل الدولار الأمريكي أو الفرنك الفرنسي. ولا تتدخل السلطات المختصة في تحديد سعر الربط أو تقوم بتحديد سعر الربط إلا في حالات معينة. ويلاحظ أن الربط بعملة مفردة ثابت بالنسبة لعملة الربط فقط، حيث تعتبر العملة من الناحية العملية معمومة بالنسبة لجميع العملات الأخرى.

ب- الربط بسلة من العملات:

يتم اختيار نظام الربط بسلة من العملات المتاحة، مثل حقوق السحب الخاصة وسلات العملات الأخرى، التي ترتكز عادة على عملات أهم الشركاء التجاريين للبلد.

ج- التعويم الحر:

يترك لسعر الصرف حرية التغير بشكل مستمر عبر الزمن، بما يتفق وقوى السوق، ويقتصر تدخل السلطات في هذه الحالة على التأثير على سرعة التغير في سعر الصرف فقط، وليس الحد من ذلك التغير.¹

¹ المرجع نفسه، ص 230.

تمارين الفصل الأول:

التمرين الأول:

استخدم الجدول التالي للإجابة عن الأسئلة الواردة أدناه:

مستخلص ميزان المدفوعات لدولة جنوب إفريقيا	
2006 مليون راند	
	الحساب الجاري
398 532	الصادرات السلعية
476 545	الواردات السلعية
35 470	صافي صادرات الذهب
81 353	مستلمات من الخدمات
96 950	مدفوعات للخدمات
40 234	مستلمات الدخل (مداخيل)
75 990	مدفوعات الدخل (مداخيل)
- 18 494	صافي التحويلات جارية
?	رصيد الحساب الجاري
	الحساب المالي

¹ إبراهيم الكراسنة، سياسة سعر الصرف، دورة البرمجة المالية والسياسات الاقتصادية الكلية، عمان، 10 - 2007/6/21 ، صندوق النقد العربي، ص 4-5.

- 47 350	الاستثمارات الأجنبية المباشرة
130 583	استثمارات المحفظة المالية
19 278	استثمارات أخرى
102 511	رصيد الحساب المالي
66 39	العمليات غير المسجلة (السهو والخطأ)

1- ماذا نقصد بميزان المدفوعات؟

2- ما هي الحسابات التي لم تظهر في ميزان المدفوعات أعلاه؟

3- ما هو الحساب الذي يشمل جميع الأسهم التي يشتريها المستثمرون الأجانب؟

4- لماذا يدخل الذهب كعنصر مستقل في الحساب الجاري وليس ضمن الصادرات السلعية؟ (حالة خاصة بجنوب إفريقيا فقط).

5- أحسب رصيد الحساب الجاري، موضحا طريقة الحساب بكل خطواتها؟

التمرين الثاني:

إليك البيانات التالية حول ميزان مدفوعات بلد ما: الصادرات السلعية 100، الواردات السلعية 125، صادرات قطاع السياحة 90، واردات قطاع التأمين 80، مداخيل استثمارات في الخارج 110، مدفوعات الفوائد إلى الأجانب 150، زيادة الأصول المحلية في الخارج 160، زيادة أصول الأجانب داخل الوطن 200.

- بافتراض أن المدفوعات التحويلية تساوي الصفر، أوجد الميزان التجاري السلعي،

صافي الصادرات (الخدمات والدخل)، رصيد الحساب الجاري، الحساب الرأسمالي

والمالي وإجمالي الاحتياطات الرسمية.

التمرين الثالث:

• تسمى القيمة الصافية لتدفقات السلع والخدمات والدخل والتحويلات من جانب واحد ما يلي:

- حساب رأس المال.
- الحساب الجاري.
- الميزان التجاري.

• في ميزان مدفوعات بلد ما ، أي من المعاملات التالية هي تكون مدينة؟

- انخفضت أرصدة البنوك المحلية التي يملكها الأجانب.
- انخفضت أرصدة البنوك الأجنبية المملوكة للسكان المحليين.
- تباع الأصول المملوكة من قبل السكان المحليين لغير المقيمين.

- حقق بلد ما فائضا في الحساب الجاري، فماذا يعني ذلك:
- يحتاج إلى الاقتراض دوليا.
 - قادر على الإقراض دوليا.
 - يجب أن يكون لديه أيضا فائض في حساب رأس المال.
 - أنفق أكثر مما حصل على تجارة البضائع والخدمات، والدخل الدولي المدفوعات والإيصالات والتحويلات الدولية.



التمرين الرابع:

من وجهة نظر كندية، أي من التسعيرات التالية تمثل تسعيرا مباشرا وأي منها تمثل تسعيرا غير مباشر:

- (a) CAD/GBP 2.31; (d) GBP/CAD 0.43 -
 (b) USD /cad 0.84; (e) CAD /USD1.18 -
 (c) CAD/EUR 1.54; (f) EUR/CAD 0.65 -

التمرين الخامس:

- أعطيت لك التسعيرة التالية: EUR/GBP 1.5015-1.5040
 - لأي عملة قمنا بالتسعير أعلاه؟
 - ما هو سعر شراء اليورو بدلالة الجنيه الإسترليني؟
 - قرأت في صحيفة المال والأعمال أمس التسعيرة التالية CAD/GBP 2.3134
 - 2.3180
 - من خلال ترميز العملة، ما هي بلدان هذه العملات؟
 - كيف نقرأ هذه التسعيرة؟
 - ما هو سعر البيع ask rate لـ CAD ؟
 - ما هو سعر الشراء bid لـ GBP ؟
 - يعرض البنك التسعيرة الموضحة أدناه، أحسب تسعيرة الشراء باستخدام الأسعار التقاطعية eur/jpy أي سعر البنك لشراء الين الياباني.

سعر الشراء	سعر البيع
eur/cad 0,64	645 ,0
cad/jpy 01,0	012 ,0

التمرين السادس:

إذا كان سعر الصرف الحاضر بين الدينار الجزائري واليورو هو 1 يورو = 100 دج، وكان معدل التضخم في الجزائر بعد سنة 7% وفي ألمانيا 4%.



اشرح باختصار نظرية تعادل القوة الشرائية؟

ما هو سعر الصرف الحاضر بعد سنة حسب نظرية تعادل القوة الشرائية؟

التمرين السابع:

كان سعر الصرف في شهر سبتمبر للدولار مقابل اليورو 1,46 دولار = 1 يورو، وفي شهر نوفمبر أصبح سعر الصرف 1 يورو = 1,46 دولار، وكان المستوى العام للأسعار في منطقة اليورو في شهر سبتمبر 110 وفي الولايات المتحدة الأمريكية 105. وفي شهر نوفمبر أصبح المستوى العام للأسعار في منطقة اليورو 120 وفي الولايات المتحدة 115، بناء على هذه المعطيات أجب عن الأسئلة التالية:

- هل تحسنت القيمة الاسمية لليورو مقابل الدولار أم تدهورت؟
- أحسب القيمة الحقيقية لليورو في شهر سبتمبر ونوفمبر؟
- هل تحسنت أم تدهورت القيمة الحقيقية لليورو مقابل الدولار؟
- على ما تنص نظرية تعادل القوة الشرائية؟ حسب هذه النظرية هل كانت قيمة اليورو مقومة أكثر من قيمتها الحقيقية أم أقل من قيمتها الحقيقية؟

التمرين الثامن:

إذا كان سعر الفائدة في الجزائر 3 %، وفي منطقة اليورو 5 %، وكان سعر الصرف الحاضر 1 يورو = 100 دينار، فما هو سعر الصرف المتوقع بعد 3 أشهر؟ هل يتعرض الدينار إلى علاوة أو خصم؟

التمرين التاسع:

إذا كان المستوى العام للأسعار في الولايات المتحدة (نعتبرها البلد المحلي) يساوي 120 وفي جنوب إفريقيا 140 وكان سعر الصرف الاسمي 7 راند = 1 دولار، أحسب سعر الصرف الحقيقي؟

بافتراض أن سعر الصرف يوم الخميس كان 1 يورو = 0,5 دولار ويوم الجمعة كان سعر الصرف 1 دولار = 2.10 يورو، هل ارتفعت قيمة اليورو أم تدهورت مقابل الدولار؟

التمرين العاشر:

يعرض البنك أسعار الشراء والبيع في سوق الصرف الحاضر 240 - 220 JPY/GBP، ما هو السعر الذي:

يشترى به سعيد GBP؟ - يبيع به نوار GBP؟ - يشتري به يوسف JPY؟ -
تبيع به أمانى JPY؟

قررت القيام برحلة إلى كل من ألمانيا، نيوزيلندا، وبريطانيا، حيث ستقوم بإنفاق
1000 دولار في كل دولة (3000 دولار في المجموع)، وقد عرض البنك
التسعيرات التالية الخاصة بعملات هذه البلدان

USD /EUR 1.304-1.305, USD /NZD 0.67- 0.69, USD/ GBP
1.90-1.95

عند مغادرتك الجزائر كم ستأخذ معك من يورو، دولار نيوزيلندي، جنيه استرليني؟
قبيل عودتك من زيارة البلدان الثلاثة بقي لديك: 300 يورو، ألف دولار نيوزيلندي،
75 جنيه استرليني، بافتراض عدم تغير أسعار الصرف السابقة كم هو عدد الدولارات
المتبقية لديك (بعد تحويل هذه المبالغ إلى دولار)؟

- بافتراض أنك قمت بالاحتفاظ ب 300 يورو إلى غاية عودتك إلى الجزائر وتحويلها
إلى جنيه استرليني، وجدت مكتب الصرف في محطة القطار يعرض التسعيرة التالية:
GBP/EUR 0.66-0.68، وعلى بعد 300 متر من المحطة يعرض البنك التسعيرة
التالية :

GBP/EUR 0.665-0.675، بأي التسعيرتين ستقوم بالتحويل (تسعيرة المحطة أو
البنك)؟ كم جنيهها ستحصل عليه؟

التمرين الحادي عشر:

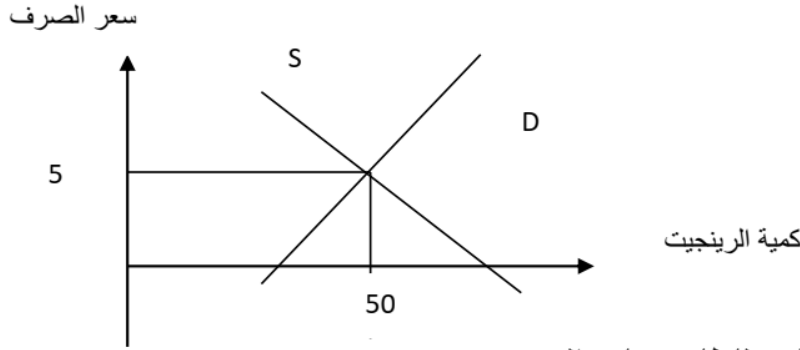
عادة ما يتم التدخل في السوق الآجل لثلاثة أغراض هي: التغطية المراجحة والمضاربة،
- ماذا نقصد بالتغطية؟

- ما هو الفرق بين التغطية والمضاربة؟

- ما هو الفرق بين المضاربة والمراجحة؟

التمرين الثاني عشر:

يمثل الشكل التالي سوق الصرف للرينجيت الماليزي مقابل الدولار الأمريكي، يمثل المحور
العمودي سعر الرينجيت مقابل الدولار، ويمثل المحور الأفقي الكمية المعروضة من
الرينجيت الماليزي، سعر التوازن هو (5 دولار = 1 رينجيت) (الأرقام افتراضية فقط).



- ما هو سبب الميل السالب للطلب على الرينجيت؟

- ما هو سبب الميل الموجب لعرض الرينجيت؟

- ما هي أسباب انتقال منحنى الطلب على الرينجيت؟

الفصل الثاني: المناهج التقليدية لتحديد ميزان المدفوعات وسعر الصرف (منهج المرونات ومنهج الاستيعاب)

تمهيد:

سنعتبر ميزان المدفوعات مكونا من ميزان السلع والخدمات فقط، وذلك بسبب أنه في وقت صياغة هذه النظريات لم تكن حركة رؤوس الأموال ذات أهمية كبيرة، مقارنة بما يعرف العالم اليوم، حيث أن معظم المعاملات في ميزان المدفوعات ناتجة عن المعاملات المالية¹، فقد قام الاقتصاديون بتطوير اثنين من المناهج التقليدية بين أوائل العشرينيات وحتى ستينيات القرن العشرين، حيث كان الاقتصاد العالمي يختلف عنه تماما في الوقت الراهن، لذلك نجد أن النماذج التي استندت على هذه المناهج تتمتع ببعض الخصائص المشتركة، وحيث إن الاقتصاديات الرئيسية في العالم لديها ترتيبات لسعر الصرف تقوم على التثبيت القابل للتعديل في ظل قاعدتي الذهب وبريتون وودز، فقد ركز الاقتصاديون جهودهم على فهم آثار تخفيض قيمة العملة على ميزان المدفوعات الدولية محل الاهتمام، لذلك سوف نستخدم هذه المناهج لدراسة آثار انخفاض قيمة العملة كذلك.

تجدر الإشارة إلى أنه عند صياغة هذين النموذجين، لم تكن تدفقات رأس المال تهيمن على سوق الصرف الأجنبي مثلما هو الوضع الآن، وقد نتج عن ذلك قيام المنهجين المشار إليهما لافتراض أن التدفقات الرأسمالية تنشأ لغرض وحيد هو تمويل المعاملات الدولية في

¹ G. Gandolfo, *International Finance and Open-Economy Macroeconomics*, Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2016, p97.

السلع والخدمات، وعلى ذلك، لم تؤخذ تدفقات رأس المال على تجارة الدولة في السلع والخدمات، ومن خلال التفرقة بين آثار تدفقات التجارة وآثار تدفقات رأس المال، تكون هذه النماذج قد أسهمت في فهمنا لكيفية تحديد وضع سعر الصرف وميزان المدفوعات.

أولاً: منهج المرونات

يقدم نموذج المرونات تحليلاً لما يحدث في الحساب الجاري لميزان المدفوعات عند القيام بتخفيض سعر الصرف، كانت بداية صياغة هذا النموذج مع ألفرد مارشال سنة 1923 وأبا ليرنر سنة 1944، ثم تم توسيعه لاحقاً من طرف جون روبرسون سنة 1937، وفريتز ماكلوب سنة 1939.¹

يقوم هذا المنهج أساساً على دراسة كيفية معالجة الخلل في الميزان التجاري للدولة من خلال عملية تخفيض أو رفع القيمة الخارجية للعملة المحلية وبالتالي التأثير على الصرف الأجنبي والطلب عليه وهو ما يؤثر على وضعية الميزان التجاري للدولة المعنية، ويرتكز منهج المرونات على دراسة كل من مرونتي الطلب على الواردات والطلب الأجنبي على الصادرات وتحليل أثر تخفيض قيمة العملة المحلية لتصحيح الخلل في الميزان التجاري، وينطلق في تحليله من شرط مارشال ليرنر والذي يقوم بالأساس على تحديد الشروط اللازمة حتى يتسم سوق الصرف بالتوازن والاستقرار.²

1-1 فرضيات منهج المرونات:

- يقوم منهج المرونات على مجموعة من الفرضيات نوجزها فيما يلي:
- يشكل توازن الميزان التجاري نقطة البداية في تحليل منهج المرونات، وفي هذا الخصوص فإن قيمة الصادرات تتكافأ مع قيمة الواردات.
 - لانهائية مرونات عرض الصادرات والواردات، وبالتالي تكون أسعار السلع القابلة للتجارة دولياً ثابتة، وكذلك أسعار السلع المنافسة؛
 - افتراض عدم وجود ردود أفعال للدول الأخرى، تؤدي إلى تحييد آثار إحداث تغيير في سعر الصرف؛

¹ Keith pilbeam, international finance, 3rd edition, palgrave Macmillan, New York, 2006, p78.

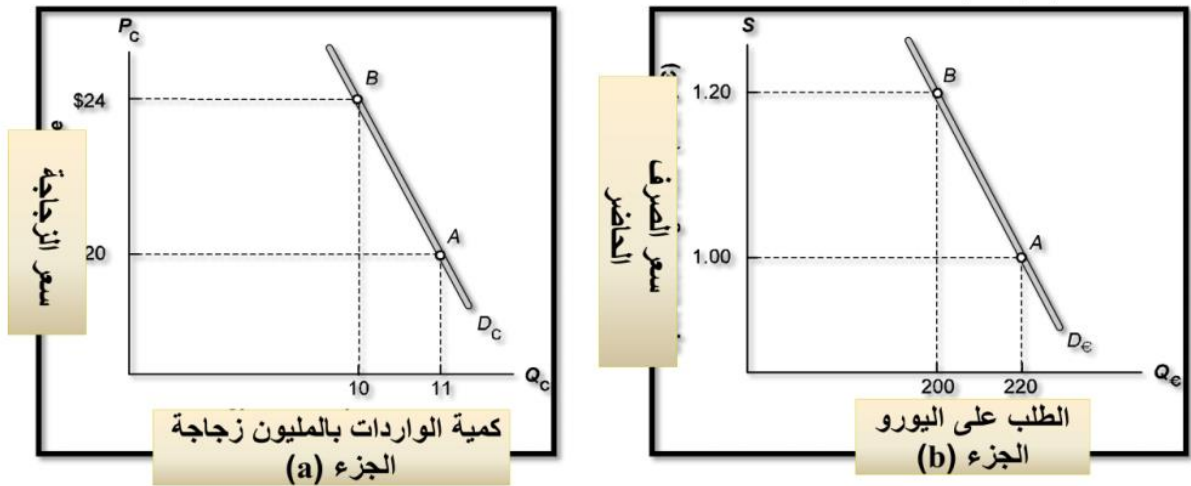
² زراقة محمد، آثار تقلبات سعر الصرف على ميزان المدفوعات، دراسة قياسية حالة الجزائر، مذكرة ماجستير، جامعة تلمسان، 2015-2016، ص 58.

-إعطاء المرونات السعرية لكل من عرض وطلب الصادرات والواردات مكانة متميزة في التحليل الاقتصادي لمنهج المرونات، بحيث يتوقف عليها مقدار تحسن الميزان التجاري الناشئ عن تغير سعر الصرف؛ مع افتراض ثبات منحنيات الطلب على الصادرات والطلب على الواردات؛

1-2 ميزان المدفوعات وتحديد سعر الصرف:

سنعمل على استخراج العلاقة التي تربط بين ميزان المدفوعات وسعر الصرف، باعتبار أن العرض والطلب على العملة ما هو إلا انعكاس لوضع ميزان المدفوعات.

الشكل رقم (04): الطلب على الواردات والطلب على اليورو من جانب الولايات المتحدة



المصدر: جوزيف دانيالز، دافيد فانهوس، اقتصاديات النقود والتمويل الدولي، تعريب محمود حسن حسني، دار المريخ، الرياض، 2010، ص 343.

يمثل الجزء أ على اليسار الطلب على الواردات بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية، حيث توضح النقطة A على الشكل أن سعر الزجاجة هو 20 دولار والكمية المطلوبة هي 11 مليون زجاجة، بينما توضح النقطة B أنه عند سعر للزجاجة يبلغ 24 دولار تكون الكمية المطلوبة هي 10 ملايين زجاجة عصير، وعلى ذلك يصبح منحنى الطلب الافتراضي D_c وهو يعبر عن جميع التوليفات بين أسعار الواردات وبين الكميات المستوردة.

ويحدد منحنى الطلب على الواردات مقدار ما يطلبه المواطنون الأمريكيون من الصرف الأجنبي (عملة اليورو)، وعندما يكون سعر الصرف الحاضر بين الدولار واليورو هو 1

تكون الأسعار العالمية للعصير مقومة باليورو وهي نفسها عند تقييمها بالدولار، وعلى ذلك وعند سعر صرف حاضر مقداره 1 تستورد الولايات المتحدة 11 مليون زجاجة عصير، وتكون قيمة الواردات الأمريكية مقومة باليورو عند سعر الصرف الحاضر هي الكمية المطلوبة من اليورو (220 مليون يورو)، حيث إن 20 يورو \times 11 مليون زجاجة)، والنقطة A في الجزء b من الشكل تعبر عن تلك التوليفة بين سعر الصرف الحاضر والكمية المطلوبة من عملة اليورو.

1-2-1 المرونة والطلب على الصرف الأجنبي:

مرونة الطلب السعرية هي مقياس لدرجة استجابة الكمية المطلوبة للتغيير في السعر، أي أنها التغيير النسبي الحاصل في الكميات المطلوبة من السلعة س مقسوما على التغيير النسبي في سعر هذه السلعة، وبالمثل نستطيع القول أن مرونة العرض السعرية هي درجة استجابة الكمية المعروضة للتغيير في السعر، ومفاد ذلك أن المرونة تخبرنا بمقدار التغيير النسبي في الكمية المطلوبة أو المعروضة كاستجابة لتغيير نسبي معين في السعر.¹

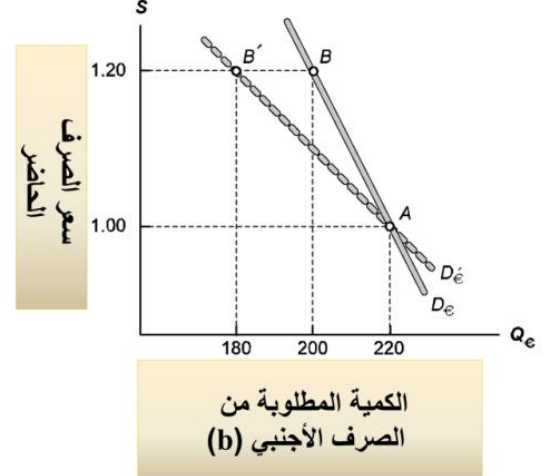
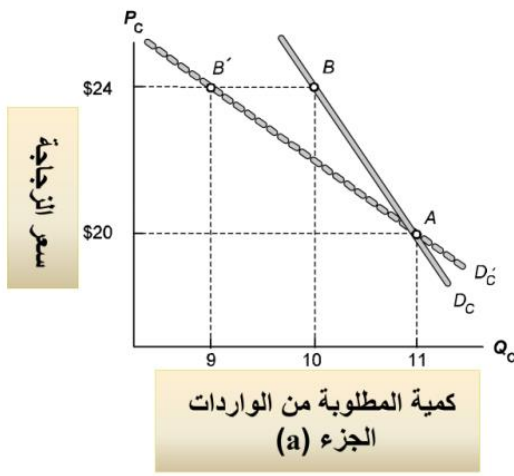
إذا كانت الكمية المطلوبة أكثر استجابة للتغيير في السعر، عندئذ يمكن القول أن الطلب مرن نسبيا.

وإذا كان الشكل رقم 4 يوضح أنه إذا زاد سعر زجاجة العصير من 20 دولار إلى 24 دولار فإن الكمية المطلوبة من العصير سوف تنخفض من 11 مليون زجاجة لتصبح 10 ملايين زجاجة.

وإذا افترضنا أنه نتيجة لنفس الزيادة في السعر، تنخفض الكمية المطلوبة من العصير إلى 9 ملايين زجاجة، وذلك على النحو الذي توضحه النقطة B' في الجزء a من الشكل رقم 2 أدناه، وفي هذه الحالة الثانية، نستطيع القول أن الكمية المطلوبة من العصير تكون أكثر استجابة للتغيير في السعر، أي أن الطلب على العصير يكون أكثر مرونة، وكما هو موضح في الجزء a من الشكل رقم 2، يتشكل منحنى الطلب الجديد من النقاط A، B' وبالتالي يصبح منحنى الطلب الجديد D' عبر نفس المدى سعري، وذلك بالمقارنة بالمنحنى القديم Dc.

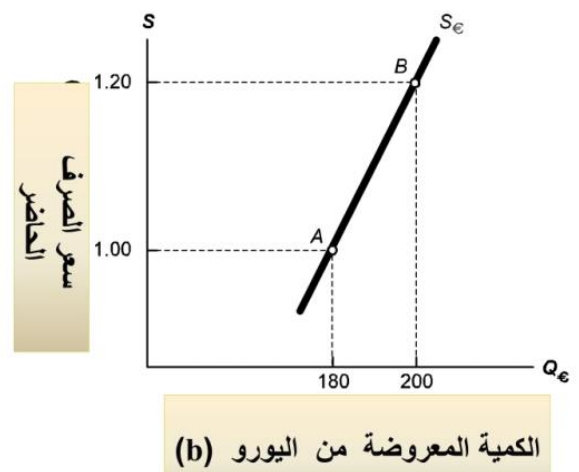
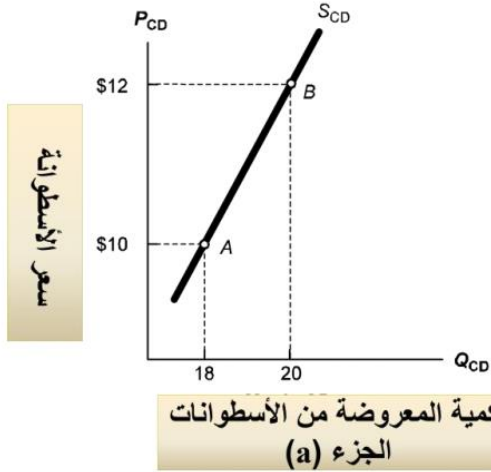
الشكل رقم: (5) مرونة الطلب على الواردات ومرونة الطلب على الصرف الأجنبي

¹ لمزيد من التفصيل أنظر: منى الطائي، التحليل الاقتصادي الجزئي، دار زهران للنشر، عمان، 2006، ص 229-235



المصدر: جوزيف دانيالز، دافيد فانهوس، مرجع سابق، ص 345.
يعرض الشكل رقم 5 في الجزء a منحنى العرض الافتراضي للصادرات للولايات المتحدة، وتبين النقطة A أنه عند سعر مقداره 10 دولار تكون الكمية المعروضة من الاسطوانات المدمجة الموسيقية بواسطة المنتجين الأمريكيين من أجل التصدير هي 18 مليون أسطوانة، بينما توضح النقطة B أنه عند سعر يبلغ 12 دولار للأسطوانة، تكون الكمية المعروضة للتصدير هي 20 مليون أسطوانة.

الشكل رقم (06): منحنى عرض الصادرات الأمريكية ومنحنى عرض عملة اليورو



المصدر: جوزيف دانيالز، دافيد فانهوس، مرجع سابق، ص 346.

وبالرجوع إلى السعر العالمي للأسطوانة الموسيقية المدمجة نجده 10 يورو للأسطوانة، وبالتالي عند سعر صرف يعادل 1 دولار لكل يورو يكون سعر الأسطوانة هو 10 دولار، وعند هذا السعر يصدر الأمريكيون 18 مليون أسطوانة تبلغ قيمتها 180 مليون دولار. وتوضح النقطة A في الجزء b من الشكل رقم 5 تلك التوليفة من سعر الصرف الحاضر، والكمية المعروضة من عملة اليورو في سوق الصرف الأجنبي.

إذا حدث انخفاض في قيمة الدولار الأمريكي بالنسبة لعملة اليورو من 1 دولار = 1 يورو نجد أن السعر الدولارى لتصبح 1,2 دولار = 1 يورو نجد أن السعر الدولارى للأسطوانة الموسيقية يرتفع ليصبح 12 دولار، ويوضح الجزء a من الشكل رقم 5 أنه عند ذلك السعر الجديد، يرغب المصدرون الأمريكيون في تصدير 20 مليون أسطوانة تبلغ قيمتها 200 مليون يورو.

وتبين النقطة B في الجزء b من الشكل المذكور، تلك التوليفة من الكمية المعروضة من الصرف الأجنبي وسعر الصرف الحاضر، وبالتالي يكون منحنى عرض عملة اليورو هو $1.Se$

1-2-2 المرونة وعرض الصرف الأجنبي

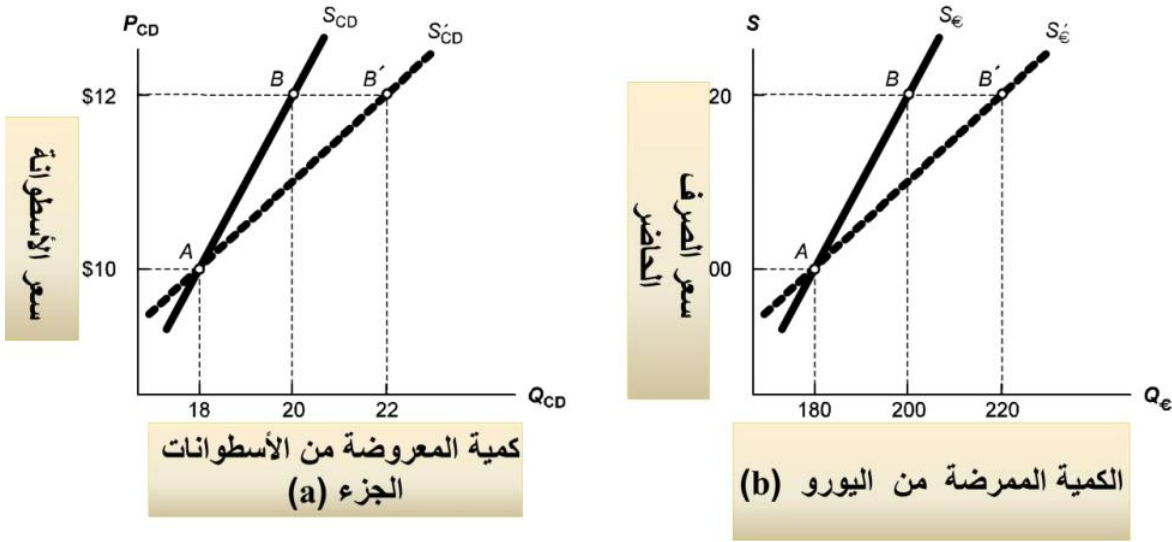
مثما هو الحال بالنسبة لمرونة الطلب على الصرف الأجنبي، نجد أن مرونة الصادرات تحدد أيضا مرونة عرض الصرف الأجنبي، وعبر منحنى عرض صادرات الاسطوانات الموسيقية المدمجة Scd في الجزء a من الشكل رقم 5، وإذا ارتفع سعر الأسطوانة من 10 دولار عند النقطة A ليصبح 12 دولار عند النقطة B، فإن الكمية المعروضة من هذه الأسطوانات تزيد من 18 مليون أسطوانة إلى 20 مليون أسطوانة.

مثما هو الحال بالنسبة لمرونة الطلب على الصرف الأجنبي، نجد أن مرونة الصادرات تحدد أيضا مرونة عرض الصرف الأجنبي، وعبر منحنى عرض صادرات الاسطوانات الموسيقية المدمجة Scd في الجزء a من الشكل رقم 5، وإذا ارتفع سعر الأسطوانة من 10 دولار عند النقطة A ليصبح 12 دولار عند النقطة B، فإن الكمية المعروضة من هذه الأسطوانات تزيد من 18 مليون أسطوانة إلى 20 مليون أسطوانة.

¹ جوزيف دانيالز، دافيد فانهوس، مرجع سابق، ص 345.

ونفترض أنه بالنسبة لنفس التغيير في السعر، زادت الكمية المعروضة من الأسطوانات لتصبح 22 مليون أسطوانة وهو ما توضحه النقطة B' على منحنى العرض المسمى Scd' في الجزء a من الشكل 6.

الشكل رقم: (7) مرونة عرض الصادرات ومرونة عرض الصرف الأجنبي



المصدر: جوزيف دانيالز، دافيد فانهوس، مرجع سابق، ص 348.

ونفترض أنه بالنسبة لنفس التغيير في السعر، زادت الكمية المعروضة من الأسطوانات لتصبح 22 مليون أسطوانة وهو ما توضحه النقطة B' على منحنى العرض المسمى Scd' في الجزء a من الشكل 4.

وفي الحالة الثانية تكون الكمية المعروضة من الأسطوانات الموسيقية أكثر استجابة للتغيير في السعر، بمعنى أن التغيير النسبي في الكمية المعروضة استجابة لنفس التغيير النسبي

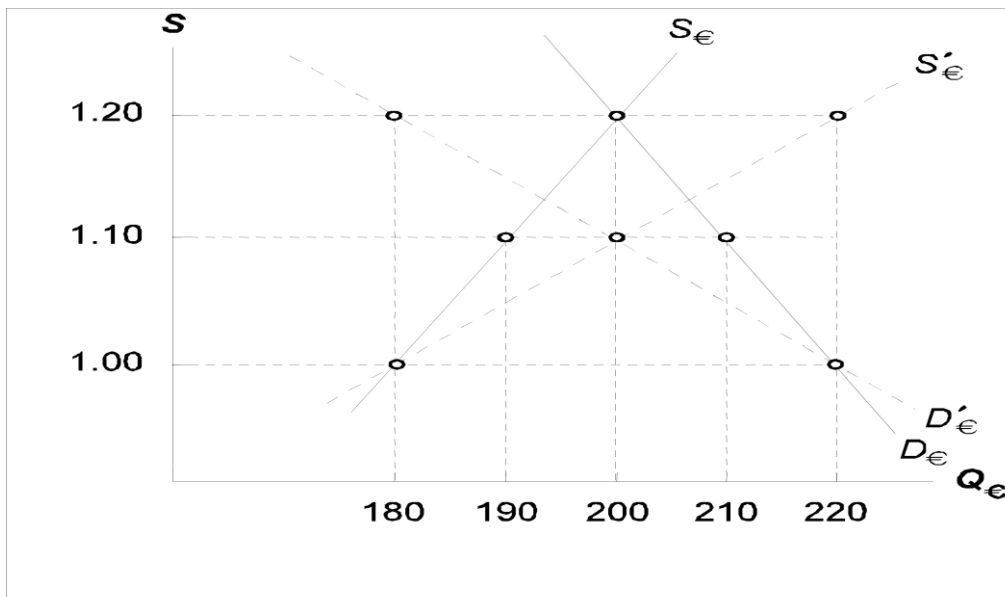
في السعر يكون أكبر بالنسبة لمنحنى العرض S_{cd} منه بالنسبة لمنحنى العرض S_{cd} ، ومفاد ذلك أنه عند هذا المدى، يكون منحنى العرض S' أكثر مرونة من منحنى العرض S . وحيث إن عرض الصادرات يحدد عرض الصرف الأجنبي، فإن مرونة عرض الصادرات تحدد مرونة عرض الصرف الأجنبي، وعند سعر صرف مقداره 1 يورو = 1,2 دولار، والسعر العالمي للأسطوانة الموسيقية يبلغ 10 يورو، يصبح سعر الأسطوانة مقوماً بالدولار الأمريكي هو 12 دولار، وإذا قام المصدرون الأمريكيون بتصدير 22 مليون أسطوانة عند سعر الصرف المذكور، عندئذ تكون قيمة الصادرات الأمريكية من الأسطوانات الموسيقية إلى أوروبا هي 220 مليون يورو (10 يورو × 22 مليون أسطوانة)، وهي تمثل الكمية المعروضة من العملة الأوروبية الموحدة اليورو التي يعرضها المواطنون الأوروبيون.

وتبين النقطة B' في الجزء b من الشكل رقم 7 تلك التوليفة الجديدة من سعر الصرف الحاضر، والكمية المعروضة من عملة اليورو، وكما يتضح من الشكل، نجد أن منحنى عرض الصرف الأجنبي الذي يشتمل على النقطتين A و B والذي نرسم له بالرمز S_e يكون أكثر مرونة عبر هذا المدى من أسعار الصرف قياساً إلى منحنى العرض الأصلي S_e ، لذلك نجد أن مرونة منحنى عرض الصادرات تحدد درجة مرونة منحنى عرض الصرف الأجنبي، وإذا كان عرض الصادرات أكثر مرونة، يصبح عرض الصرف الأجنبي أكثر مرونة أيضاً، والعكس صحيح.

1-2-3 سعر الصرف وميزان المدفوعات:

لكي نفهم آثار تخفيض أو انخفاض قيمة عملة ودور مرونة الطلب على الواردات وعرض الصادرات، نأخذ حالة دولة ما تعاني من عجز في الحساب الجاري لميزان المدفوعات، ويوضح الشكل رقم 8 منحنيات الطلب على الصرف الأجنبي De De' مأخوذة من الشكل رقم 2 ومنحنيات عرض الصرف الأجنبي Se Se' مأخوذة من الشكل رقم 4 كما نفترض أن سعر الصرف بين الدولار الأمريكي واليورو هو 1:1، ويوضح الشكل رقم 8 أنه عند سعر الصرف الحاضر، تزيد الكمية المطلوبة من الصرف الأجنبي على الكمية المعروضة بمقدار 40 مليون يورو.

الشكل رقم: (08) عجز الميزان الجاري لميزان المدفوعات



المصدر: جوزيف دانيالز، دافيد فانهوس، مرجع سابق، ص 349.

وإذا افترضنا أن الحكومة الأمريكية ترغب في السماح لقيمة الدولار في الانخفاض في مواجهة اليورو، ومثلما يوضح الشكل رقم 8، عندما يزيد عدد وحدات الدولار المطلوبة لشراء كل وحدة من عملة اليورو، نجد أن الكمية المطلوبة من الصرف الأجنبي تتجه إلى الانخفاض، بينما تميل الكمية المعروضة من العملات الأجنبية إلى الارتفاع، بمعنى آخر ترتفع الصادرات الأمريكية من السلع والخدمات، في حين تتخفض الواردات من السلع والخدمات.

وإذا استرجعنا طلب الرعايا الأمريكيين على السلع والخدمات المستوردة الذي يولد طلبهم على الصرف الأجنبي، وعرض المنتجين الأمريكيين من الصادرات الذي يولد العرض من الصرف الأجنبي، فإذا كانت الكمية المطلوبة من الصرف الأجنبي تزيد على الكمية المعروضة من جانب المستورد الأوروبي، نجد أن الولايات المتحدة تعاني من عجز في الحساب الجاري لميزان المدفوعات، وهو ما يعادل 40 مليون يورو أو 40 مليون دولار طبقا لسعر الصرف المفترض في هذا المثال.

- **مدى استجابة الصادرات والواردات:** يعتمد منهج المرونات، على مدى استجابة كمية الواردات، وكمية الصادرات إلى التغير في قيمة عملة البلد. فعلى سبيل المثال، إذا كان الطلب على الواردات مرنا نسبيا، فإن انخفاض قيمة العملة المحلية يؤدي إلى انخفاض أكبر نسبيا في واردات البلاد.
- **الفوائض والعجزات:** يكون العرض الفائض في كمية العملة الأجنبية معادلا للفائض المتحقق في الحساب الجاري. في حين يكون الطلب الفائض على العملة الأجنبية يعادل العجز في الحساب الجاري. ويكون الحساب الجاري متوازنا عندما تكون الكمية المعروضة من العملة الوطنية والكمية المطلوبة منها متساويتان.

- الحساب الجاري: عجز الحساب الجاري يعادل الفرق بين الكمية المطلوبة من النقد الأجنبي والكمية المعروضة منها، عند سعر الصرف الحاضر (أنظر الشكل 08) 1 دولار = 1 يورو ، كان طلب المقيمين 220أمريكيين مليون يورو كان عرض المقيمين الأوروبيين 180 مليون يورو، وهو ما يعني عجزا في الحساب الجاري للولايات المتحدة ب 40 مليون يورو.

دور المرونة: يوضح الشكل السابق حجم العجز في الحساب الجاري للولايات المتحدة الأمريكية. تعتمد قيمة تدهور العملة اللازمة لتصحيح العجز في الحساب الجاري على قيمة المرونة. عندما يكون الطلب والعرض أكثر مرونة، فإن حدوث تدهور صغير (انخفاض) في قيمة العملة يكفي للتخلص من العجز في الحساب الجاري.

1-2-4 شرط مارشال ليرنر:

هل يؤدي تدهور قيمة العملة دائما إلى تحسن الحساب الجاري؟ يحدد شرط مارشال ليرنر الظروف اللازمة لتحسين للحساب الجاري. ولاشتقاق شرط مارشال ليرنر فإنه يتم انطلاق التحليل من ميزان متوازن، بافتراض ما يلي:¹

X: قيمة الصادرات بالعملة الوطنية.

M: قيمة الواردات بالعملة الأجنبية.

P: سعر الصرف.

B: الميزان التجاري وهو عبارة عن الفرق بين الصادرات والواردات بالعملة الوطنية.

e_x : مرونة الصادرات بالنسبة لسعر الصرف و تعطى - كما يلي:

$$e_x = \frac{\frac{\Delta X}{X}}{\frac{\Delta P}{P}}$$

¹ محمد راتول، تحولات الدينار الجزائري و إشكالية التخفيضات المتتالية وفق نظرية أسلوب المرونات، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد، ص 234-238.

حيث: ΔX : التغير في الصادرات. ΔP : التغير في سعر الصرف.
وتعني القيمة e_x : قيمة التغير الذي يحصل في الصادرات عندما يتغير سعر الصرف بوحدة واحدة. وكلما كانت هذه القيمة كبيرة كلما دل ذلك على أن الصادرات ذات درجة عالية من المرونة بالنسبة لسعر الصرف.
وإذا ما اعتبرنا الصادرات في شكل دالة فإن مرونتها بالنسبة لسعر الصرف تكتب كما يلي:

$$2 \quad e_x = \frac{dX}{dP} \times \frac{P}{X}$$

e_m : مرونة الواردات بالنسبة لسعر الصرف، وتعطى كما يلي:

$$3 \quad e_m = \frac{\frac{\Delta M}{M}}{\frac{\Delta P}{P}} = \frac{\Delta M}{\Delta P} \times \frac{P}{M}$$

حيث: ΔM : التغير في الصادرات. ΔP : التغير في سعر الصرف.
وتعني القيمة e_m : قيمة التغير الذي يحصل في الواردات عندما يتغير سعر الصرف بوحدة واحدة، وكلما كانت هذه القيمة كبيرة كلما دل ذلك على أن الواردات ذات درجة عالية من المرونة.
وإذا ما اعتبرنا الواردات في شكل دالة فإن مرونتها بالنسبة لسعر الصرف تكتب كما يلي:

$$4 \quad e_m = \frac{dM}{dP} \times \frac{P}{M}$$

بما أننا افترضنا أن M مقيمة بالعملة الأجنبية فإنه لتحويلها إلى العملة الوطنية يجب ضربها في سعر الصرف P لتصبح قيمة الواردات بالعملة الوطنية هي: MP وبالتالي فالميزان التجاري بالعملة الوطنية يكتب كما يلي:

$$5 \quad B = X - MP$$

تسمى هذه المعادلة بمعادلة رصيد الميزان التجاري.
لمعرفة أثر التغير في سعر الصرف P على الميزان التجاري B نجري التغير رياضيا (اشتقاق B بالنسبة لسعر الصرف) على النحو التالي:

$$\frac{dB}{dP} = \frac{dX}{dP} - \left(\frac{dM}{dP} P + M\right)$$

$$\frac{dB}{dP} = \frac{dX}{dP} - \left(M + \frac{dM}{dP} P\right) \quad \text{أو :}$$

بإخراج M عامل مشترك نجد :

$$\frac{dB}{dP} = M \left(\frac{dX}{dP} \frac{1}{M} - \left(1 + \frac{dM}{dP} \frac{P}{M}\right) \right)$$

أو :

$$6 \quad \boxed{\frac{dB}{dP} = M \left(\frac{dX}{dP} \frac{1}{M} \frac{P}{P} - \left(1 + \frac{dM}{dP} \frac{P}{M}\right) \right)}$$

وحيث أنه تم الانطلاق من ميزان متوازن أي : $B=X-MP=0$ أو $X=MP$ لذلك يمكن كتابة المعادلة 6 كما يلي:

$$7 \quad \boxed{\frac{dB}{dP} = M \left(\frac{dX}{dP} \frac{P}{X} - \left(1 + \frac{dM}{dP} \frac{P}{M}\right) \right)}$$

بتعويض 2 و 4 في المعادلة 7 مع مراعاة أن مرونة الواردات سالبة نجد:

$$8 \quad \boxed{\frac{dB}{dP} = M(e_x - (1 - e_m)) = M(e_x + e_m - 1)}$$

و تعني المعادلة 8 أنه عندما يتغير سعر الصرف بوحدة واحدة فإن الميزان التجاري يتغير بالمقدار:

$$9 \quad \boxed{M(e_x + e_m - 1)}$$

ويعني أنه لكي تحصل زيادة في الميزان التجاري ينبغي أن يكون:

$$e_x + e_m > 1 \quad \text{و هو شرط مارشال-ليرنر.}$$

أما إذا كان: $e_x + e_m = 1$ فإن التغير الذي يحصل في الميزان نتيجة

تغير سعر الصرف يكون معدوماً.

و في حالة: $e_x + e_m < 1$ فإن التغير في سعر الصرف يؤدي إلى

تدهور الميزان.

وعليه فالصيغة الوحيدة التي تؤدي إلى تحسن الميزان هي الصيغة الأولى أي أن يكون مجموع المرونتين أكبر من الواحد الصحيح وهو الشرط الأساسي لمارشال- ليرنر. « وهو الشرط الذي يحدد الكيفية التي يتحسن بها الميزان التجاري على إثر انتهاء سياسة معينة لسعر الصرف حسب حالات العجز أو الفائض». فعند حدوث عجز على الدولة أن تتبع سياسة تخفيض قيمة عملتها وعند حدوث فائض فلا بد عليها أن تتبع سياسة رفع قيمة العملة، والأثر الصافي لتخفيض قيمة العملة على الميزان يعتمد على مرونة الطلب العالمي وصادرات الدولة ومرونة الطلب الوطني على الواردات. فإذا كان مجموع المرونتين أكبر من الواحد فإن تخفيض العملة يؤدي إلى تلاشي العجز في الميزان كما أن رفع قيمة العملة يؤدي إلى تلاشي الفائض.

الجدول رقم (01): الحساب الجاري قبل التخفيض في حالة توازن

البيان	الكمية	السعر الجاري	قيمة الجنيه الإسترليني	قيمة الدولار
الصادرات البريطانية	100	1 جنيه	100 جنيه	200 دولار
الواردات البريطانية	40	5 دولار	100 جنيه	200 دولار
الحساب الجاري			0 جنيه	0 دولار

الحالة الأولى: تخفيض قيمة العملة يؤدي إلى عجز ف ميزان المدفوعات

الجدول رقم (02): الحالة الأولى تخفيض قيمة العملة يؤدي إلى عجز في ميزان المدفوعات

البيان	الكمية	السعر الجاري	قيمة الجنيه الإسترليني	قيمة الدولار
الصادرات البريطانية	105	1 جنيه	105 جنيه	157.5 دولار
الواردات البريطانية	36	5 دولار	120 جنيه	180 دولار
الحساب الجاري			-15 جنيه	-22.5 دولار

المرونة التقديرية:

مرونة الصادرات $E_m = 0.1/0.33 = 0.3$ مرونة الواردات $E_x = 0.05/0.33 = 0.15$

(مجموع مرونة الصادرات والواردات) $E_x + E_m = 0.45$

الجدول رقم (03): الحالة الثانية : تخفيض قيمة العملة يبقى دون تغيير

البيان	الكمية	السعر الجاري	قيمة الجنيه الإسترليني	قيمة الدولار
الصادرات البريطانية	120	1 جنيه	120 جنيه	180 دولار
الواردات البريطانية	36	5 دولار	120 جنيه	180 دولار
الحساب الجاري			0 جنيه	0 دولار

المرونات التقديرية:

مرونة الواردات $E_x = 0.1/0.33 = 0.30$ مرونة الصادرات $E_m = 0.2/0.33 = 0.6$

(مجموع مرونة الصادرات والواردات تقريبا تساوي الواحد) $E_x + E_m = 0.9$

الجدول رقم (04): الحالة الثالثة : تخفيض قيمة العملة يؤدي إلى فائض في ميزان المدفوعات

البيان	الكمية	السعر الجاري	قيمة الجنيه الإسترليني	قيمة الدولار
الصادرات البريطانية	130	1 جنيه	130 جنيه	195 دولار
الواردات البريطانية	30	5 دولار	100 جنيه	150 دولار
الحساب الجاري			30+ جنيه	45+ دولار

المرونات التقديرية:

مرونة الواردات $E_x = 0.25/0.33 = 0.75$ مرونة الصادرات $E_m = 0.3/0.9 = 0.9$

(مجموع مرونة الصادرات والواردات) $E_x + E_m = 1.65$

التفسير الاقتصادي لهذه النتائج موضح في الجداول أعلاه، والتي توضح وضعية ميزان المدفوعات قبل التخفيض، والسيناريوهات الثلاث الممكنة بعد التخفيض، قبل التخفيض كان سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل الدولار: 0.5 جنيه/1 دولار (1 جنيه مقابل 2 دولار)، في حين أصبح سعر الصرف بعد التخفيض 0.666 جنيه/1 دولار، أي 1 جنيه

مقابل 1.50 دولار، فيكون سعر وحدة واحدة من الصادرات البريطانية تساوي 1 جنيه وسعر وحدة واحدة من الصادرات الأمريكية هو 5 دولار.¹ هناك أثرين اثنين عند تخفيض قيمة العملة:

- **أثر السعر:** حيث تصبح الصادرات أرخص عند قياسها بالعملة الأجنبية، حيث تباع الصادرات بـ 1.50 دولار فقط بعد التخفيض، مقارنة بـ 2 دولار قبل التخفيض. في المقابل نجد أن سعر الواردات أصبح أعلى عند تقييمه بالعملة المحلية، فقد كانت كل وحدة من الصادرات تكلف 2.5 جنيه قبل التخفيض، لكنها أصبحت 3.33 جنيها بعد التخفيض. ويتضح جليا أن أثر السعر قد ساهم في تفاقم عجز الحساب الجاري.

- **أثر الكمية:** حيث أن الصادرات تصبح أرخص فيزيد الطلب عليها، وحيث أن الواردات تصبح أرخص فينخفض الطلب عليها. ويتضح جليا أن أثر الكميات يساهم في تحسن الحساب الجاري.

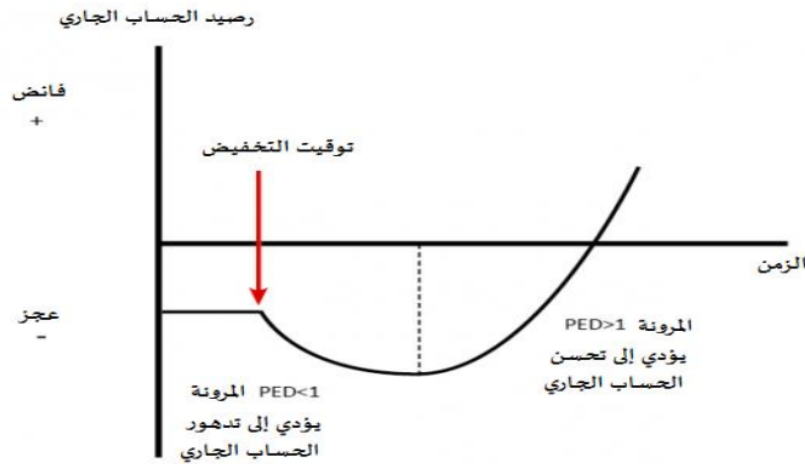
يعتمد الأثر الصافي على ما إذا كان أثر السعر أو أثر الحجم هو المهيمن، في الجدول أعلاه نجد في الحال الأولى أن الزيادة في حجم الصادرات والنقصان في حجم الواردات غير كافيين لتعويض الانخفاض في قيمة المستلمات من الصادرات والزيادة في المدفوعات للواردات، والنتيجة تكون بذلك زيادة العجز في ميزان المدفوعات، حيث أن مجموع المرونات للصادرات والواردات كان يأوي 0.45، في الحالة الثانية أن الزيادة في حجم الصادرات والانخفاض في حجم الواردات يساوي بالضبط للانخفاض في حجم المستلمات من الصادرات والزيادة في المدفوعات للواردات، وعليه يبقى الحساب الجاري دون تغيير، حيث كان مجموع مرونة الصادرات والواردات 0.9 وهي تقترب من الواحد الصحيح، في الحالة الثالثة نجد أن الزيادة في حجم المبيعات من الصادرات والانخفاض في حجم المشتريات من الواردات يتجاوز حجم أثر السعر، وعليه فإن الحساب الجاري يتحسن بعد القيام بعملية التخفيض في قيمة العملة، حيث أن مجموع المرونات يساوي 1.65، وهوما يحقق شرط مارشال ليرنر لنجاح عملية التخفيض.²

1-2-5 أثر منحنى J:

تختلف استجابة الحساب الجاري للتغيرات الحاصلة في سعر الصرف في المدى القصي عنها في المدى الطويل.

تسمى هذه الظاهرة في الأدبيات الاقتصادية بمنحنى جي، للدلالة على المسار الزمني لرصيد ميزان المدفوعات بعد القيام بتخفيض في قيمة العملة، حيث يتفاقم العجز في البداية لفترة زمنية معينة قبل أن يبدأ في التحسن من جديد، وقد بدأ هذا المصطلح في الظهور بعد تخفيض قيمة الجنيه الإسترليني سنة 1967 تلاه عجز تجاري استمر حتى عام 1970.¹ ثم ظهرت العديد من الدراسات حول منحنى جي، حيث ظهر في دراسة أكاديمية سنة 1973 بواسطة تسييفن ماجي، عندما كان الميزان التجاري للولايات المتحدة في حالة عجز سنة 1972 على الرغم من انخفاض قيمة الدولار في سنة 1971، مما دفع بالباحثين إلى طرح سؤال حول الوقت اللازم لكي يتعيد الميزان التجاري توازنه بعد تخفيض قيمة العملة.²

الشكل رقم (09): أثر منحنى جي



Source: Tejvan Pettinger, J-curve effect, available on :

<https://www.economicshelp.org/blog/143448/economics/j-curve-effect/>

¹ Giancarlo Gandolfo, International Finance and Open-Economy Macroeconomics, Second Edition, Springer, Berlin, 2016, p 169.

123

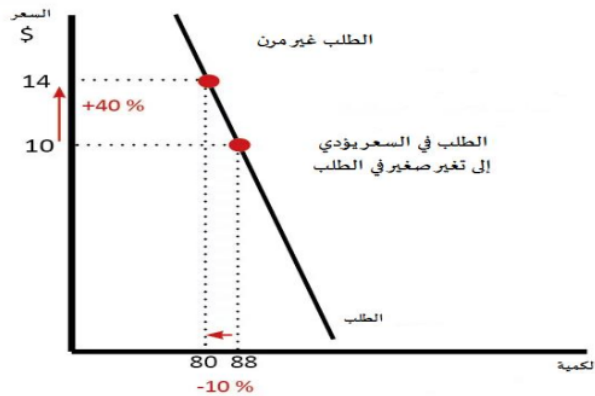
² Bahmani-Oskooee, Mohsen. 1985. Devaluation and the J-Curve: Some Evidence from LDCs. *Review of Economics and Statistics* LXVII (3): 500-504.

هناك عدة عوامل تساهم في إحداث ظاهرة منحنى جي J-Curve ، أولا أثناء تخفيض قيمة العملة، يتم فوترة السلع في الترانزيت بسعر الصرف القديم، فإذا كان الميزان التجاري في حالة عجز قبل التخفيض، سيستمر العجز بعد التخفيض. ويبدأ الميزان التجاري في التحسن عندما يتم حساب الأسعار بسعر الصرف الجديد، ثانيا، في وقت تخفيض قيمة العملة يمكن أن تشهد الدولة زيادة سريعة في نشاطها الاقتصادي وزيادة النمو الاقتصادي، وبما أن هذه الزيادة في النمو تؤدي إلى زيادة استهلاك البضائع المحلية والمستوردة على حد سواء، يمكن أن ترتفع وارداتها بشكل كبير. وهذا ما يؤدي إلى إلغاء أي آثار إيجابية لخفض قيمة العملة، مما يؤدي إلى تدهور الميزان التجاري في المدى القصير. أخيرا، من المتوقع أن يؤدي تخفيض قيمة العملة إلى زيادة حجم الصادرات وتخفيض حجم الواردات، كما تجدر الإشارة إلى أن تعديل حجم الصادرات والواردات إلى التغيير في سعر الصرف يكون مع بعض التأخير الزمني أو التأخير في التكيف، فعلى سبيل المثال قد يكون هناك تأخير في وقت التسليم، التأخر في استبدال المخزون، والتأخر في ضبط عملية الإنتاج،¹ قد يكون لدى الشركات والمستهلكين عقود لمواصلة شراء السلعة، مما يتطلب وقتا طويلا للعثور على بدائل.

أ- أثر تخفيض قيمة العملة في الأجل القصير:

في المدى القصير، يؤدي انخفاض سعر الصادرات إلى ارتفاع صغير فقط في الكمية المطلوبة. كما أن ارتفاع سعر الواردات سوف يؤدي إلى انخفاض صغير في كمية الواردات، لذلك قيمة الواردات في الوقت الراهن سوف ترتفع (ننفق أكثر على الواردات، وعليه إذا كان الطلب غير مرن سوف يتدهور رصيد الحساب الجاري بعد تخفيض قيمة العملة الوطنية).

الشكل رقم(10): أثر تخفيض قيمة العملة في الأجل القصير

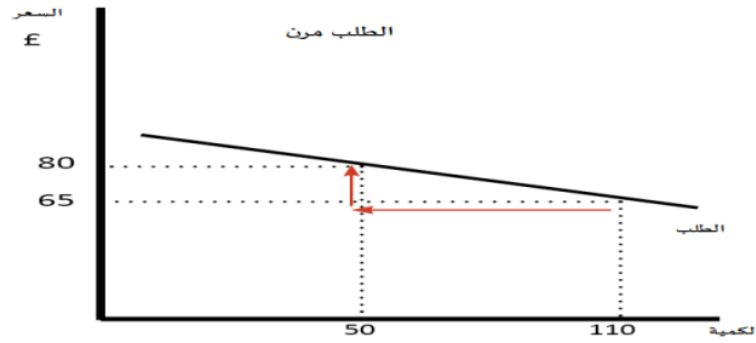


¹ Ibid.

ب- أثر تخفيض قيمة العملة في الأجل الطويل:

في المدى الطويل، تميل كل من الصادرات والواردات لأن تصبح أكثر مرونة (أكثر حساسية للتغير في السعر)، لذلك فإن حدوث انخفاض صغير في سيؤدي إلى زيادة بنسبة أكبر في الكميات المطلوبة (وهذا ما يجعلنا نحصل على قيمة أكبر للصادرات)، فعندما يكون الطلب مرناً، فإن قيمة الصادرات سوف ترتفع ويتحسن رصيد الحساب الجاري نتيجة لذلك. كما أنه إذا كان الطلب على الواردات مرناً، سوف ينخفض الطلب عليها بنسبة أكبر من التغير في السعر، وفي هذه الحالة، فإن إجمالي الإنفاق على الواردات سوف ينخفض.

الشكل رقم (11): أثر تخفيض قيمة العملة في الأجل الطويل



Source: Tejvan Pettinger, J-curve effect, available on :

<https://www.economicshelp.org/blog/143448/economics/j-curve-effect/>

أثر التمير (النفاذية)

أثر التمير أو النفاذية هو مقياس لمدى استجابة الأسعار الدولية للتغيرات في أسعار الصرف، في الواقع، أن أثر لانفاذية يمثل مرونة أسعار الواردات بالعملة المحلية، ويتم قياسها غالباً بنسبة التغير في أسعار الواردات بالعملة المحلية والنتائج عن التغير في سعر الصرف بين الدولة المصدرة والدولة المستوردة، ويؤدي التغير في أسعار الواردات إلى التغير في أسعار التجزئة للمستهلك، وعندما يكون أثر النفاذية كبيراً فهذا يعني انتقالاً للتضخم بين البلدان،

بافتراض أن الولايات المتحدة الأمريكية تستورد تجهيزات من بريطانيا، سعر التجهيزات 10 دولار، وسعر الصرف 1 دولار = 1 جنيه، إذا تحسنت قيمة الجنيه مقابل الدولار، حيث يصبح 1 جنيه = 1.50 دولار، ولنفترض أن سعر التجهيزات بالدولار قد ارتفعت إلى 12.50 دولار، في هذه الحالة نجد أن سعر الصرف قد تغير بنسبة 50 بالمائة وأن التغير في السعر هو 25 بالمائة، وعليه نج أن أثر التمير هو:

$$0.5 = \%25 / \%50$$

أي أن ارتفاع سعر الصرف بنسبة 1 % يؤدي إلى ارتفاع أسعار التجهيزات بـ 0.5%.
 قام كل من كامبا وقولدبرج بتقدير أثر النفاذية في المدى الطويل لسعر الصرف على أسعار الواردات لمجموعة من البلدان، وقد كانت النتائج كما يلي:

الجدول رقم: (05) النفاذية في المدى الطويل لسعر الصرف على أسعار

الواردات لمجموعة من البلدان

أثر النفاذية في المدى الطويل	البلد
0.69	أستراليا
0.68	كندا
0.94	سويسرا
0.61	جمهورية التشيك
0.79	ألمانيا
0.68	الدنمارك
0.56	اسبانيا
0.82	فنلندا
1.21	فرنسا
0.47	المملكة المتحدة
0.85	المجر
1.37	أيرلندا
0.76	أيسلندا
0.62	إيطاليا
1.26	اليابان

0.77	هولندا
0.79	النرويج
0.62	نيوزيلندا
0.99	بولندا
0.88	البرتغال
0.59	السويد
0.41	الولايات المتحدة الأمريكية

Source: Campa, J.M.; Goldberg, L.S. (2005). "Exchange Rate Pass-Through into Import Prices". Review of Economics and Statistics. 87 (4), p 679.

1-3 حدود منهج المرونات:

- إن منهج المرونات له بعض النقائص يمكن شرحها فيما يلي:
- مرونة العرض ليست دائما مرتفعة، فهي تتوقف على الهيكل الاقتصادي للبلد المعني، وهذه الأخيرة بدورها تتوقف على: حركة عوامل الإنتاج، توفر الموارد المالية، الطاقة الإنتاجية غير المستعملة وكذا مرونة الطلب الأجنبي الذي يحدد نسبة استجابة العرض.
- مرونة الطلب بالإضافة أنها تتوقف على السعر، فإنها تتوقف كذلك على وضعية البلد المعني في السوق: ففي حالة بلد خاضع للأسعار المتواجدة في السوق الخارجية، حيث تكون الواردات بالنسبة له عامل أساسي للتنمية، و كذا من أجل بقائه (منتجات غذائية، صيدلانية) فإن المرونة السعرية بالنسبة للطلب تفقد معناها.
- التخفيض حسب اقتراب المرونات ليس له أثر على حساب المعاملات الجارية إذا لم يكن هناك انخفاض حقيقي في سعر الصرف، فالتخفيض لا بد أن يقترن بإجراءات مالية ونقدية غير توسعية قصد التحكم في التضخم الذي ينتج، وهو ما حدث فعلا في دول شرق أوروبا المعروفة بالاقتصاديات المتحولة والتي شهدت موجة تضخم جامحة بعد انهيار أنظمة الاقتصاد المخطط.

كما يرى بعض الاقتصاديين كميلز (Mils,1979) مثلا، أن تأثير تخفيض سعر الصرف يكون على العناصر تحت الخط (حركة رؤوس الأموال) لميزان المدفوعات وليس فوقه (السلع والخدمات) واستشهد في ذلك بما حدث للاقتصاد الانجليزي في نهاية الستينات والسبعينات من القرن الماضي.

هذه المقاربة أو الأسلوب يفترض ثبات الدخل، وهذه الفرضية تبين أن اقتراب المرونات يهمل نقطة أساسية في النظرية الكنزوية، و هي حلقة (الدخل - النفقة)، و هو ما سنتطرق إليه في النقطة الموالية¹.

ثانيا: منهج الاستيعاب

إن إحدى أهم نقائص منهج المرونات أنه يقوم على افتراض أن كل الأشياء الأخرى متساوية، في حين أن التغيرات في الصادرات والواردات من خلال التعريف لها آثار على الدخل الوطني، ، وهو ما يتطلب دمج هذه الآثار في تحليل شامل عند دراسة آثار التخفيض قيمة العملة، هذا ما قام به ألكسندر (1952) حيث تعد مساهمته من أهم الأعمال لتقييم هذه الآثار، حيث ركزت دراسته على حقيقة أن الاختلال في الحساب الجاري يمكن النظر إليه على أنه الفرق بين الناتج المحلي والإنفاق المحلي (الاستيعاب)². حسب اقتراب الاستيعاب ، فإن أثر التخفيض على حساب المعاملات الجارية يتحقق كما يلي:

إن التخفيض يؤدي إلى ارتفاع أسعار المنتجات المتبادلة و إعادة تخصيص الموارد لصالح قطاع التصدير، هذا التغيير سينعكس على مستوى استيعاب السلع و الخدمات.

ينطلق هذا الأسلوب من مجموعة من المبادئ هي :

- حالة التوظيف الغير الكامل، أي هناك موارد عاطلة.
- خضوع الإنتاج في الدول المشتركة في التبادل لظروف التكاليف الإنتاجية بمعدلات واحدة نتيجة لزيادة الإنتاج الكلي.
- ثبات أسعار السلع و الأجور الاسمية و معدلات الفائدة و غيرها من المتغيرات النقدية.

¹ أمين صيد، مرجع سابق، ص 87.

² Keith pilbeam, op-cit, p61.

- اعتماد الصادرات على الإنتاج الجاري و ليس على المخزون.
 - وجود كميات مناسبة من الاحتياطات النقدية الدولية.
 - يركز هذا المنهج على المتغيرات الاقتصادية الكلية (كالناتج، والتشغيل، الاستثمار.. الخ).¹
- يؤكد منهج الاستيعاب على أن التغيرات في الدخل الحقيقي هي المحدد لوضعية ميزان المدفوعات وسعر الصرف.
- يشير الاقتصاديون إلى المستويات الأربعة للإنفاق باصطلاح الاستيعاب، إن دولة ما تستوعب أو تمتص السلع والخدمات بقصد الاستهلاك والاستثمار، ولغايات القطاع العام، بالإضافة إلى الواردات من الخارج.

الإنفاق:

تشكل العناصر الأربعة للإنفاق الاستيعاب (a)

$$a \equiv c + i + g + m,$$

الدخل الحقيقي

الدخل الحقيقي لبلد ما يعادل مجموع النفقات على إنتاجها.

$$y \equiv c + i + g + x,$$

حيث تشير X إلى الصادرات.

الحساب الجاري:

تم تطوير نموذج الاستيعاب في المراحل الأولى لنظام بيرتون وودز، لذلك لم يأخذ في عين الاعتبار حركة رؤوس الأموال في الاعتبار، لذلك تم الاعتماد على المبادلات التجارية فقط

كمحدد للحساب الجاري، ، أي أن الحساب الجاري يعادل: $ca \equiv x - m.$

فعلى سبيل المثال إذا كانت الصادرات أكبر من الواردات لبلد ما، حقق هذا البلد فائضا في الحساب الجاري.

تحديد وضعية الحساب الجاري:

يفترض منهج الاستيعاب أن وضعية الحساب الجاري تتحدد من خلال الفرق بين الدخل

الحقيقي والاستيعاب، والتي يمكن التعبير عنها بالعلاقة التالية:

$$y - a = (c+i+g+x) - (c+i+g+m) = x - m,$$

¹ أمين صيد، مرجع سابق، ص 88.

أو

$$y - a = ca.$$

الانكماش والتوسع:

بالرغم من بساطة نظرية الاستيعاب إلا أنها مفيدة في فهم الأداء الخارجي لاقتصاد البلد أثناء فترات الانكماش والتوسع. على سبيل المثال، إذا تعرض الاقتصاد إلى انكماش، فهل يؤدي ذلك بصفة حتمية إلى تحسن وضع الحساب الجاري، وهل ستتحسن قيمة العملة الوطنية؟ وهل يحدث عكس ذلك، في حالة التوسع الاقتصادي؟ عند حدوث التوسع الاقتصادي، يرتفع الدخل الحقيقي وبالتالي زيادة النفقات الحقيقية أو الاستيعاب.

يعتمد تحديد وضعية ميزان الحساب الجاري (عجز أو فائض) على التغير النسبي الحاصل في المتغيرين السابقين (الدخل الحقيقي والاستيعاب).

تحديد وضعية ميزان المدفوعات:

إذا ارتفع الدخل الحقيقي بشكل أسرع من الامتصاص، سوف يتحسن الحساب الجاري:

$$\Delta y > \Delta a \rightarrow \Delta ca > 0.$$

أما إذا ارتفع الدخل الحقيقي بشكل أبطأ من الامتصاص، سوف يتفاقم العجز في الحساب الجاري.

$$\Delta y < \Delta a \rightarrow \Delta ca < 0.$$

وفي حالة حدوث انكماش اقتصادي، يحدث نفس السيناريو.

تحديد سعر الصرف:

يمكن أن يستخدم منهج الامتصاص أيضا لدراسة كيف يمكن للتغيرات في الدخل أن تؤثر على قيمة عملة البلاد.

- للتذكير: $y - a = x - m$

فعلى سبيل المثال، إذا ارتفع الدخل بشكل أسرع من الامتصاص، سوف ترتفع الصادرات بشكل أسرع من الواردات، وهذا ما يؤدي إلى تحسن قيمة العملة الوطنية.

أسئلة الفصل الثاني:

- 1- عندما تتحسن عملة بلد ما، سوف تزداد صادراتها
- 2- عندما ترتفع أسعار الفائدة في بلد ما، سوف تتحسن عملتها.
- 3- يسبب نمو الإنتاجية السريع في الاقتصاد العجز في الحساب الجاري.
- 4- لا يمكن أن يجمع بلد ما بين فائض تجاري وعجز في الحساب الجاري.
- زيادة الإنفاق الحكومي "تقاوم العجز" في الحساب الجاري.
- 5- إذا كان معدل الفائدة السنوي في كندا هو 5% و معدل الفائدة السنوي في الولايات المتحدة هي 2%، سوف يتوقع حدوث تحسن في قيمة الدولار الكندي بنسبة 3% خلال العا. المقبل.
- 6- حسب منهج الاستيعاب فإن الظروف الاقتصادية التي ستضمن أفضل تخفيض للعملة الوطنية هو تزامن:
 - أ.بطالة إلى جانب وجود عجز
 - ب. بطالة إلى جانب وجود فائض
 - ج. العمالة الكاملة إلى جانب العجز
 - د. العمالة الكاملة إلى جانب الفائض
- 7- حسب أثر منحني ل ، عندما تتحسن قيمة عملة بلد ما ، فإن الميزان التجاري:
 - أ. يتحرك نحو العجز، ثم في وقت لاحق نحو الفائض.
 - ب. التحركات الأولى نحو الفائض، ثم في وقت لاحق تجاه العجز.
 - ج. ينتقل إلى العجز ويبقى هناك.
 - د. ينتقل إلى الفائض ويبقى هناك.
- 8- وفقا لشرط مارشال ليرنر، فإن انخفاض قيمة العملة سيؤدي إلى تحسن في الميزان التجاري عندما يكون:

- طلب المحلي على الواردات غير مرن والطلب الأجنبي على الصادرات غير مرن.
 ب. الطلب المحلي على الواردات غير مرن والطلب الأجنبي على الصادرات مرن.
 ج. الطلب المحلي على الواردات مرن والطلب الأجنبي على الصادرات غير مرن.
 د. الطلب المحلي على الواردات مرن و الطلب الأجنبي على الصادرات مرن.

لكندا، فإن الانخفاض يؤدي إلى:

- أ. العجز في ميزان التجاري. (عجز كبير).
 ب. تحسن الميزان التجاري (تحسن صغير).
 ج. يبقى الميزان التجاري دون تغيير.
 د. لا شيء مما سبق.
- 14- نفترض أن مرونة الطلب على الواردات الكندية يساوي 1.2، في حين أن مرونة الطلب الخارجي على

- الصادرات الكندية يساوي 1.8. وردا على العجز التجاري، افترض حدوث انخفاض في قيمة الدولار الكندي بنسبة 10 في المئة. لكندا، هل سيؤدي التخفيض إلى:
- أ. العجز في ميزان التجاري (عجز كبير).
 ب. تحسن الميزان التجاري (تحسن صغير).
 ج. يبقى الميزان التجاري دون تغيير.
 د. لا شيء مما سبق.

- 15- من 1985 إلى 1988 انخفضت قيمة الدولار الأمريكي أكثر من 50 في المئة مقابل الين الياباني، لكن التغير في أسعار الصادرات اليابانية لم تعكس بشكل كامل للأميركيين
 الانخفاض في قيمة الدولار. وأفضل تفسير ذلك عن طريق:

- أ. حدوث الأثر الجزئي للنفاذية (انتقال جزئي).
 ب. حدوث الأثر الكامل للنفاذية. (أثر التمير).
 ج. تأثير جزئي لظاهرة أثر لمنحنى ل.
 د. تأثير كلي لظاهرة أثر لمنحنى ل.
- 16- نتيجة لحدوث ظاهرة أثر منحنى جي و تأثير جزئي لأثر الانتقال (النفاذية) سيؤدي تدهور قيمة العملة المحلية إلى زيادة حجم:

- أ. الفائض التجاري على المدى القصير .
- ب. الفائض التجاري على المدى الطويل.
- ج. العجز التجاري في المدى القصير .
- د. العجز التجاري على المدى الطويل.

17-وفقا لشرط مارشال ليرنر، فإن تدهور قيمة العملة يجعل حدوث تحسن الميزان التجاري أقل احتمالا عندما:

- أ. يكون طلب المحلي على الواردات غير مرن والطلب الأجنبي على الصادرات غير مرن.
 - ب. الطلب المحلي على الواردات مرن والطلب الأجنبي على الصادرات غير مرن.
 - ج. الطلب المحلي على الواردات غير مرن والطلب الأجنبي على الصادرات مرن.
 - د. الطلب المحلي على الواردات مرن و الطلب الأجنبي على الصادرات مرن.
- 18 يعرف مدى التغير في أسعار الصرف الذي يؤدي إلى تغير في أسعار الصادرات والواردات بـ:

- أ. أثر منحنى ل.
- ب. أثر مارشال ليرنر
- ج. أثر الامتصاص.
- د. أثر النفاذية.

19-حصل الأثر الكامل لظاهرة الانتقال إذا أدى تدهور قيمة العملة ب 10 بالمائة إلى:

- أ. انخفاض أسعار الواردات بنسبة 10 في المئة .
- ب. ارتفاع أسعار الواردات بنسبة 10 في المئة.
- ج. ارتفاع أسعار التصدير بنسبة 10 في المئة .
- د. ارتفاع أسعار التصدير بنسبة 20 في المئة.

19-أي منهج يقوم بتوقع أنه إذا كان الاقتصاد في حالة التشغيل الكامل ويعاني من عجز ، سيؤدي تخفيض أو تدهور قيمة العملة إلى تحسن الميزان التجاري فقط إذا تم خفض

الإنفاق المحلي، وبالتالي توجيه الموارد نحو إنتاج التصدير .

- أ. منهج الاستيعاب
- ب. منهج مارشال ليرنر
- ج. المنهج النقدي
- د. منهج المرونات

20- يفسر _____ مفادها أن انخفاض قيمة العملة بعد تدهور الميزان التجاري لبلد ما لفترة قبل أن يتحسن.

- أ. شرط مارشال ليرنر ب. أثر منحى ل.
- ج. منهج الامتصاص. د. أثر النفاذية
- 21- عند رفع قيمة عملة بلد ما يوضح لنا أثر منحى جي أن الحساب التجاري لبلد ما:
- أ. يزداد سوءا قبل أن يتحسن.
- ب. عجز مستمر .
- ج. يتحسن قبل أن يزداد سوءا.
- د. يتحسن باستمرار .
- 22- أي من التحاليل أدناه يعتبر التغيير في الأسعار المحلية والأجنبية نتيجة تغير أسعار الصرف في المدى القصير:
- أ. التحليل النقدي.
- ب. تحليل الامتصاص.
- ج. تحليل النفقات.
- د. تحليل أثر التمرير.
- 23- كلما طالت فترة أثر النفاذية كلما الفترة اللازمة لتخفيض قيمة العملة لتحقيق الهدف المنشود على الحساب التجاري:
- أ. أقصر فترة زمنية قصيرة.
- ب. أطول فترة زمنية .
- ج. انخفاض كبير للإنفاق.
- د. انخفاض صغير للإنفاق.
- 23- كلما قصرت فترة أثر النفاذية كلما تطلب للفترة اللازمة لتخفيض قيمة العملة لتحقيق الهدف المنشود في الميزان التجاري:
- أ. أقصر فترة زمنية قصيرة. ب. أطول فترة زمنية .
- ج. انخفاض كبير للإنفاق.
- د. انخفاض صغير للإنفاق.
- 24- بافتراض توفر شروط المرونة سيؤدي تحسن في قيمة الين الياباني إلى:
- أ. عجز صغير في الميزان التجاري الياباني.



- ب. فائض كبير في الميزان التجاري الياباني.
- ج. انخفاض أسعار المنتجات المستوردة في اليابان.
- د. زيادة أسعار المنتجات المستوردة في اليابان.
- 25- حسب أثر منحى جي سيؤدي تدهور قيمة الجنيه الإسترليني إلى:
- أ. لا يوجد أي تأثير على الميزان التجاري للمملكة المتحدة في الأجل القصير.
- ب. لا يوجد أي تأثير على الميزان التجاري للمملكة المتحدة في الأجل الطويل.
- ج. تأثير سلبي آني على الميزان التجاري.
- د. تأثير إيجابي آني على الميزان التجاري.
- 26- حسب أثر منحى جي سيؤدي تحسن قيمة الين الياباني إلى:
- أ. لا يوجد أي تأثير على الميزان التجاري لليابان في الأجل القصير.
- ب. لا يوجد أي تأثير على الميزان التجاري لليابان في الأجل الطويل.
- ج. تأثير سلبي آني على الميزان التجاري.
- د. تأثير إيجابي آني على الميزان التجاري.
- 27- وفقا لشرط مارشال ليرنر، فإن حدوث انخفاض في قيمة العملة ليس له أي تأثير على الميزان التجاري إذا كان مجموع مرونة الطلب على صادراتها و مرونة الطلب على وارداتها يساوي:
- أ. 0.1. ب. 0.5. ج. 1.0. د. 2.0.
- 28- وفقا لشرط مارشال ليرنر، فإن انخفاض قيمة العملة سيكون له أثر إيجابي على الميزان التجاري إذا كانت مرونة الطلب على صادراتها بالإضافة إلى مرونة الطلب على الواردات يساوي:
- أ. 0.2. ب. 0.5. ج. 1.0. د. 2.0.
- 29- وفقا لشرط مارشال ليرنر، فإن انخفاض قيمة العملة سيكون له أثر سلبي على الميزان التجاري إذا كانت مرونة الطلب على صادراتها بالإضافة إلى مرونة الطلب على الواردات يساوي:
- أ. 0.2. ب. 0.5. ج. 1.0. د. 2.0.
30. أي من المعادلات التالية تمثل منهج الاستيعاب لتخفيض قيمة العملة:

أ. $B = Y - A$

ب. $Y = C + I + G + (X - M)$

ج. $I + X = S + M$ د. $S - I = X - M$

31- تعرف الفترة اللازمة لكي تعدل المؤسسات الاقتصادية أوامرهما كرد فعل على حدوث انخفاض في قيمة العملة ب:

أ. تأخر الاعتراف ب. تأخر الاستبدال

ج. تأخر القرار د. تأخر الإنتاج.

32- تعرف الفترة التي تستغرقها الشركات لزيادة إنتاجها من السلع نتيجة ارتفاع الطلب الناتج عن انخفاض قيمة العملة ب:

أ. تأخر الاعتراف ب. تأخر الاستبدال

ج. تأخر القرار د. تأخر الإنتاج.

33- حسب أثر منحنى ل، يؤدي تحسن قيمة العملة إلى:

أ. تقليل الفائض التجاري. ب. يزيد الفائض التجاري.

ج. يقلل الفائض التجاري قبل أن يرتفع .

د. يزيد الفائض التجاري قبل أن ينخفض.

34- حسب أثر منحنى ل، يؤدي تدهور قيمة العملة إلى:

أ. تقليل العجز التجاري. ب. يزيد العجز التجاري.

ج. يقلل العجز التجاري قبل أن يرتفع .

د. يزيد العجز التجاري قبل أن ينخفض.

35- تحليل آثار انخفاض قيمة العملة يشمل كل العناصر التالية باستثناء:

أ. منهج الاستيعاب ب. منهج المرونات.

ج. المنهج المالي د. المنهج النقدي.

36- وفقا لمنهج الاستيعاب ($B = Y - A$) يؤدي تخفيض قيمة العملة إلى تحسن الميزان

التجاري إذا:

أ. ارتفع الدخل Y وزاد الاستيعاب A .

ب. انخفض الدخل Y وتراجع الاستيعاب A .

ج. ارتفاع الدخل Y و أو تراجع الاستيعاب A .

د. انخفاض الدخل Y و أو زاد الاستيعاب A .

37- حسب شرط مارشال ليرنر فإن حدوث تدهور في قيمة الدينار الجزائري سوف يؤدي إلى زيادة العجز في الميزان التجاري إذا كانت:

أ. مرونة الطلب على الصادرات الفرنسية هي 0.4 بينما مرونة الفرنسية من الطلب على الواردات هي 0.2

ب. مرونة الطلب على الصادرات الفرنسية هي 0.6 بينما مرونة الفرنسية من الطلب على الواردات هي 0.4

ج. مرونة الطلب على الصادرات الفرنسية هي 0.5 بينما مرونة الفرنسية من الطلب على الواردات هي 0.7

د. مرونة الطلب على الصادرات الفرنسية هي 0.6 بينما مرونة الفرنسية من الطلب على الواردات هي 0.7

38. إذا كان مرونة واردات العصير للولايات المتحدة الأمريكية من الأرجنتين تساوي 2، في حين أن مرونة واردات الدواء للأرجنتين من الولايات المتحدة تساوي 0,5. تقوم وم أ 1000 وحدة من الدواء إلى الأرجنتين بسعر 1 دولار = 1 بيسو (بافتراض 1 دولار = 1 بيسو)، في حين تقوم الأرجنتين بتصدير 1000 وحدة من العصير إلى وم أ بسعر 1 دولار للوحدة. بافتراض انخفاض قيمة البيسو بنسبة 10 بالمائة.

- ماذا يحدث في هذه الحالة لصادرات الأرجنتين من العصير، وما هو مقدار الزيادة أو الانخفاض في كمية الصادرات؟

- ماذا يحدث في هذه الحالة لصادرات الولايات المتحدة الأمريكية من الدواء؟ وما هو مقدار الزيادة أو الانخفاض في كمية الصادرات؟

- ما هي كمية البيسو الذي تستفيد منه أو تخسره الأرجنتين في هذه الحالة؟ (مقارنة بما قبل التخفيض)

- ماذا نقصد بشرط مارشال ليرنر، وما هي العلاقة الموجودة بينه وبين منحنى جي؟

- هل شرط مارشال ليرنر محقق في هذا المثال؟



39. حسب منهج المرونات لتحديد ميزان المدفوعات، فإن حدوث تدهور في قيمة العملة المحلية قد لا يؤدي إلى تحسن وضعية ميزان المدفوعات، لماذا؟

40. حسب منهج الاستيعاب يتحدد رصيد الحساب الجاري لدولة ما بالفرق بين الدخل والاستيعاب، بناء على ما اكتسبت من معارف أجب على ما يلي:

✓ ناقش الحالات التالية: $y-a < 0$ $y-a > 0$ $y-a = 0$

✓ ناقش تطور سعر الصرف لاقتصاد ما في حالة ما إذا كان هذا الاقتصاد يعرف توسعا اقتصاديا؟

✓ بافتراض حدوث نمو في الناتج المحلي الإجمالي لبلد ما، يتبع نظام الصرف المرن، ماذا يحدث لعملة هذا البلد حسب منهج الاستيعاب، اشرح ذلك؟

الفصل الثالث: المنهج النقدي لميزان المدفوعات وتحديد سعر الصرف

يعتبر المنهج النقدي لميزان المدفوعات على العكس من منهجي المرونات والاستيعاب أن ميزان المدفوعات هو ظاهرة نقدية وليس ظاهرة حقيقية، وعليه يجب أن يتم تحليله باستخدام أدوات التحليل النقدي (طلب وعرض النقود)، وبذلك تعتبر السياسة النقدية من أهم السياسات التي يعتد بها في هذا الصدد.

3-1 ميزانية البنك المركزي:

لكي نقوم بصياغة نموذج المنهج النقدي سوف نستخدم ميزانية البنك المركزي المبسطة، لمعرفة المكونات الرئيسية للعرض النقدي، ومختلف العمليات التي يقوم بها كعمليات السوق المفتوحة للتأثير على العرض النقدي.

يلعب المصرف المركزي دور الوكيل للحكومة، ويقوم بالمعاملات المختلفة في أسواق الصرف الأجنبي بناء على طلب الحكومة، لذلك سنتطرق إلى كيف تؤدي عمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي إلى تغيير القاعدة النقدية والمعروض النقدي في الدولة محل الاهتمام؟

3-1-1 القاعدة النقدية في الاقتصاد:

تعبر القاعدة النقدية عن كمية النقود المتاحة في الاقتصاد في شكل تام، هذه الكمية هي المحدد للعرض النقدي¹، وتعادل القاعدة النقدية في دولة ما، مجموع ما في حوزة المصرف المركزي من أوراق نقدية محلية (العملة في التداول)، والقروض واحتياطيات الصرف الأجنبي. ويطلق الاقتصاديون تسمية الائتمان المحلي، على إجمالي الأوراق النقدية المحلية والقروض. لذلك فإن القاعدة النقدية بحكم التعريف عبارة عن الائتمان المحلي مضافا إليها احتياطات المصرف المركزي من العملات الأجنبية (احتياطيات الصرف الأجنبي).

¹ نبيل العربي، اقتصاديات النقود والبنوك، 2009، ص 3، متاح على الرابط:

<https://vb.ckfu.org/attachments/%C5%CF%7%D1%C9-%C3%DA%E3%7%E1-5/130885d1368783692-%E6%D1%D4%C9-%DA%E3%E1-%C7%E1%E4%DE%E6%CF-%E6%7%E1%8%E4%E6%DF-ta-u.com-2c93a90ed79.pdf> تاريخ الولوج: 2019 /12/18.

ولتبسيط الأمور نفترض أننا قمنا بتلخيص ميزانية المصرف المركزي على النحو الموضح في الجدول رقم (06)، حيث نفترض أن الأصل الوحيد في الميزانية هو الائتمان المحلي، واحتياطات الصرف الأجنبي، حيث يشكلان معا القاعدة النقدية للدولة. تجدر الإشارة أن نحو ثلثي خصوم البنك المركزي على الأقل يتكونان من العملات المصدرة بواسطة المصارف المركزية الرئيسية، والاحتياطات التي تحتفظ بها المصارف التجارية لدى المصارف المركزية كنسبة من ودائع العملاء لديها، لذلك فقد ذكرنا في الجدول رقم (06) هذين البندين في خصوم البنك المركزي.

الجدول رقم (06) : ميزانية مبسطة للمصرف المركزي

الأصول	الخصوم
الائتمان المحلي	العملات
احتياطات الصرف الأجنبي	احتياطات المصرف
القاعدة النقدية	القاعدة النقدية

وحيث إن الأصول يجب أن تتكافأ مع الخصوم في هذه القائمة المبسطة، فإننا نصل إلى استنتاج مهم هو:

- ت- تشكل القاعدة النقدية الشطر الأكبر من أصول وخصوم المصرف المركزي، وإذا نظرنا إلى جانب الأصول في الميزانية، نجد أن القاعدة النقدية تعادل الائتمان المحلي زائد احتياطات الصرف الأجنبي. أما إذا نظرنا إلى جانب الخصوم في الميزانية نجد أن القاعدة النقدية تعادل العملات المصدرة زائد احتياطات المصارف التجارية.
- ث- من خلال الجدول نلاحظ أن الائتمان المحلي DC، وهو عبارة عن حيازة المصرف المركزي من الأوراق النقدية والقروض، وكذلك احتياطات الصرف الأجنبي¹ FER مقومة بالعملة المحلية، يشكلان معا أصول المصرف المركزي، كما أن العملات الموجودة فعلا C

وإجمالي احتياطات المصرف المركزي تعادل خصومه، فإننا نستطيع أن نعبر عن القاعدة النقدية إما من خلال مجموع الائتمان المحلي واحتياطيات الصرف الأجنبي، أو عن طريق رصيد العملات الموجودة وإجمالي احتياطيات المصارف، أي أن:

$$MB=DC+FER$$

$$MB=C+TR$$

سوف يتم التركيز في هذا الفصل على جانب الأصول في ميزانية المصرف المركزي، ويتم التعبير عن القاعدة النقدية من خلال مجموع الائتمان المحلي واحتياطيات الصرف الأجنبي، وإذا رمزنا للتغيير في متغير ما بالرمز Δ فإننا نستطيع التعبير في القاعدة النقدية للدولة على النحو التالي:

$$\Delta MB= \Delta DC+ \Delta FER$$

ويوضح الاصطلاح السابق أن القاعدة النقدية في بلد ما سوف تتغير بسبب حدوث تغيير في الائتمان المحلي، أو في احتياطيات الصرف الأجنبي أو في الاثنين معا. العرض النقدي للدولة

هناك عدة مقاييس للعرض النقدي للدولة، والذي اصطلح أن نرسم له بالرمز M ، إن أبسط هذه المقاييس وهو الذي سوف نستخدمه هو مجموع العملات النقدية الموجودة في التداول، بالإضافة إلى حجم الودائع الجارية لدى النظام المصرفي.

يقوم النظام المالي العالمي بأكمله في الوقت الراهن على نظام الاحتياطي الجزئي والتي تعرف أيضا بمتطلبات الاحتياطي القانوني، وهو أحد الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية، حيث يقوم المصرف بالاحتفاظ بجزء من الوديعة لديه على شكل احتياط وإقراض الجزء الآخر للأفراد، وهو ما يعرف في الأدبيات الاقتصادية (عملية خلق النقود)، حيث يكون حساب الزبون مدعم جزئياً فقط بأموال حقيقية توجد تحت تصرف المصرف.

2-3 عمليات السوق المفتوحة:

يقصد بها قيام البنك المركزي بشراء وبيع الأوراق المالية في السوق النقدية وتعتبر من أهم أدوات السياسة النقدية في الاقتصادات الرأسمالية فهي تمكن السلطات النقدية من إبقاء المبادرة في يدها دائماً، كما تساعد على حقن السيولة أو امتصاصها من القاعدة النقدية بالقدر المناسب و التمكين من تصحيح الأخطاء و ذلك في وقت قصير.¹

¹ Edwin Mansfield, *economics*, Norton Company, New York, 1989, p 295.

إن عمليات السوق المفتوحة تكمل من حيث المبدأ التحرك النقدي للبنك المركزي كما تؤثر على السيولة المصرفية عبر شراء أو بيع المصرف المركزي لأذونات خزينة مقابل سيولة وذلك حسب المعدل السائد في السوق وبتدخله هذا يمارس البنك المركزي تأثيراً على أسعار الفائدة في السوق المصرفية و ذلك عبر لجوئه في نفس الوقت إلى سوق آخر يجري فيه تداول سندات الخزينة و هو مفتوح أمام كل المتعاملين والوكلاء.¹

عادة ما تطلب المصارف المركزية من المصارف التجارية بالاحتفاظ بجزء من إجمالي الودائع في النظام المصرفي على شكل احتياط لمواجهة السحوبات غير المتوقعة التي قد تحدث مستقبلاً.

نفترض أن الاحتياطي المطلوب هو 10 بالمائة، وكذلك نفترض قيام نظام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي على سبيل المثال بشراء أوراق مالية قيمتها 1 مليون دولار من احد تجار هذه الأوراق، وعندما يحدث ذلك، نجد أن المكون الخاص بالائتمان المحلي في ميزانية المصرف المركزي الأمريكي سوف يزيد بمقدار المليون دولار المشار إليها، وبالتالي ترتفع القادة النقدية بنفس المقدار.

ويزيد الاحتياطي الإجمالي للمصارف الخاصة بمقدار 1 مليون دولار (قيمة الصفقة)، ثم يتم تخصيص هذا المبلغ للحساب الجاري لتاجر الأوراق المالية، ومفاد ما سبق، أن نظام الاحتياطي الفيدرالي قد أضاف ما قيمته 1 مليون دولار إلى إجمالي الاحتياطي، ويرتفع العرض النقدي للدولة بشكل فوري بمبلغ 1 مليون دولار.

ولا ينتهي تأثير فعل الاحتياطي الفيدرالي عند هذا الحد، حيث يتم توزيع المليون دولار التي دخلت إلى الاحتياطي الإجمالي إلى 10 بالمائة (100 ألف دولار)، كاحتياطي مطلوب، و900 ألف دولار كاحتياطيات زائدة يمكن إقراضها، فإذا كان الأشخاص الذين حصلوا على قروض تبلغ 900 ألف دولار يقومون بإنفاق هذه الأموال، فإن مستلمي هذه الأموال سوف يودعونها في نهاية المطاف لدى مصارف أخرى، وهو ما يولد ودائع جديدة بنفس المبلغ 900 ألف دولار، وبسبب أنشطة الإقراض التي أشرنا إليها، نجد أن حجم الائتمان المحلي، ومن ثم العرض النقدي يمكن أن يرتفع بمقدار 900 ألف دولار إضافية، لتصبح الزيادة الكلية 1,9 مليون دولار (1 مليون دولار + 900 ألف دولار)، وتستمر العملية دواليك،

¹ وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2000، ص 243.

حيث إن الودائع الجارية الجديدة التي تبلغ 900 ألف دولار، تتطلب حجز احتياطي مقداره 10 بالمائة أي 90 ألف دولار، وتصبح هناك احتياطيات زائدة تبلغ 810 آلاف دولار، وتستطيع المصارف التي تم إيداع هذه الأموال لديها أن تقوم بإقراضها وسوف يتم إنفاق هذه القروض، وهو ما يؤدي إلى توليد ودائع جديدة لدى مصارف أخرى.

سوف تستمر هذه العملية إلى آخر مرحلة حتى يتضاءل المبلغ، وهو ما يعني زيادة حجم الودائع الجديدة التي تبلغ نسبتها 10 بالمائة أكبر مع كل مرحلة، ونستنتج أن كل عملية شراء من خلال السوق المفتوحة تبلغ قيمتها 1 مليون دولار، سوف تؤدي إلى زيادة في العرض النقدي بشكل مضاعف، أي أن شراء الأوراق المالية من جانب المصرف المركزي، سوف تكون له آثار مضاعفة على الحجم الكلي للودائع الجارية المتضمنة في العرض النقدي للدولة.¹

لكي نحدد مقدار أثر المضاعف في المثال المذكور في السطور السابقة، دعنا نرمز لحجم الودائع الجارية لدى هذه المصارف الخاصة بالرمز TD، ولإجمالي الاحتياطيات النقدية لدى هذه المصارف بالرمز TR، وأخيرا نرمز لمتطلبات الاحتياطي بالرمز rr، فإذا قامت المصارف الخاصة بالاحتفاظ فقط بنسبة الاحتياطي التي يملها المصرف المركزي، عندئذ يصبح إجمالي احتياطيات المصرف المركزي على النحو التالي:

$$TR = (rr \times TD)$$

ويصبح أي تغيير في إجمالي الاحتياطيات نتيجة لحدوث تغييرات في حجم الودائع الجارية لدى المصارف هو:

$$\Delta TR = (1/rr) \times \Delta TD$$

لذلك، يكون الحد الأقصى الذي يمكن أن ترتفع إليه الودائع الجارية هو مقدار التغيير في إجمالي الاحتياطيات مضروبا في مضاعف قيمته $1/rr$ ، وفي المثال الذي أشرنا إليه يؤدي قيام المصرف المركزي بشراء الأوراق المالية إلى حدوث زيادة مبدئية مقدارها 1 مليون دولار في احتياطيات المصارف الخاصة، ومعنى ذلك أن ΔTR تعادل 1 مليون دولار، أضف إلى ذلك أن متطلبات الاحتياطي هي 10 بالمائة، لذلك تبلغ قيمة rr 0,10، ونتيجة لذلك يكون أقصى مقدار ممكن من التغيير الإجمالي الودائع الجارية في النظام

¹ جوزيف دانيالز، دافيد فانهاوس، مرجع سابق، ص 369.

المصرفي (ΔTD) سوف يعادل عشرة أضعاف المليون دولار، أي 10 مليون دولار. لذلك وطبقا لمثالنا يؤدي قيام المصرف المركزي بشراء أوراق مالية بقيمة مليون دولار في نهاية المطاف إلى حدوث زيادة في حجم الودائع الجارية، ومن ثم العرض النقدي بمقدار 10 مليون دولار.

3-3 العلاقة بين القاعدة النقدية والعرض النقدي

عرض النقود هو كمية النقود المتوفرة في الاقتصاد للاستخدام الفوري. وهو يساوي العملة التي تحتفظ بها ودائع الجمهور زائد الطلب في البنوك والقاعدة النقدية هي مجموع العملة المتداولة والمبلغ الذي تحتفظ به البنوك كاحتياطيات.

ينشأ الفرق بين العرض النقدي والقاعدة النقدية لأن ضخ مبلغ 1 دولار في الاقتصاد من قبل البنك المركزي يؤدي إلى زيادة أكبر بكثير في إجمالي العرض النقدي من خلال عملية إنشاء الائتمان.¹

من خلال الافتراضات السابقة، يمكننا التعبير عن العلاقة بين العرض النقدي والقاعدة النقدية على النحو التالي:

$$M = m \times MB = m(DC + FER) = m(C + TR).$$

كما نستطيع التعبير عن حدوث تغيير ما في العرض النقدي للدولة المعنية على أنه قيمة مضاعف النقود مضروبة في التغيير في القاعدة النقدية للدولة، وذلك بالصورة التالية:

$$\Delta M = m \times \Delta MB = m(C + TR) = m(\Delta DC + \Delta FER)$$

3-4 أسعار الصرف المدارة: التدخل في الصرف الأجنبي

إذا كان المصرف المركزي يستهدف تحقيق مجموعة من الأهداف الدولية، فإنه يمكن القيام بذلك من خلال التدخل في سوق الصرف الأجنبي، سواء ببيع أو شراء الأصول المالية المقومة بالعملة الأجنبية في محاولة منه للتأثير على سعر الصرف الأجنبي.

لتحقيق الأهداف الدولية غالبا ما تحاول المصارف المركزية تغيير قيم العملات الوطنية في سوق الصرف الأجنبي عن طريق التدخل في أسواق الصرف، وسوف نستعرض فيما يلي

¹ Obaidullah Jan, Money Supply and Monetary Base, available at: <https://xplained.com/814601/money-supply-and-monetary-base>



كيفية قيام المصارف المركزية بالتدخل في سوق الصرف الأجنبي بغرض التأثير على أسعار الصرف.

عمليات التدخل:

تتدخل المصارف المركزية في أسواق الصرف الأجنبي من خلال المعاملات الحاضرة ويعود السبب الرئيسي لذلك، إلى رغبة المصارف المركزية في جعل عمليات التدخل بمثابة إشارات واضحة تعبر عن مقاصد سياستها أمام المتعاملين في سوق الصرف الأجنبي.

وكي نستوعب بشكل أفضل كيفية قيام المصارف المركزية ووزراء المالية بتمويل عمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي في الولايات المتحدة واليابان.

ففي الولايات المتحدة الأمريكية نلاحظ إن المسؤولية الأولى للخزانة الأمريكية تتمثل في القيام بعمليات التدخل الأمريكية في المعتاد هي التي تحدد توقيت ونطاق التدخل في الولايات المتحدة، وذلك بالرغم من قيام نظام الاحتياطي الفيدرالي عن طريق المصارف التابعة له بعمليات التدخل لصالح وزارة الخزانة الأمريكية، ويكون وضع الخزانة الأمريكية في هذا السياق يتمثل في امتلاكها السلطة القانونية التي من خلالها تأمر مصارف الاحتياطي الفيدرالي باستخدام ما لديها من احتياطات الصرف الأجنبي، وبالإضافة إلى ما في حيازة الخزانة الأمريكية من احتياطات.

وفيما يتعلق بالآلية اليابانية لعمليات التدخل الرسمي في سوق الصرف الأجنبي، نجدها تشبه كثيرا تلك الآليات المطبقة في الولايات المتحدة، فالميزانية الوطنية لليابان تتضمن حسابا خاصا لأرصدة الصرف الأجنبي تستطيع من خلاله وزارة المالية أن تمول عمليات التدخل في سوق الصرف، وينوب عنها المصرف المركزي الياباني في تنفيذ هذه العمليات. وتستخدم وزارة المالية اليابانية هذا الحساب بنفس الطريقة التي تستخدم بها الخزانة الأمريكية صندوق موازنة سعر الصرف الأجنبي، وذلك بالرغم من عدم قيام المصرف المركزي الياباني باتخاذ أي خطوات لحماية العرض النقدي الياباني من تأثيرات هذه الأفعال.¹

3-5 التدخل في سوق الصرف والعرض النقدي:

¹ جوزيف دانيالز، دافيد فانهاوس، مرجع سابق، ص 373.

تشير عمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي إلى بيع وشراء الأصول المالية المقومة بعملات أجنبية، ولكي نبين كيف تنفذ المصارف المركزية عمليات التدخل عن طريق المصارف الخاصة، فهي تقوم بتغيير القاعدة النقدية مما يؤدي إلى تغيير العرض النقدي، آخذين بالحسبان عمليات شراء وبيع الودائع المصرفية المقومة بعملة أجنبية فقط، وهذه الودائع عبارة عن أصول مالية مملوكة لأشخاص وشركات ومصارف ولكن تم إيداعها لدى مصارف أجنبية، وعلى ذلك، نجد أن عمليات الصرف الأجنبي سوف تؤثر على ميزانيات المصارف الخاصة، سواء كانت مصارف محلية أو أجنبية، لذلك وبشكل غير مباشر نجد أن عمليات الصرف الأجنبي التي يقوم بها المصرف المركزي سوف تؤثر على العرض النقدي المحلي وربما على العرض النقدي الأجنبي أيضا.

مثال يوضح إحدى عمليات الصرف لكي نوضح تبعات قيام المصرف المركزي بالتدخل في سوق الصرف الأجنبي، فإننا نركز على مثالين يتضمن دولتين، مع استخدام ميزانية مبسطة للمصرف المركزي، وبافتراض أن الدولتين هما الولايات المتحدة واليابان، نجد أن الجدول رقم (07) يوضح ذلك:

الجدول رقم (07) الميزانية المبسطة لنظام الاحتياطي الفيدرالي

الأصول (الموجودات)	الخصوم (المطلوبات)
الائتمان المحلي احتياطات الصرف الأجنبي	العملة الوطنية احتياطات المصرف
القاعدة النقدية	القاعدة النقدية

الجدول رقم (08): الميزانية المبسطة لبنك اليابان

الأصول (الموجودات)	الخصوم (المطلوبات)
الائتمان المحلي احتياطات الصرف الأجنبي	العملة الوطنية احتياطات المصرف
القاعدة النقدية	القاعدة النقدية

توضح الميزانية المبسطة للبنكين أن القاعدة النقدية هي عبارة عن مجموع قروض البنك المركزي واحتياطيات الصرف الأجنبي، كما أنها مجموع العملة الوطنية واحتياطيات المصارف.

الجدول رقم (09): تأثير شراء الصرف الأجنبي على ميزانية البنك المركزي الياباني

الأصول	الخصوم
الائتمان المحلي	العملة
احتياطيات الصرف + 110 مليون ين	احتياطيات المصرف + 110 مليون ين
القاعدة النقدية + 110 مليون ين	القاعدة النقدية + 110 مليون ين

تدخل بنك اليابان:

عندما يقوم بنك اليابان بشراء 110 مليون ين (1 مليون دولار) من احتياطيات الصرف، سترتفع احتياطيات الصرف التي تعتبر أحد مكونات القاعدة النقدية. ويقوم بنك اليابان بضخ 110 مليون ين في حساب تاجر العملة في البنك.

لأن القاعدة النقدية ارتفعت، لذلك فإن العرض النقدي يرتفع أيضا.

بافتراض أن المضاعف النقدي لليابان هو 2.6 سيكون التغير في العرض النقدي:

$$\Delta M = m(\Delta DC + \Delta FER),$$

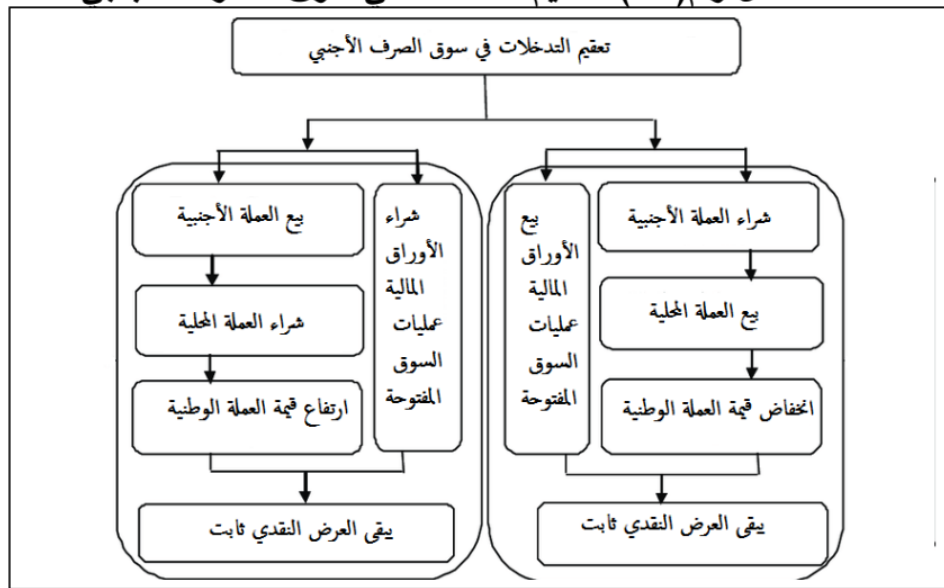
$$\Delta M = 2.6 \cdot (\text{¥}110 \text{ million}) = \text{¥}286 \text{ million}.$$

التعقيم:

التدخل المعقم هو شراء أو بيع عملة أجنبية من قبل البنك المركزي للتأثير على قيمة صرف العملة المحلية، دون تغيير القاعدة النقدية. ينطوي التدخل المعقم على معاملتين منفصلتين:

1) بيع أو شراء الأصول بالعملة الأجنبية ، و 2) عملية السوق المفتوحة التي تنطوي على شراء أو بيع الأوراق المالية الحكومية الأمريكية (بنفس حجم الصفقة الأولى).
تعمل عملية السوق المفتوحة بشكل فعال على تعويض أو تعقيم تأثير التدخل على القاعدة النقدية. إذا لم يكن بيع أو شراء العملة الأجنبية مصحوبًا بعملية السوق المفتوحة، فسيكون ذلك بمثابة تدخل غير معزز. تشير الدلائل التجريبية إلى أن التدخل المعقم غير قادر عمومًا على تغيير أسعار الصرف.¹

الشكل رقم(12): تعقيم التدخلات في سوق الصرف الأجنبي



Source : Britchenko Igor, Vlasenko Yevhenii State Regulation of the National Currency Exchange Rate by Gold and Foreign Currency Reserves Management, Tarnobrzeg 2018, p 35.

في مثالنا السابق، إذا كانت زيادة العرض النقدي الياباني يتعارض مع الأهداف الداخلية التي يرغب مصرف اليابان في تحقيقها، عندئذ قد يرغب المصرف في إلغاء أو تعقيم آثار التدخل في سوق اليابان، هنا يستطيع مصرف اليابان تعقيم عمليات الصرف الأجنبي من خلال عمليات معوضة في السوق المفتوحة.

ولكي يقوم بتعقيم أثر عملية ما في سوق الصرف الأجنبي، يجب على المصرف المركزي لليابان أن يلغي أثر الزيادة في احتياطات الصرف الأجنبي بمقدار مكافئ يقلل به حجم الائتمان المحلي، وحتى يقوم بذلك ينبغي على مصرف اليابان أن يقوم ببيع أوراق مالية في

¹What Is a Sterilized Intervention?

<https://www.investopedia.com/terms/s/sterilizedintervention.asp> visited 12/12 /2020



السوق المفتوحة، وعندما يقوم المصرف المركزي لليابان ببيع أذون حكومية قيمتها 110 ملايين ين إلى أحد المتعاملين المحليين، ينخفض حجم الائتمان المحلي بنفس المقدار، ويقوم المشتري بتحويل قيمة الأذون التي اشتراها من حسابه الجاري إلى المصرف المركزي، ويقوم المصرف المركزي بتسوية القيمة عن طريق تخفيض إجمالي احتياطات مصرف العمل لديه، ولذلك، نجد أن الودائع الجارية تنخفض بمقدار 110 ملايين ين.

يوضح الجدول أدناه ذلك الأثر المركب من عملية سوق الصرف الأجنبي، وعملية السوق المفتوحة على ميزانية المصرف المركزي لليابان، وعندما يقوم المصرفان بهاتين العمليتين بشكل متزامن، نجد أن الائتمان المحلي ينخفض بقيمة 110 ملايين، على حين تزيد احتياطات النقد الأجنبي بنفس المقدار، وينتج عن عملية سوق الصرف الأجنبي زيادة بمقدارها 110 ملايين ين في احتياطات المصرف الخاص بينما تؤدي عملية السوق المفتوحة إلى نقص يبلغ 110 ملايين ين في احتياطات المصرف الخاص، وعلى ذلك يصبح الأثر الصافي صفراً، كذلك يكون الأثر الصافي على القاعدة النقدية اليابانية صفراً. الآثار المشتركة لعملية سوق الصرف الأجنبي وعملية التعقيم على ميزانية مصرف اليابان المركزي:

بينما تؤدي عملية السوق المفتوحة إلى نقص يبلغ 110 ملايين ين في احتياطات المصرف الخاص، وعلى ذلك يصبح الأثر الصافي صفراً، كذلك يكون الأثر الصافي على القاعدة النقدية اليابانية صفراً.

الجدول رقم: (10) الآثار المشتركة لعملية سوق الصرف الأجنبي وعملية التعقيم على ميزانية مصرف اليابان المركزي.

• الأصول	• الخصوم
<ul style="list-style-type: none"> • نقص الائتمان المحلي بمقدار -110 ملايين ين • زيادة احتياطات النقد الأجنبي بمقدار النقد الأجنبي بمقدار + 110 ملايين ين 	<ul style="list-style-type: none"> • العملة الوطنية • احتياطات المصرف • +110 مليون ين • -110 مليون ين
• القاعدة النقدية	• القاعدة النقدية

إن تعقيم عملية الصرف الأجنبي تترك القاعدة النقدية اليابانية دون تغيير، وهو ما يؤدي بالتالي إلى عدم حدوث تغيير في العرض النقدي الياباني، وبتضمن عملية سوق النقد الأجنبي، وعملية السوق المفتوحة في المعادلة التي تمثل العلاقة بين العرض النقدي والقاعدة النقدية، نستطيع التعبير عن الأثر على العرض النقدي على النحو التالي:

$$\Delta Mj = mj(\Delta DC + \Delta FER)$$

$$= 2.6 \cdot (-¥110 \text{ million} + ¥110 \text{ million}).$$

3-6 المنهج النقدي لميزان المدفوعات وتحديد سعر الصرف

رأينا في منهجي المرونات والاستيعاب كيف تم التركيز على المعاملات في السلع والخدمات، مع إهمال أسواق المال، وبعد انهيار نظام بريتون وودز فكر الاقتصاديون في تطوير مناهج جديدة لفهم كيفية تحديد ميزان المدفوعات وسعر الصرف، مع السماح بوجود أسعار الصرف المعومة، ووجود درجة أكبر من الاندماج بين أسواق السلع، وأسواق المال عبر اقتصاديات الدول المختلفة وقد تمخضت جهود هؤلاء الاقتصاديين عن ولادة المنهج النقدي الذي حاز على قبول كثير من الاقتصاديين.

يركز المنهج النقدي على كمية النقود المعروضة والمطلوبة والمنهج النقدي لميزان المدفوعات وتحديد سعر الصرف، يفترض أن التغييرات في ميزان المدفوعات وفي القيمة التبادلية للعملة الوطنية هي في الأساس ظاهرة نقدية ومعنى ذلك أن العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات والتغييرات في سعر الصرف تتجم عن الفرق بين الكمية المعروضة من النقود والكمية المطلوبة منها.

وعلى الرغم من حداثة تطوير المنهج النقدي بالقياس إلى المناهج التقليدية، فإن جذور هذا المنهج قديمة وتعود إلى النموذج الذي قدمه الاقتصادي الشهير دافيد هيوم والذي يعبر عن العلاقة بين السعر والاحتياطي المعدني للعملة، ويبدأ هذا المنهج بالنموذج الرسمي للطلب على الأرصدة النقدية والغرض منها.

أ- فرضيات المنهج النقدي:

- إن المنهج النقدي لميزان المدفوعات يماثل منهج الاستيعاب ويكمّله ولكنه يوسعه ليقدّم تفسيراً شاملاً لميزان المدفوعات بدلاً من الاقتصار على الحساب الجاري فقط، وهو ما يسمح بالاعتماد على هذا الميزان وفق صيغة عرض السلع والخدمات والطلب عليها ولكن وفق

صيغة عرض النقود والطلب عليها (أي العرض والطلب على العملة المحلية) عن الاختلال في ميزان المدفوعات هو اختلال رصيد وليس اختلال تدفق وبالتالي فالتركيز لابد أن يكون منصبا على العلاقة القائمة بين اختلال سوق النقد داخل الاقتصاد الوطني واختلال السوق المحلية للسلع التي تدخل ضمن نطاق التبادل التجاري (السلع التجارية).

- تلعب الأسعار النسبية دورا هامشيا أو قد يغيب تأثيرها نهائيا، حيث يؤثر تغير مستوى العرض النقدي على الإنفاق الكلي (الإنفاق على السلع والخدمات والأصول المالية المحلية والأجنبية).

- العرض النقدي هو متغير خارجي حيث أنه يخضع لرقابة وتحكم السلطات النقدية.
- تكتسي التأثيرات التي تنتجها المتغيرات الحقيقية في الاقتصاد (الاستهلاك، الدخل والاستثمار) على أسعار الصرف طابعا نقديا أي أن هذه التأثيرات تمر عبر فترات نقدية، ومعناه أن هذه المتغيرات تؤثر على الطلب والعرض النقدي ومنه على أسعار الصرف.
- دالة الطلب على النقود هي دالة مستقرة تتضمن عددا معينا من المتغيرات الاقتصادية المحلية.

- إن العلاقة بين المتغيرات النقدية وأسعار الصرف تتبلور في الأجل الطويل وهو الوقت الذي تستلزمه عملية تحقيق التوازن النقدي وبالتالي التوازن الخارجي، وعليه فإن العوامل غير النقدية يمكن أن تفسر سلوك ميزان المدفوعات في الأجل القصير إلى أن تبدأ العوامل النقدية بالتأثير عليه وهو الأمر الذي يحتاج إلى فترة زمنية طويلة نسبيا.
- السلع والأصول المالية المحلية تمثل بدائل كاملة للسلع والأصول المالية الأجنبية والعكس صحيح وبالتالي بإمكان المقيمين المفاضلة بينهما بحرية.¹

ب- منهج مدرسة كامبردج للطلب على النقود:

يبدأ المنهج النقدي تحليله بمعادلة كامبردج وهي عبارة عن نظرية للطلب على النقود تم تقديمها في أواخر القرن التاسع عشر من جانب اقتصاديي جامعة كامبردج، يرى مارشال أن معادلة التبادل لا تكشف عن العوامل الأصلية التي تحكم سرعة الدوران، وأن بيان هذه العوامل يستدعي البحث في الأسباب التي تدفع الأفراد للاحتفاظ بنسبة من مواردهم في صورة نقدية سائلة فالواقع أن تأثير كمية النقود على المستوى العام للأسعار لا يحدث

¹ زراقة محمد، مرجع سابق، ص 72-73.

بطريقة كمية مباشرة مثلما افترض فيشر، إذ أن تأثير كمية النقود على المستوى العام للأسعار إنما يتم عن طريق التأثير في النسبة التي يرغب الأفراد في الاحتفاظ بها من دخولهم في صورة نقد سائل.¹

تقترب صيغة كامبردج للطلب على النقود من سلوك الاختيار الاقتصادي الذي يتسم به التعامل مع كل السلع والخدمات والأصول الاقتصادية، فالأفراد يتسلمون دخولهم النقدية في بداية كل شهر، ثم يبدؤون بالإنفاق وأداء مدفوعاتهم خلال الشهر في شكل تيار إنفاق مستمر على السلع والخدمات النهائية، التي يقومون بشرائها وإذا تماثل الأفراد في تصرفاتهم الإنفاقية فإن الطلب على النقود سيمثل نسبة (K) من إجمالي الدخل النقدي وتعرف باسم التفضيل النقدي في الاقتصاد،² وتتمثل المعادلة فيما يلي:

$$M^d = kPy \quad (1)$$

حيث تشير M^d إلى الطلب الكلي من الأرصدة النقدية الاسمية التي يرغب القطاع العائلي في الاحتفاظ بها، وتعتبر k عن كسر تتراوح قيمته بين الصفر والواحد، وتشير P إلى المستوى العام للأسعار في الدولة المعنية، وأخيرا تعبر Y عن إجمالي الدخل الحقيقي، وحيث إن P هي المستوى العام للأسعار، و Y هي الدخل الحقيقي، فإن حاصل ضرب الاثنين يعطينا الدخل الاسمي وعلى ذلك تشكل معادلة كامبردج فرضية تقول بأن الأشخاص يحتفظون بنسبة من دخلهم الاسمي في شكل أرصدة نقدية.

النقود وميزان المدفوعات

كما سبق وأن أوضحنا، فإن كمية النقود في دولة ما تعادل مضاعف النقود مضروبا في القاعدة النقدية.

$$M = m(DC + FER)$$

وكما سبق وأن أشرنا من قبل يتم التعبير عن القاعدة النقدية بمجموع الائتمان المحلي واحتياطيات النقد الأجنبي.

¹ إسماعيل محمد هاشم، مذكرات في النقود والبنوك، دار النهضة العربية، بيروت، 1975، ص 135-13.

² محمد عزت غزلان، اقتصاديات النقود والمصارف، دار النهضة العربية، بيروت، 2003، ص 195-19.

ت - العلاقة بين العرض النقدي وميزان المدفوعات:

تطرقنا في السابق إلى أن:

ميزان الحساب الجاري + ميزان حساب رأس المال = ميزان التسويات الرسمية.

ويتكون ميزان التسويات الرسمية في الأساس من التغير في أرصدة الصرف الأجنبي لدى المصرف المركزي، ولكي نقوم بتبسيط المناقشة سوف نفترض أن احتياطات الدولة من النقد الأجنبي تعادل رصيد ميزان التسويات الرسمية.

وباستخدام هذه المتطابقة المحاسبية نستطيع الربط بين العرض النقدي للدولة بميزان مدفوعاتها، ونتذكر أيضا ما تم التطرق له سابقا في محور ميزان المدفوعات، إن حدوث فائض في رصيد ميزان التسويات الرسمية (أو في هذه الحالة المكون الخاص باحتياطات النقد الأجنبي للقاعدة النقدية) تعادل فائض ميزان المدفوعات. وبالمثل فإن انخفاض احتياطات النقد الأجنبي يعادل عجز ميزان المدفوعات، وإذا لم يحدث تغيير في احتياطات الصرف الأجنبي، عندئذ يستمر رصيد ميزان المدفوعات الشامل دون تغيير (أي صفرا)، وعلى ذلك نستطيع أن نربط التغيير في العرض النقدي للدولة بالتغيير الذي يحدث في ميزان المدفوعات.¹

ث - العلاقة بين الأسعار المحلية والأسعار الأجنبية وسعر الصرف الحاضر:

يفترض الاقتصاديون الذي يستخدمون المنهج النقدي، أن تعادل القوة الشرائية يتحقق في المدى الطويل.

وفحوى نظرية تعادل القوة الشرائية يقول، إن نفس المجموعة من السلع (أو سلة من السلع)، ينبغي أن تباع بنفس السعر في الدول المختلفة عندما يتم تقويمها بعملة مشتركة، لذلك نفترض أن P ، P^* ، تشير إلى الأسعار المحلية والأسعار الأجنبية على التوالي (أو الرقم القياسي للأسعار)، وعندئذ نكتب المعادلة التالية:

$$P = SP^*$$

حيث تشير S إلى سعر الصرف

¹ جوزيف دانيالز، مرجع سابق، ص 386.

هذا وقد تم استخدام تعادل القوة الشرائية كنظرية لمستوى الأسعار: فإذا كان سعر الصرف ثابتا، وكانت الدولة موضع الاهتمام دولة صغيرة، فإن الأسعار الأجنبية سوف تحدد الأسعار المحلية، وبالمقابل، نجد أنه تم استخدام تعادل القوة الشرائية على نطاق واسع كنظرية لسعر الصرف، حيث إنه عند إعادة ترتيب المعادلة نجد:

$$S = p / P^*$$

وإحدى صيغ المنهج النقدي لميزان المدفوعات تشكل نظرية لمستوى الأسعار، حيث إنه اشتقاقا من دالة الطلب على النقود وشرط التوازن النقدي، ومرورا بتعادل القوة الشرائية، يمكن اشتقاق نظرية نقدية لسعر الصرف.¹

شرط التوازن النقدي:

إن العلاقة بين معادلة كامبردج للطلب على النقود، وبين العرض النقدي (ومن ثم ميزان المدفوعات)، ومستوى الأسعار الأجنبية، وسعر الصرف الحاضر، يمكن تحديدها من خلال شرط التوازن الذي يحقق التساوي الذي يحقق التساوي بين كمية النقود المطلوبة وبين العرض النقدي، وذلك كما يلي:

$$M^d = M.$$

ونقوم أولا بإحلال المعادلة الخاصة بكمية الطلب على النقود ومعادلة كامبردج في المعادلة الخاصة بشرط التوازن، وبالتالي نحصل على ما يلي:

$$M = m(DC + FER)$$

وفي الخطوة الثانية نستخدم الصيغة التي تعبر عن تعادل القوة الشرائية المطلقة، ونضعها في المعادلة الخاصة بمستوى الأسعار المحلية لنحصل على:

$$m(DC + FER) = kSP^*y.$$

وإذا قمنا بالتعبير عما سبق بصيغة لفظية، نقول إنه عند وضع التوازن يكون العرض النقدي الحقيقي مساويا للكمية المطلوبة من النقود، ويستخدم أنصار المنهج النقدي هذه العلاقة في شرح كيفية قيام المتغيرات الرئيسية بالتأثير على ميزان مدفوعات الدولة والقيمة التبادلية (سعر الصرف) لعملتها الوطنية.

¹ سي بول هالوود، رونالد ماك دونالد، النقود والتمويل الدولي، ترجمة محمود حسن حسني، دار المريخ للنشر، الرياض، 2007، ص 54-55.

ج- المنهج النقدي وترتيبات سعر الصرف الثابت:

طبقا للمنهج النقدي، فإن أي حدث يؤدي إلى وجود فرق بين كمية الطلب على النقود والكمية المعروضة منها، سوف يولد تغييرا في ميزان مدفوعات الدولة أو في سعر العملة الوطنية، أضف إلى ذلك أن المنهج النقدي يفترض وجود عملية موائمة (تعديل) تلقائية تؤدي إلى عودة الاقتصاد إلى وضع التوازن الذي تتعادل عنده الكمية المطلوبة من النقود مع الكمية المعروضة منها.

ولكي نستوعب عملية الموائمة التلقائية للمنهج النقدي، ينبغي أن نأخذ في الاعتبار نوع ترتيبات سعر الصرف التي تطبقها الدولة المعنية، وعلى ذلك ينبغي أن ندرس المنهج النقدي في ظل ترتيبات سعر الصرف الثابت وترتيبات سعر الصرف المرن.

• التغيير في الائتمان المحلي:

نفترض أن الدولة موضع الاهتمام صغيرة، وبالتالي لا يؤثر اقتصادها على مستويات الأسعار في الدول الأجنبية، أضف إلى ذلك افتراض أن المصرف المركزي لتلك الدولة يقوم بتثبيت سعر الصرف العملة الوطنية، فإذا قام المصرف المركزي بزيادة حجم الائتمان المحلي عن طريق شراء أوراق مالية من السوق المفتوحة، عندئذ نجد أن عملية السوق المفتوحة سوف تؤدي في هذه الحالة، إلى حدوث زيادة في العرض النقدي من خلال أثر المضاعف، ومع افتراض ثبات العوامل الأخرى، نجد أن عملية السوق المفتوحة تجعل العرض الحقيقي يزيد على الكمية المطلوبة من النقود.¹

وفي ظل هذا الموقف يجد القطاع العائلي أن كمية النقود التي يحتفظ بها تزيد على الكمية التي يرغب في حيازتها، وبالتالي يقلل أعضاء القطاع العائلي من النقود التي في حوزتهم عن طريق زيادة مشترياتهم من السلع والخدمات، واعتمادا على ترتيبات سعر الصرف المستخدمة، نجد أن الزيادة في الطلب على السلع والخدمات الأجنبية سوف يكون لها أحد أثرين، ففي ظل ترتيبات سعر الصرف الثابت فإن المشتريات الإضافية من السلع والخدمات الأجنبية سوف يتولد عنها عجز في ميزان المدفوعات، مع عدم حدوث تغيير في سعر

¹ جوزيف دانيالز، مرجع سابق، ص 387.

صرف العملة الوطنية، أما تحت نظام سعر الصرف المرن، نجد أن زيادة مشتريات السلع والخدمات الأجنبية سوف تؤدي إلى حدوث انخفاض في قيمة العملة الوطنية، مع عدم تغيير وضع ميزان المدفوعات.

وفي ظل سعر الصرف الثابت ينبغي على السلطات النقدية أن تتدخل عن طريق بيع احتياطات الصرف الأجنبي من أجل الحفاظ على القيمة الثابتة للعملة الوطنية، وينتج عن ذلك انخفاض في احتياطي النقد الأجنبي، بينما يظل سعر الصرف الحاضر على ما هو عليه.

وإذا أخذنا في عين الاعتبار حجم التدخل في سوق الصرف الأجنبي الذي ينبغي أن تقوم به السلطات النقدية للحفاظ على ثبات القيمة التبادلية للعملة الوطنية، وسوف نرمز للقيمة التبادلية الثابتة للعملة المحلية بالرمز S ، والمستوى الجديد للائتمان المحلي بالرمز $DC\uparrow$ ، وعند هذا المستوى الجديد، نجد أن العرض النقدي يزيد على الكمية المطلوبة من النقود، ونعبر ذلك على النحو التالي:

$$m(DC\uparrow + FER) > kP^*Sy$$

ولكي نمنع قيمة العملة الوطنية من الانخفاض، ينبغي على المصرف المركزي للدولة أن يقلل كمية النقود المعروضة، بحيث تتكافأ مع الكمية المطلوبة منها، وحتى يقوم بذلك، يجب على المصرف المركزي بيع مقدار كاف من احتياطات النقد الأجنبي حتى يعوض الزيادة في الائتمان المحلي، والعودة بالعرض النقدي إلى مستواه الأصلي، وعند هذا المستوى نجد أن الكمية من النقود التي يرغب القطاع العائلي في حيازتها تعادل الكمية المعروضة من النقود. وكما سبق أن ناقشنا من قبل فإن حدوث انخفاض في احتياطات النقد الأجنبي يكون مكافئاً للعجز في ميزان المدفوعات. لذلك، يكون العجز في ميزان المدفوعات معادلاً للتغيير في احتياطات الصرف الأجنبي باعتباره أحد مكونات القاعدة النقدية، وهو ما يعادل التغيير في الائتمان المحلي الذي يحققه المصرف المركزي من خلال عمليات السوق المفتوحة، ومما سبق نخلص إلى أنه في ظل نظام سعر الصرف الثابت، يوضح المنهج النقدي أن الزيادة في الائتمان المحلي سوف يولد عجزاً في ميزان المدفوعات، والعكس صحيح.

• التغيير في كمية الطلب على النقود:

وإذا استمر بنا الحال مع المثال الخاص بالدولة الصغيرة، التي تقوم بتثبيت قيمة عملتها الوطنية، ونفترض أنه بدلا من حدوث تغيير في الائتمان المحلي، تكون هناك زيادة إما في مستوى الأسعار الأجنبية أو في الدخل الحقيقي. وطبقا لمعادلة كامبردج التي تم تطويرها بإدخال تعادل القوة الشرائية المطلقة، فإن حدوث زيادة في الكمية المطلوبة من النقود.

وفي ظل هذا الموقف يجد أعضاء قطاع العائلات أن كمية النقود التي يرغبون في حيازتها تقل عن المقدار الذي يتم الاحتفاظ به في الوقت الراهن، وسوف يقوم القطاع العائلي بزيادة حيازته من النقود عن طريق تخفيض طلب القطاع العائلي سواء على السلع والخدمات، وينتج عن ذلك تخفيض طلب القطاع العائلي سواء على السلع والخدمات المحلية أو الأجنبية، وينتج عن هبوط الطلب على السلع والخدمات الأجنبية، إما فائض في ميزان المدفوعات أو ارتفاع قيمة العملة الوطنية، وللحفاظ على القيمة التبادلية للعملة ثابتة ينبغي على المصرف المركزي للدولة أن يقوم بشراء احتياطات من النقد الأجنبي.

وإذا أخذنا في عين الاعتبار حجم التدخل من جانب المصرف المركزي في سوق النقد الأجنبي، والذي يهدف إلى الحفاظ على ثبات القيمة التبادلية للعملة الوطنية، هنا نستمر في ترميز القيمة التبادلية للعملة المحلية بالرمز S، وإلى الرمز مستوى الأسعار الأجنبية الأعلى أو مستوى الدخل الحقيقي بالرمز (PY)، ونلاحظ هنا أن المستوى الأعلى للأسعار الأجنبية أو للدخل الحقيقي، سوف يجعل الكمية المطلوبة من النقود تزيد على الكمية المعروضة منها، وذلك على النحو التالي:¹

$$m(DC + FER) < kS(PY)$$

ولكي تمنع قيمة العملة المحلية من الارتفاع، تقوم السلطات النقدية المحلية بزيادة الكمية المعروضة من النقود، بحيث تتعادل مع الكمية المطلوبة من النقود، ولتحقيق ذلك، يقوم المصرف المركزي بشراء احتياطات النقد الأجنبي، وتكون الزيادة في الاحتياطات مكافئة لفائض ميزان المدفوعات، حيث يكون حجم الفائض مساويا لمقدار التغير في احتياطات الصرف الأجنبي، ومما سبق، نستطيع أن نخلص إلى أن حدوث ارتفاع سواء في مستوى الأسعار الأجنبية أو في مستوى الدخل المحلي الحقيقي، سوف ينتج عنه فائض في ميزان المدفوعات. والعكس بالعكس.

¹ المرجع نفسه، ص 390.

د- المنهج النقدي وترتيبات سعر الصرف المرن:

نفترض هنا أن الدولة الصغيرة لم تعد تحافظ على ثبات المصرف المركزي في تلك الدولة لعملتها الوطنية، ومن حيث المبدأ، يسمح المصرف المركزي في تلك الدولة لسعر الصرف الحاضر بأن يتحدد بحرية في سوق الصرف الأجنبي، وفي ظل هذا النوع من ترتيبات سعر الصرف المرن، لا يتدخل المصرف المركزي في سوق الصرف الأجنبي، لذلك، يظل مكون احتياطات النقد الأجنبي في القاعدة النقدية دون تغيير، ولا تشهد الدولة فائضا أو عجزا في ميزان مدفوعاتها، ويتحدد سعر الصرف الحاضر من خلال الكمية المعروضة من النقود والكمية المطلوبة منها.

• التغيير في الائتمان المحلي:¹

نفترض كما هو الحال في المثال السابق، يقوم المصرف المركزي للدولة المعنية بزيادة الائتمان المحلي من خلال شراء أوراق مالية، ويرتفع الائتمان المحلي والعرض النقدي المحلي، ونجد أن العرض النقدي يزيد على الكمية المطلوبة من النقود. وفي ظل هذا الموقف يجد القطاع العائلي أن ما لديه من أرصدة نقدية تزيد كمية النقود التي يرغب في حيازتها، ويقوم القطاع العائلي بتخفيض الأرصدة النقدية التي في حوزته عن طريق زيادة الإنفاق على السلع والخدمات سواء المحلية أو الأجنبية، وينتج عن زيادة الإنفاق على السلع والخدمات الأجنبية انخفاض في قيمة العملة الوطنية. وسوف يستمر الانخفاض في قيمة العملة الوطنية حتى يحدث التعادل بين الكمية المعروضة من النقود مع الكمية المطلوبة منها، ومن هذا المنطلق، يتحدد سعر الصرف الحاضر من خلال الكمية المعروضة من النقود والكمية المطلوبة منها، وعلى ذلك، نخلص إلى أنه في ظل نظام سعر الصرف المرن، يوضح المنهج النقدي أن الزيادة في الائتمان المحلي ينتج عن انخفاض في قيمة العملة الوطنية، والعكس صحيح.

• التغيير في كمية الطلب على النقود:

¹ لمزيد من التفصيل أنظر: سي بول هالوود، مرجع سابق، ص 268-269.



إذا حدث ارتفاع في مستوى الأسعار المحلية، أو في الدخل المحلي الحقيقي، عندئذ وطبقا لمعادلة كامبردج تزيد الكمية المطلوبة من النقود، وينتج عن ذلك أن تزيد الكمية المطلوبة من النقود على الكمية المعروضة منها.

وفي ظل هذا الموقف، يجد القطاع العائلي أن الأرصدة النقدية الحالية التي في حوزته تقل عن الكمية المرغوبة، ويلجأ القطاع العائلي إلى زيادة حجم ما لديه من أرصدة نقدية عن طريق تقليل الإنفاق على السلع والخدمات المحلية والأجنبية.

والانخفاض في الإنفاق على المنتجات الأجنبية يؤدي إل حدوث ارتفاع في قيمة العملة الوطنية، ويستمر هذا الارتفاع حتى يعود التعادل مرة أخرى بين الكمية المطلوبة من النقود والكمية المعروضة منها، ويجد القطاع العائلي إن الأرصدة النقدية الفعلية التي في حوزتهم تطابق الأرصدة النقدية المرغوب في حيازتها.

وعلى ذلك، نستطيع أن نخلص إلى أنه في ظل سعر الصرف المرن، يفترض المنهج النقدي أن الزيادة في مستوى الأسعار الأجنبية أو في مستوى الدخل المحلي الحقيقي، سوف ينتج عنه ارتفاع في قيمة العملة الوطنية، والعكس صحيح.

هـ - تطبيق المنهج النقدي ... نموذج الدولتين:

حتى الآن، لم نتناول كيف تؤدي التغييرات في الكمية المعروضة من النقود والكمية المطلوبة منها في دولة أخرى إلى التأثير على سعر الصرف الحاضر، وقد وجد الاقتصاديون المنهج النقدي كعلامة مضيئة، توضح كيفية التفاعل بين حسابات ميزان المدفوعات وقيم العملات. النموذج النقدي لدولتين

لكي يتم توسيع المنهج النقدي ليشتمل على دولتين، ينبغي علينا أن نحدد معادلة كامبردج للطلب على النقود في كل دولة من هاتين الدولتين، وسوف نرمز للدولتين بالحروف A و B، ومعادلات كامبردج وشروط التوازن، وشرط تعادل القوة الشرائية المطلقة للدولتين تكون على النحو التالي:

$$\begin{aligned} MA^d &= k_A P_A y_A \\ MB^d &= k_B P_B y_B \\ MA &= MA^d \\ MB &= MB^d \\ PA &= SPB \end{aligned}$$

حيث تشير S إلى سعر الصرف الحاضر الذي نعبر عنه بعدد وحدات الدولة A لكل وحدة من عملة الدولة B .

ولكي نشق تعبيراً وحيداً لسعر الصرف الحاضر، نقوم أولاً بإحلال معادلة كامبردج لكل دولة في الصيغ الخاصة بشرط التوازن، وبالتالي نحصل على:

$$M_A = k_A P_A Y_A$$

$$M_B^d = k_B P_B Y_B$$

ثم نقوم بعد ذلك بإحلال شرط تعادل القوة الشرائية المطلقة في صيغة شرط التوازن للدولة A وبالتالي نحصل على:

$$P_A = S P_B$$

حيث تشير S إلى سعر الصرف الحاضر الذي نعبر عنه بعدد وحدات الدولة A لكل وحدة من عملة الدولة B .

ولكي نشق تعبيراً وحيداً لسعر الصرف الحاضر، نقوم أولاً بإحلال معادلة كامبردج لكل دولة في الصيغ الخاصة بشرط التوازن، وبالتالي نحصل على:

$$M_A = k_A P_A Y_A$$

$$M_B^d = k_B P_B Y_B$$

ثم نقوم بعد ذلك بإحلال شرط تعادل القوة الشرائية المطلقة في صيغة شرط التوازن للدولة A وبالتالي نحصل على:

$$M_A = k_A S P_B Y_A$$

$$M_B = k_B P_B Y_B$$

والآن نقوم بقسمة شرط التوازن الخاص بالدولة A على نظيره الخاص بالدولة B ، وعلى ذلك نحصل على:

$$M_A / M_B = k_A S P_B Y_A / k_B P_B Y_B$$

ويمكن تبسيط المعادلة السابقة لتصبح:

$$S \times k_A Y_A / k_B Y_B = M_A / M_B$$

وأخيراً، نقوم بإعادة ترتيب رموز المعادلة عن طريق قسمة كل جانب من جانبي المعادلة بالنسبة المعبرة عن كمية الطلب على النقود في كل دولة لنحصل على:

$$S = M_A / M_B \times k_B Y_B / k_A Y_A$$



وتوضح الصيغة السابقة عن المنهج النقدي لتحديد سعر الصرف في ظل نموذج الدولتين، أي أن سعر الصرف الحاضر يتحدد بالكميات النسبية للنقود المعروضة والكميات النسبية للطلب على النقود.

وباستخدام هذا التحديد، نستطيع أن نرى كيف يؤثر تغيير ما في الأرصدة النسبية للنقود أو في الكميات النسبية للطلب على النقود، في إحداث تغيير في سعر الصرف الحاضر، على سبيل المثال، إذا حدثت زيادة في العرض النقدي للدولة A، مع عدم حدوث تغيير في العوامل الأخرى، عندئذ يحدث ارتفاع في سعر الصرف الحاضر.

ومفاد ذلك أن أن عملة الدولة A سوف تشهد انخفاضا في قيمتها بالنسبة لعملة الدولة B، وإذا كانت هناك زيادة في الدخل الحقيقي للدولة A، عندئذ سوف يحدث انخفاض نسبي في الكمية المطلوبة من النقود، مما يؤدي إلى انخفاض في سعر الصرف الحاضر، أي يحدث ارتفاع في قيمة عملة الدولة A بالنسبة لعملة الدولة B.

هـ- مثال عن كيفية تحديد سعر الصرف لدولتين:

نفترض أن الناتج المحلي الإجمالي الاسمي في استراليا يبلغ 731.896 مليون دولار، وأن الناتج الإجمالي الحقيقي يبلغ 665.360 مليون دولار أسترالي.

ونفترض كذلك أن الناتج المحلي الاسمي في نيوزيلندا يبلغ 126.194 دولار نيوزيلانديا، على حين يبلغ الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي 1.087.788 دولارا نيوزيلانديا، وخلال نفس الفترة محل الاعتبار، كان العرض النقدي في استراليا 150.052 دولار أسترالي، بينما كان نظيره في نيوزيلاندا 18982 دولار نيوزيلاندي.

والآن نستطيع أن نحسب النسبة من الدخل الاسمي التي يتم الاحتفاظ بها في شكل نقدي K في كل دولة، ويتم ذلك عن طريق قسمة العرض النقدي على الناتج المحلي الاجمالي الاسمي، وتوضح عمليات الحساب أن هذه النسبة من الأرصدة النقدية تبلغ 0,205 في أستراليا، 0,150 في نيوزيلندا.

وباستخدام هذه المعلومات، نستطيع توظيف المنهج النقدي لحساب سعر الصرف الحاضر التوازني بين الدولار الأسترالي ونظيره النيوزيلندي، فإذا كان الحرف A يشير إلى أستراليا، والحرفان NZ يشير إلى نيوزيلندا، فإننا نستطيع التعبير عن المنهج النقدي للدولتين في هذا المثال على النحو التالي:

$$MA/ MB \times k \text{ By } B / k \text{ Ay } A=S$$

$$S=A\$150052 /Nz \$ 18982 \times 0,150(Nz \$108788) /0.205(A\$ 665360)= 0.9457$$

وعلى ذلك، يكون سعر الصرف التوازني الحاضر بين الدولار الاسترالي والدولار النيوزيلندي هو 0,9457 دولار أسترالي، مقابل كل دولار نيوزيلندي واحد.

والآن نحاول أن نأخذ في الاعتبار اثر الزيادة في العرض النقدي في استراليا، حيث نفترض ارتفاع العرض النقدي الاسترالي بمقدار 5 بالمائة ليصبح 157555 دولارا أستراليا، مع بقاء العرض النقدي في نيوزيلندا على ما هو عليه، وبوضع تلك القيم الجديدة في الصيغة الحسابية السابقة، نحصل على القيمة الجديدة لسعر الصرف الحاضر بين عمليتي الدولتين.

$$S=A\$157555 /Nz \$ 18982 \times 0,150(Nz \$108788) /0.205(A\$ 665360)= 0.9930$$

ومفاد ما سبق أن حدوث زيادة في العرض الاسترالي قد أدى إلى حدوث ارتفاع في سعر الصرف الحاضر من 0,9457 إلى 0,9930 دولار استرالي مقابل كل دولار نيوزيلندي، ويبلغ الانخفاض في قيمة الدولار الاسترالي نسبة 0,05.

وعلى ذلك، نستطيع القول إن النموذج النقدي للدولتين يوضح أن سعر الصرف الحاضر يتحدد عن طريق كمية الطلب على النقود والمعروض منها، والدولة التي تقوم بزيادة رصيدها النقدي تجعل قيمة عملتها تنخفض، وبالمثل نجد أن الدولة التي تشهد زيادة في كمية الطلب على النقود، سوف تشهد ارتفاعا في قيمة عملتها، بافتراض بقاء العوامل الأخرى على ما هي عليه.

أسئلة الفصل الثالث:

التمرين الأول:

-مما تتكون أصول و خصوم المصارف المركزية؟ وما هي المكونات الأساسية لأصول و خصوم هذه المصارف؟

-كيف يتدخل البنك المركزي في سوق الصرف لتغيير القاعدة النقدية و الرصيد النقدي؟

-ما هو المنهج النقدي لميزان المدفوعات و تحديد سعر الصرف؟

-كيف يعمل المنهج النقدي و تحديد سعر الصرف في بلدين؟

-هل يجب على البنك المركزي تعقيم تدخلاته في سوق الصرف الأجنبي؟

التمرين الثاني:

1. المنهج النقدي لميزان المدفوعات :

أ.يركز على أهمية الحساب الجاري.

ب.التغيرات في أسعار الصرف لأنها الآلية الوحيدة للتعديل.

ج.يبرز دور الأصول المالية في تعديل ميزان المدفوعات.

د.يعني أن المستوى العام للأسعار و سعر الصرف يمكن أن يتحدد من طرف البنك المركزي.

2. أي من العبارات التالية ليست صحيحة حول القاعدة النقدية لدولة ما:

أ.يتم التحكم فيها من طرف البنك المركزي.

ب.هي عبارة عن مجموع الائتمان المحلي و احتياطات الصرف.

ج.هي مجموع احتياطات الصرف و كل الاحتياطات الأخرى.

د.هي عبارة عن مجموع العملة و كل الاحتياطات الأخرى.

3. الحد الأقصى للتغير في إجمالي الودائع الذي يمكن أن ينتج من عملية السوق

المفتوحة و التغير في:

أ.إجمالي الاحتياطات مقسوم على متطلبات الاحتياطي

ب.إجمالي الاحتياطات مضروب في متطلبات الاحتياطي

ج.الاحتياطات الفائضة.

د.الاحتياطات المقترضة.

4.المضاعف النقدي يكون مطابقا لمضاعف

عمليات الإيداع فقط إذا كان:

أ.اقتصاد مغلق.

ب.الاستثمار=الادخار.

ج. عدم وجود أثر الدومينو.

د.إذا كانت القاعدة النقدية تتكون فقط من عمليات الإيداع.

5.مضاعف المعاملات يكون مساويا لـ:

أ.مقلوب متطلبات الاحتياطي.

ب.مجموع تغيرات العرض النقدي في كل دورة من دورات الإنفاق.

ج.نسبة الدخل المنفقة للاستهلاك.

د.نسبة الدخل المفقود نتيجة تكاليف المعاملات.

6.أحد الأسباب التي تجعل المضاعف النهائي اقل من القيمة المعطاة من المضاعف

النقدي هو:

أ.يتطلب وقت غير محدود لتحقيق الأثر الكلي.

ب.افتراض الاقتصاد المغلق نادرا ما يحدث.

ج.أغلبية الناس يحتفظون بالنقد على شكل سيولة.

د.الآثار الموسمية تغير من حجم المضاعف.

7.العملية التي يقوم بها الاحتياطي الفدرالي لتعويض عملية التدخل في سوق الصرف

هي:

أ.تعديل متطلبات الاحتياطي.

ب.عملية السوق المفتوح.

ج.إجراء تعديل على سعر الخصم.

د.توجيه الأمر للخبزينة العامة لطبع المزيد من النقود.

8. أشارت الأبحاث الحديثة أن عمليات التدخل المعقمة:

أ.ليس لها أي تأثير على أسعار الصرف.

- ب. لا يمكن تنسيقها بشكل صحيح نتيجة ج. تضارب بين أهداف السياسة الاقتصادية.
 د. يمكنها أن تؤثر على أسعار الصرف من خلال تخفيض حيازة العملة للمصارف المركزية.
 9. تتمثل أقرب صياغة للمنهج النقدي لميزان المدفوعات في عمل:

أ. آدم سميث.

ب. دافيد ريكاردو.

ج. ميلتون فيردمان.

د. دافيد هيوم.

- تسمى المعادلة التي تربط بين الطلب على النقود بنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ب:
 أ. معادلة فيشر.

ب. معادلة الطلب على النقود.

ج. معادلة كامبرج.

د. نموذج IS-LM .

11. الناتج المحلي الإجمالي يمكن إيجاده من خلال:

أ. مكمش GDP مضروب في الناتج الإجمالي الحقيقي GDP .

ب. مجموع كمية السلع و الخدمات المنتجة في بلد ما.

ج. حاصل ضرب الناتج الإجمالي الحقيقي GDP مضروب في مؤشر أسعار المستهلك
 .CPI

د. ناتج قسمة GDP على مكمش GDP .

12. يفترض الاقتصادي الذي يستخدم المنهج النقدي مايلي:

أ. تحقق تعامل القوة الشرائية في المدى القصير.

ب. تحقق تعامل أسعار الفائدة.

ج. أسواق راس المال تتحكم فيها المصارف المركزية.

د. تعادل القوة الشرائية يتحقق في المدى الطويل.

13. عندما يكون مستوى الأسعار المحلي مساويا لسعر الصرف الحاضر مضروبا في

مستوى الأسعار الأجنبي عندئذ:

أ. تحقق تعادل القوة الشرائية المطلقة.

- ب.تحقق تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة.
- ج.تحقق تعادل أسعار الفائدة المغطاة.
- د.المصرف المركزي ملزم بالتدخل في سوق الصرف.
- 14. في ظل سعر صرف ثابت فان ارتفاع المستوى العام للأسعار الأجنبية يؤدي إلى:**
- أ.فائض في ميزان المدفوعات.
- ب.عجز في ميزان المدفوعات.
- ج.تخفيض قيمة العملة المحلية.
- د.رفع قيمة العملة المحلية.
- 15. في ظل سعر صرف ثابت فان انخفاض الناتج المحلي الحقيقي يؤدي إلى:**
- أ.فائض في ميزان المدفوعات.
- ب.عجز في ميزان المدفوعات.
- ج.تخفيض قيمة العملة المحلية.
- د.رفع قيمة العملة المحلية.
- في ظل سعر صرف مرن فان ارتفاع الائتمان المحلي يؤدي إلى:**
- أ.عجز في الحساب الجاري دون أي تغيير في قيمة العملة المحلية.
- ب.فائض في الحساب الجاري دون أي تغيير في قيمة العملة المحلية.
- ج.تدهور قيمة العملة المحلية.
- د.تحسن قيمة العملة المحلية.
- 17. سعر الصرف الحاضر يرتبط عكسيا بالعناصر التالية باستثناء:**
- أ.عرض النقد الأجنبي.
- ب.الميل الحدي المحلي للاحتفاظ بالنقود.
- ج.الناتج المحلي الحقيقي.
- د.الناتج الحقيقي الأجنبي.
- 18. في ظل سعر صرف مرن، سعر الصرف الحاضر يتحدد ب :**
- أ.مجلس النقد للبلد.
- ب.الكمية النسبية للنقود المعروضة و المطلوبة في كلا البلدين.



- ج.نسبة احتياطات الصرف التي تحوزها المصارف المركزية.
 د.النشاطات المرتبطة للعملتين.
- 23.حسب المنهج النقدي فان تعقيم عمليات التدخل في سوق الصرف:
 أ.غير فعالة.
 ب.قوية للغاية.
 ج.قوية إلى حد ما.
 د.من المستحيل القيام بها
- 24.عندما يتدخل البنك المركزي في أسواق الصرف الأجنبي, فإنه يفعل ذلك باستخدام:
 أ.الاحتياطات المودعة في البنك.
 ب.احتياطات الصرف الأجنبي.
 ج.احتياطاتها الخاصة من الأصول المقومة بالعملات الأجنبية.
 د.مزيج من متطلبات الاحتياطي و تعديلات سعر الخصم.
- 25.يقوم البنك المركزي بتعقيم تدخلاته في سوق الصرف الأجنبي من اجل:
 أ.إعطاء إشارة عن سياسته المستقبلية.
 ب.كشف العملات المزورة.
 ج.الرد على الدول التي فرضت قيود تجارية.
 د.منع التدخلات من أثار العرض النقدي المحلي.
26. في ظل سعر الصرف المرن، فإن ارتفاع مستوى الأسعار في البلد الأجنبي الذي يؤدي إلى تحسن قيمة العملة المحلية هو:
 أ. تعادل أسعار الفائدة .
 ب. تعادل القوة الشرائية .
 ج. خاصية العزل في سعر الصرف المرن.
 د. كل من أ و ب و ج.
27. في نموذج البلدين للمنهج النقدي لتحديد سعر، يكون سبب ارتفاع قيمة العملة المحلية
 أ. زيادة في المعروض النقدي المحلي في البلاد

- ب. انخفاض في الدخل المحلي في البلاد
ج. انخفاض في دخل البلد الأجنبي
د. زيادة في المعروض النقدي البلد الأجنبي
- التمرين الثالث:**
إليك الجدول التالي:

اليابان	بريطانيا	الولايات المتحدة الأمريكية	
الين الياباني	الجنيه الإسترليني	الدولار الأمريكي	العملة
150	200	100	مستوى أسعار المستهلك CPI 2014
165	230	120	مستوى أسعار المستهلك CPI 2014

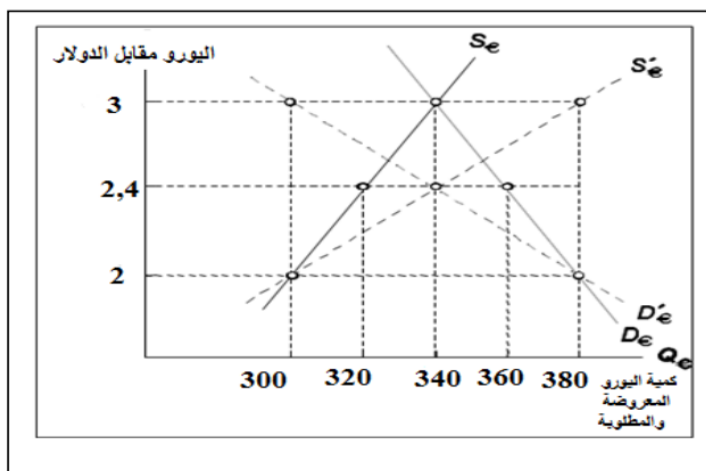
أولاً: على ماذا تنص نظرية تعادل القوة الشرائية؟

ثانياً: إذا كانت أسعار الصرف لسنة 2014 كما يلي: 1 جنيه = 1,60 دولار، 1 دولار = 100 ين، 1 جنيه = 160 ين

- بافتراض تحقق نظرية تعادل القوة الشرائية، أحسب أسعار الصرف السابقة لسنة 2018؟

التمرين الرابع:

يمثل الشكل التالي منحنيات الطلب والعرض على الصرف الأجنبي



للولايات المتحدة الأمريكية، بناءً على الشكل ومعارفك المسبقة أجب عن ما يلي:

- ما هي وضعية ميزان المدفوعات الأمريكي عند سعر الصرف S_e باستخدام منحنيات $D'E$ و $D'E'$ ؟ ماذا تلاحظ؟
- ماذا يحدث عند انخفاض قيمة

الدولار إلى 2,4،

باستخدام منحنيات $S\text{€}$ ، $D\text{€}$ ؟

- ماذا يحدث عند انخفاض قيمة الدولار إلى 2,4 باستخدام منحنيات $S'\text{€}$ $D'\text{€}$ ؟
- ماهو مقدار الانخفاض المطلوب في قيمة الدولار لإزالة العجز باستخدام $S\text{€}$ $D\text{€}$ ثم باستخدام $S'\text{€}$ $D'\text{€}$ ؟
- باستخدام المنحنيات المختلفة، وضح كيف أن المرونة عرض وطلب الصرف الأجنبي تعتبر من المحددات الأساسية لعملية موازنة العجز في ميزان المدفوعات؟
- كيف ستكون النتيجة لو تعلق الشكل بالاقتصاد الجزائري من حيث تخفيض قيمة الدينار الجزائري؟ لماذا لا ينطبق منهج المرونة على وضعية الاقتصاد الجزائري؟

التمرين الخامس:

إذا كان معدل الاحتياطي الإلزامي 10%، وبافتراض أن الجهاز المصرفي له فائض احتياطات يقدر بـ 4 مليار دولار، أما العملة في التداول 450 مليار دولار، في حين كان إجمالي الودائع 900 مليار دولار، بناء على هذه المعطيات، أحسب:

- 1- الاحتياطات اللازمة التي يحتفظ بها الجهاز المصرفي؟
- 2- إجمالي الاحتياطات التي يحتفظ بها الجهاز المصرفي؟
- 3- حجم العرض النقدي؟
- 4- المضاعف النقدي؟

التمرين السادس:

تنص الثلاثية المستحيلة (impossible trinity) لمندل على أنه لا يمكن لأي دولة أن تجمع بين ثلاثة أهداف مجتمعة عند رسم سياستها الاقتصادية والمتمثلة في (سعر صرف ثابت، سياسة نقدية مستقلة، حرية حركة رؤوس الأموال)، حلل وناقش هذه الثلاثية، مبينا لماذا لا يمكن الجمع بين هذه الأهداف الثلاثة مجتمعة؟



السؤال السابع:

نفترض المعطيات التالية لميزانية مصرف مركزي:

العناصر	القيمة
- الودائع	10
- احتياطات الصرف	2
- الائتمان المحلي	8

- ما هو حجم القاعدة النقدية؟
- باستخدام معطيات السؤال السابق، ما هو حجم العرض النقدي (الرصيد النقدي) في هذا الاقتصاد، إذا كان معدل الاحتياطي القانوني 2,5%؟
- بافتراض أن احتياطات صرف البنك المركزي قد انخفضت بـ 1 ، أحسب رصيد ميزان المدفوعات لهذا البلد، هل هو فائض، عاجز، أم متوازن؟
- من خلال ما سبق، ما هو نظام الصرف المتبع في هذا البلد، ثابت أم معوم، ولماذا؟

الفصل الرابع: منهج المحفظة المالية لتحديد سعر الصرف

تمهيد:

منهج رصيد المحفظة هو امتداد لنماذج سعر الصرف النقدي التي تركز على تأثير السندات. وفقاً لهذا النهج ، فإن أي تغيير في الظروف الاقتصادية لبلد ما سيكون له تأثير مباشر على الطلب والعرض على السندات المحلية والأجنبية. هذا التحول في الطلب والعرض على السندات سيؤثر بدوره على سعر الصرف بين الاقتصاد المحلي والأجنبي. الميزة الأساسية لنهج المحفظة عند مقارنتها بالطرق التقليدية هي أن الأصول المالية تميل إلى التكيف بشكل أسرع مع الظروف الاقتصادية للأخبار مقارنة بالسلع القابلة للتداول. ومع ذلك ، وبناءً على الأدلة التجريبية، فإن نهج رصيد المحفظة ليس مؤشراً دقيقاً على أسعار الصرف.¹

حيث قسم الثروة المحلية إلى ثلاثة أسواق: النقدي، السندات المحلية والسندات الخارجية بالعملة الصعبة ويرجع في الأصل إلى الاقتصاديين Tobin -Markowitz خلال سنوات الخمسينات حيث يقوم على تفسير التوزيع الأمثل للمحافظ في توظيف العوائد وكذا الأخطار المرتبطة، وقد تم تطوير نماذج توازن المحفظة أول مرة من قبل ماكينون (1969، برانسون (1975 و كوري). (1976 الميزة الرئيسية لهذا النهج هو توفير نظرة عامة وعملية لتحديد أسعار الصرف مع افتراضات واقعية، يركز تحديد سعر الصرف في الأجل القصير على تفاعل العرض والطلب في أسواق الأصول المالية (النقود والسندات)، أما في الأجل الطويل فيرتكز تحديد سعر الصرف على التفاعل بين أسواق الأصول المالية والتدفقات الحقيقية (أي تدفقات الحساب الجاري) أي تفاعل من نوع.

¹THE PORTFOLIO BALANCE APPROACH, available at: <https://www.currenciesfx.com/index.php/portfolio-balance> visited 22/12/2019.

أولاً: فرضيات هذا النموذج:

- معدل الصرف يتحدد بتفاعل قوى العرض والطلب على الأصول المالية.
- يفترض نموذج توازن المحفظة أن السندات المحلية والأجنبية ذات بدائل غير كاملة حيث يأخذ المستثمر في اعتباره العوائد النسبية والمخاطر المحتملة للسندات المحلية والأجنبية مما يؤدي إلى أن يفضل المستثمرون تنويع محافظهم.
- يؤكد نموذج توازن المحفظة أن تغيير الثروة يؤثر على سعر الصرف حيث أن التغيير في رصيد الميزان الجاري يؤدي إلى إعادة توزيع الثروة بين دول العالم، فتنقل الثروة من دول العجز إلى دول الفائض حيث إذا قام المقيم في دولة الفائض باستخدام هذا الفائض في شراء المزيد من السندات المحلية .
- إن تغير الثروة (نتيجة الفائض المحقق في الميزان الجاري) سوف يؤدي إلى تغيير الطلب النسبي على السندات وهو ما يؤثر مباشرة على أسعار الصرف وأسعار الفائدة.
- ومن خلال ميكانيزم تحويل الثروة يقرر منهج توازن المحفظة دورا بارزا في تحديد الصرف . ويتم إحداث التوازن في الأسواق الثلاثة عن طريق تعديل سعر الصرف وسعر الفائدة المحليين حيث أن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض الطلب على النقود المحلية ويوجه الطلب إلى البحث عن أصول مالية محلية، أما ارتفاع قيمة العملة المحلية فيؤدي إلى انخفاض قيمة الأصول الأجنبية يقومون برفع الطلب على هذه الأصول مما يؤدي إلى إحداث التوازن عن طريق ارتفاع سعر الفائدة.¹
- يركز المنهج النقدي لميزان المدفوعات وتحديد سعر الصرف على الكمية المطلوبة من النقود والكمية المعروضة منها، ويقوم منهج المحفظة المالية بتوسيع المنهج النقدي من خلال الاعتراف بأن الأشخاص في القطاع العائلي قد يرغبون في حيازة أدوات مالية أخرى، في صورة أوراق مالية محلية أو أجنبية، وعلى ذلك، يفترض منهج المحفظة المالية أن سعر الصرف لعملة الدولة يتحدد عن طريق كميات النقود الوطنية والكميات المطلوبة من الأوراق

¹ سي محمد فايذة، اختلال سعر الصرف الحقيقي -فعالية سعر الصرف الموازي- دراسة قياسية لحالة الجزائر، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد قياسي بنكي ومالي، جامعة تلمسان، 2015، ص 68-69.

المالية المحلية و الأجنبية، والكميات المعروضة من الأدوات المالية المختلفة في أسواق هذه الأدوات.

ثانيا: توزيع القطاع العائلي لعناصر الثروة:

لتبسيط منهج المحفظة المالية سوف نركز فقط على ثلاثة أنواع من الأدوات المالية هي: النقود الوطنية، السندات المحلية، السندات الأجنبية. ويفترض منهج المحفظ المالية أن الأشخاص يحصلون على فائدة نظير حيازتهم للسندات، ولكن لا يحصلون على ق=فائدة جراء احتفاظهم بالنقود في شكل سائل، وعلى ذلك نستطيع القول إن القطاع العائلي بيس لديه حافز للاحتفاظ بالنقود الأجنبي، حيث يمكنهم الحصول على هذه النقود من السوق الحاضر للصرف عند الرغبة في إجراء معاملات أجنبية.

تجدر الإشارة إلى أن حيازة السندات المحلية والأجنبية يحمل في طياته بعض عناصر المخاطر التي لا تتواجد عند الاحتفاظ بالنقود، ولكي تتم الموازنة بين المخاطر، والعوائد التي تتعلق بهذه الأدوات، قد يرغب أعضاء القطاع العائلي في توزيع ثروتهم على ثلاثة أنواع من الأدوات، وتعتبر المتطابقة الخاصة بالثروة عن هذا المفهوم على النحو التالي:

$$W=M+B+SB^*$$

حيث تشير W إلى ثروة القطاع العائلي، وتعتبر M عن الثروة التي يرغب القطاع العائلي في الاحتفاظ بها في شكل نقود سائلة، وتشير B إلى ذلك الجزء من الثروة التي يتم الاحتفاظ به في شكل سندات محلية، وتعتبر S عن سعر الصرف الحاضر بين العملتين (عدد وحدات العملة الوطنية التي تعادل وحدة واحدة من العملة الأجنبية)، وأخيرا تشير B^* إلى المقدار المرغوب في حيازته من سندات أجنبية، وتوضح متطابقة الدخل أنواع الأصول التي تشكل العرض الإجمالي لثروة القطاع العائلي.

لذلك نجد أن منهج المحفظة المالية يفترض أن القيمة التبادلية لعملة دولة ما يتحدد عن طريق الكميات الخاصة بكل واحد من هذه الأدوات المالية المعروضة والمطلوبة، ولذلك وعلى عكس المنهج النقدي فإن الفروق بين الكميات المطلوبة من السندات المحلية والسندات الأجنبية والكميات المعروضة منها تكون على نفس الدرجة من الأهمية للفروق للكميات المطلوبة والمعروضة من النقود المحلية.

أ- التغير في رصيد النقود المحلية

إذا تناولنا أثر عمليات السوق المفتوحة على القيمة التبادلية للعملة المحلية في سياق نموذج المحفظة المالية، نفترض أن المصرف المركزي يرغب في زيادة العرض النقدي المحلي، ويقوم بتنفيذ عملية سوق مفتوحة يتم بموجبها شراء سندات محلية، وكما سبق وأن أشرنا، فإن عملية الشراء من السوق المفتوحة تجعل المعروض النقدي المحلي يرتفع، ويجعل سعر الفائدة المحلي ينخفض.

وعندما ينخفض سعر الفائدة المحلي، يجد أعضاء القطاع العائلي أنفسهم غير راضين عن التوزيع الحالي لثرواتهم، فالانخفاض في سعر الفائدة المحلي يسبب انخفاضا في الكمية التي يطلبها القطاع العائلي من السندات المحلية، وحيث إن الطلب على السندات المحلية يتجه نحو الانخفاض، فإن كمية النقود المحلية تزيد وكذلك الطلب على السندات الأجنبية. والشكل رقم 13 يوضح أثر التغير في الكميات المطلوبة للقطاع العائلي على الأدوات الثلاث:

في البداية ينبغي أن نشير إلى أن السوق الحاضرة للصرف تكون في حالة توازن عند النقطة A حيث يكون سعر الفائدة المحلي يعادل $R1$ ، وعندما يشتري القطاع العائلي المزيد من السندات الأجنبية، نجد أن الطلب على العملة الأجنبية سوف يرتفع، وهو ما يوضحه حدوث انتقال في منحنى الطلب إلى جهة اليمين أي من $Pfc1$ ليصبح $DFC(R2)$ ونتيجة زيادة الطلب على العملة الأجنبية، يحدث ارتفاع في سعر الصرف الحاضر من $S1$ إلى $S2$ ، لذلك يحدث انخفاض في قيمة العملة الوطنية، ونستطيع أن نستخلص أن منهج المحفظة المالية يفترض أن حدوث انخفاض في سعر الفائدة المحلي ينتج عنه انخفاض في قيمة العملة المحلية والعكس صحيح.¹

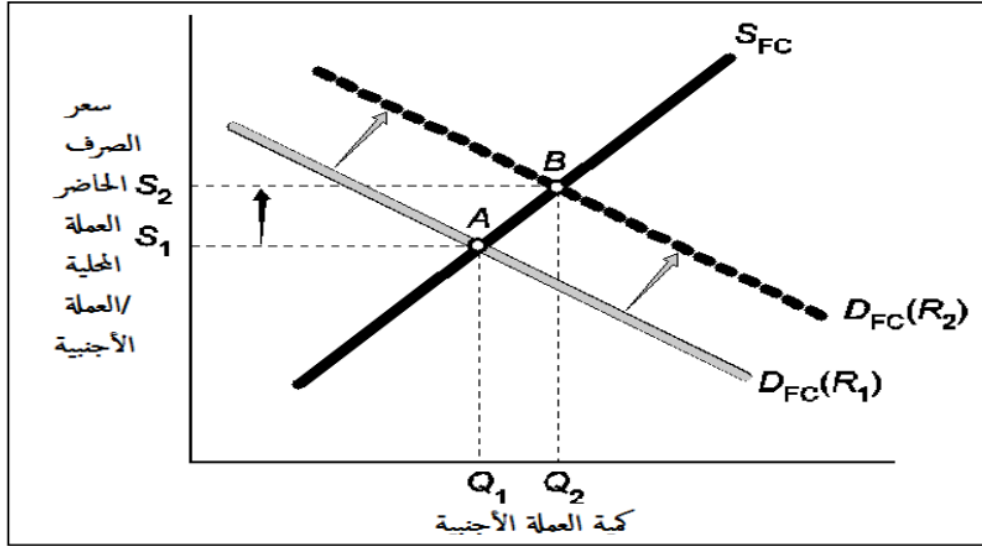
ب- التغير في سعر الفائدة الأجنبي:

نتناول في هذا الجزء أثر حدوث ارتفاع في سعر الفائدة الأجنبي على سعر الصرف الحاضر، وبسبب حدوث تغيير في سعر الفائدة الأجنبي، يرغب القطاع العائلي في حيازة كميات أكبر من السندات الأجنبية وكميات أصغر من السندات المحلية والعملة الوطنية.

¹ جوزيف دانيالز، مرجع سابق، ص 397.

ويوضح الشكل رقم 12 أثر حدوث تغيير في سعر الفائدة الأجنبي على سعر الصرف الحاضر.

الشكل رقم (13): أثر انخفاض سعر الفائدة المحلي



المرجع: جوزيف دانيالز، مرجع سابق، ص 398.

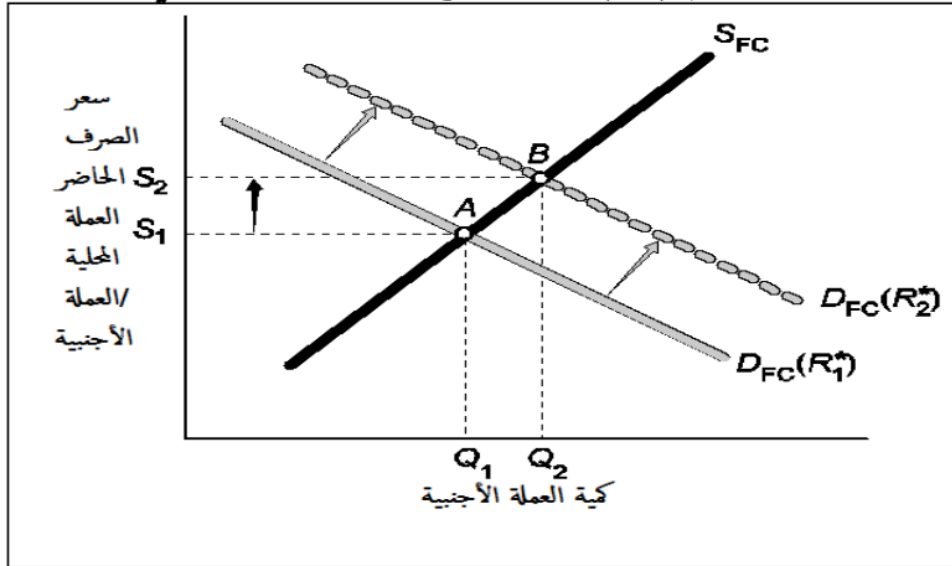
في البداية، يكون سوق الصرف الحاضر في حالة توازن عند سعر صرف حاضر مقداره S_1 وعنده يكون سعر الفائدة الأجنبي يعادل R^* ، وعندما يقوم القطاع العائلي بتحويل جزء من السندات المحلية والعملة المحلية إلى سيولة، ويبدأ في شراء سندات أجنبية، نجد أن الطلب على العملة الأجنبية يرتفع، وهو ما يتم التعبير عنه بانتقال منحنى الطلب من $D_{FC}(R_1^*)$ إلى $D_{FC}(R_2^*)$ ، إن الزيادة في الطلب على العملة الأجنبية تؤدي إلى ارتفاع سعر الصرف الحاضر من S_1 إلى S_2 ، لذلك نجد أن العملة المحلية تشهد انخفاضا في القيمة، وعلى ذلك نستطيع أن نستنتج أن منهج المحفظة المالية يوضح أن حدوث زيادة في سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية والعكس بالعكس.

أيهما أفضل التعقيم أو عدم التعقيم:

كما وسبق أن أوضحنا، هناك الكثير من الدول مثل الولايات المتحدة تقوم بتعقيم كامل لعمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي كإجراء روتيني، وهناك تساؤل مفاده: هل ينبغي على الدول أن تدعم تدخلها في سوق الصرف الأجنبي؟ إن الإجابة عن السؤال تعتمد عما إذا كان تعقيم عمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي سوف يؤثر على القيمة التبادلية

للعلمة الوطنية، إن المنهج النقدي ومنهج المحفظة المالية لتحديد سعر الصرف يقدمان إجابات متعارضة على هذا السؤال.

الشكل رقم (14): أثر ارتفاع سعر الفائدة الأجنبي.



المرجع: جوزيف دانيالز، مرجع سابق، ص 399.

ثالثاً: تعقيم عمليات التدخل في الصرف الأجنبي والمنهج النقدي

طبقاً للمنهج النقدي لتحديد سعر الصرف، نجد أن الفرق بين الكمية الاسمية للمعروض النقدي والكمية الاسمية للطلب على النقود تحدد سعر الصرف الحاضر، وباستدعاء الصيغة الخاصة بالعرض النقدي الذي يأخذ الصورة التالية:

$$M = m(DC + FER)$$

حيث تشير DC إلى الائتمان المحلي، وتعبّر FER عن احتياطات الصرف الأجنبي، وتشير m إلى مضاعف النقود، وطبقاً للمنهج النقدي نجد أن التدخل في سوق الصرف الأجنبي للعملة الوطنية من خلال زيادة أو نقصان القاعدة النقدية المحلية، ومن ثم زيادة أو نقصان العرض النقدي المحلي.

على سبيل المثال، نجد أن التدخل في سوق الصرف الأجنبي الذي ينجم عنه في احتياطات الصرف الأجنبي، يؤدي إلى زيادة مضاعفة في العرض النقدي، والتعقيم الكامل لهذا التدخل يتضمن عملية بيع في السوق المفتوحة لأوراق مالية مما يقلل من الائتمان المحلي بمقدار يعادل الزيادة في احتياطات الصرف الأجنبي، ونتيجة للتدخل في السوق المفتوحة، تظل القاعدة النقدية دون تغيير وكذلك العرض النقدي المحلي.

وحيث إن عمليات التدخل التي تعرضت للتعميم تترك العرض النقدي المحلي دون تغيير، فلن يوجد فرق بين كمية النقود المعروضة وبين كمية النقود المطلوبة لذلك لا يوجد أي أثر على القيمة التبادلية للعملة الوطنية. وعلى ذلك و طبقا لمنهج النقدي تكون عمليات التدخل التي يتم تعقيمها بالكامل غير فعالة لأنها تترك القيمة التبادلية للعملة المحلية بدون تغيير.

رابعاً: تعقيم عمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي ومنهج المحفظة المالية:

طبقاً لمنهج المحفظة المالية نجد أن التغيرات في القيمة التبادلية للعملة الوطنية تنتج عن الفروق بين الكميات المعروضة من النقود والسندات وبين الكميات المطلوبة منها، إن منهج المحفظة المالية البسيط يفترض أن القطاع العائلي يقوم بتوزيع ثروته على أدوات مالية ثلاث هي: النقود الوطنية، والسندات المحلية، والسندات الأجنبية، والآن نتناول أثر التعقيم الكامل لعمليات التدخل في سوق الصرف الأجنبي في سياق نموذج المحفظة المالية.

إن احتياطات الصرف الأجنبي عبارة عن أدوات مالية مقومة بعملات أجنبية مثل أدونات وسندات الخزنة وعندما تقوم السلطات النقدية الوطنية بشراء احتياطات الصرف الأجنبي، تزيد بالتالي كمية السندات الأجنبية المطلوبة، إن الزيادة في الكمية المطلوبة من السندات الأجنبية تؤدي إلى انخفاض في قيمة العملة الوطنية.

إن شراء احتياطات الصرف الأجنبي ينتج عنه زيادة في القاعدة النقدية المحلية وفي العرض النقدي المحلي، ويقوم المصرف المركزي بتعميم عمليات التدخل من خلال عمليات سوق مفتوحة تنطوي على بيع السندات المحلية، مما يقلل من حجم الائتمان المحلي، ويترك القاعدة النقدية المحلية والعرض النقدي المحلي دون تغيير، إن عملية السوق المفتوحة تؤدي إلى زيادة كمية السندات المحلية المتاحة، وعلى ذلك، تكون عملية التدخل في سوق الصرف الأجنبي هي عبارة عن مبادلة السندات الأجنبية بالسندات المحلية.

وطبقاً لمنهج المحفظة المالية ينتج عن عملية المبادلة المشار إليها حدوث انخفاض في قيمة العملة الوطنية، وعلى ذلك نستطيع القول إن عملية التدخل التي تم تعقيمها يمكن أن تكون فعالة.



أسئلة الفصل الرابع:

1. يختلف منهج المحفظة عن المنهج النقدي من خلال التسليم بان العائلات يمكن أن

ترغب :

أ. امتلاك أكثر سيولة لغرض المعاملات.

ب. تغيير محافظهم بسبب مخاطر البلد.

ج. تغيير محافظهم إجابة لدورة الأعمال.

د. امتلاكهم للأدوات المالية كالسندات المحلية و الأجنبية.

2. يفترض منهج المحفظة بان العائلات يمكن أن تختار عند حيازتها للثروة:

أ. النقود، السندات المحلية أو الأجنبية.

ب. الأسهم و السندات فقط.

ج. السندات فقط.

د. النقود فقط.

3. يفترض منهج المحفظة في ظل أسعار الصرف المرنة أن انخفاض أسعار الفائدة

المحلية يؤدي إلى:

أ. تخفيض قيمة العملة المحلية.

ب. رفع قيمة العملة المحلية.

ج. انخفاض قيمة العملة المحلية.

د. تحسن قيمة العملة المحلية.

4. فيما يتعلق بمسألة التعقيم في أسواق الصرف فان كل من المنهج النقدي و منهج

المحفظة يقدمان:

أ. تقديم نتائج نظرية مماثلة.

ب. تقديم إجابات متضاربة.

ج. الأخذ بعين الاعتبار أسعار الصرف الثابتة و المرنة فقط على التوالي.

د. يمكن التوفيق بينهما من خلال الأخذ بعين الاعتبار كل من إجراءات السياسة المحلية و

الأجنبية.

الفصل الخامس: تنسيق السياسات الاتحاد النقدي والمناطق المستهدفة أولاً: تنسيق السياسات:

إحدى سمات الخلل في النظام النقدي الدولي الراهن تمثل في فشل التنسيق بين السياسات الاقتصادية على المستوى الدولي بين الدول الصناعية الكبرى، وذلك نتيجة اختلاف سياستها المنتهجة في إدارة (الثنائية تضخم - بطالة)، فالتنسيق بين السياسات الاقتصادية في ظل النظام الراهن يعتبر أمراً استثنائياً، وفي إطار جد ضيق، فعلى سبيل المثال وافقت ألمانيا على أن تكون بمثابة قاطرة النمو للاقتصاد العالمي، إلا أن هذه التجربة توقفت فجأة نتيجة تخوف ألمانيا من ارتداد التضخم على اقتصادها، مثال آخر عن محدودية تنسيق السياسات الاقتصادية وهي اتفاقية بلازا¹ في سبتمبر 1985 بحضور خمس دول (الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، ألمانيا، المملكة المتحدة وفرنسا)، وذلك لإيقاف ارتفاع قيمة الدولار، بعد ما عرف ارتفاعاً فوق قيمته الحقيقية فيما قبل، من أجل تقليل العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي وتخفيض الفائض التجاري الياباني، كما كانت هناك بعض الانجازات القليلة لتنسيق السياسات كالذي حدث سنة 1987، ويمكن من تقليل الخسائر الناتجة عن أزمة الأسواق المالية، وما حدث بعد أزمة جنوب شرق آسيا من خلال حصر آثارها وعدم ترك آثارها تمتد لباقي الاقتصاديات الصاعدة.²

أصبحت إدارة مشكلات النظام النقدي والمالي العالمي والأزمات المالية الاقتصادية العالمية - سواء تلك التي تنشأ داخل الاقتصادات الناشئة أو داخل الاقتصادات المتقدمة - عملية صعبة بدون تعاون وثيق بين الدول الصناعية المتقدمة والدول الناشئة.

فعلى سبيل المثال شكلت الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الأخيرة اختباراً مهماً لقدرة مجموعة العشرين على التنسيق فيما بينها لمواجهة أزمات النظام الاقتصادي والمالي العالمي. فرغم الجهود المهمة التي قامت بها المجموعة على صعيد مواجهة هذه الأزمة إلا أن اجتماعات القمة خلال عامي 2008 و2009 كشفت عن الصعوبات التي تواجهها المجموعة في بناء توافق عالمي حول الأسباب الحقيقية لهذه الأزمة. فقد كشفت هذه

¹ See: Barry Eichengreen, *Globalizing Capital: A History of the international monetary system*, Second Edition, Princeton University press, Princeton, New Jersey, 2008, p. 145.

² Dominick Salvatore, *Exchange rate misalignments and the present international monetary system*, Journal of Policy Modeling 34 (2012) 594, p 598.



الاجتماعات عن عمق الفجوة بين الولايات المتحدة الأمريكية، والصين، والدول الأوروبية حول أسباب الأزمة، ومن ثم طريقة مواجهتها، والدروس المستفادة منها لإصلاح النظام المالي العالمي. فعلى الرغم من أن الكثير من التحليل الأمريكي قد حملت الممارسات المالية والمصرفية للبنوك الأمريكية المسؤولية عن وقوع هذه الأزمة، إلا أن صناع القرار الأمريكي حملوا المسؤولية جانب آخر على السياسات الاقتصادية التي اتبعتها دول الفائض التجاري الآسيوية، وتحديدًا الصين، منذ منتصف عقد التسعينيات من القرن الماضي، والتي استهدفت بالأساس تشجيع الإنتاج المحلي و"كبح" الاستهلاك الداخلي.¹

يرى مندل الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد أن المشكل الأساسي في عدم التنسيق النقدي الدولي، يكمن في السماح لأسعار الصرف بالتقلب بشكل كبير جداً، ويرى أن ذلك هو السبب في حدوث الأزمة في سبتمبر 2008، فقد كان سعر صرف اليورو 1,64 دولار في شهر جوان ليهوي بعدها إلى 1,23 دولار في شهر أكتوبر، أي ارتفاع قيمة الدولار بنسبة 30 % في وسط أزمة الكساد، فلا يوجد اقتصاد في العالم يستطيع الصمود أمام أزمة هائلة عندما ترتفع قيمة عملته بنسبة 30% في ظرف قصير جداً، حيث لم يشهد الاقتصاد الأمريكي ارتفاعاً حاداً في عملته مثل هذه المرة، ويضرب مندل مثلاً آخر على عدم التنسيق النقدي الدولي بالين الياباني الذي تضاعفت قيمته ثلاث مرات بين سنة 1985 و1995، مما سبب انهياراً كبيراً للاقتصاد الياباني لمدة عشرين سنة تقريباً وسببت ركوداً وتباطؤاً كبيراً في معدل النمو، هذا هو ما حدث في الولايات المتحدة و تسبب في إفلاس فاني ماي وفريدي ماك وليمان برادرز.

ويقترح مندل لتنسيق السياسات على صعيد النظام النقدي الدولي، خصوصاً بين اليورو والدولار ضرورة العمل المشترك بين الاحتياطي الفيدرالي حيث يقوم بتثبيت الحد الأدنى لسعر اليورو عند سعر وليكن مثلاً 1,20 دولار، ويقوم البنك المركزي الأوروبي بتثبيت الدولار عند حد أدنى 1,30 دولار، ويكون بمثابة تنسيق نقدي على المستوى الدولي، ثم العمل على تنسيق السياسة النقدية بينهما وهو ما يجعل منطقة الأطلسي بمثابة منطقة

¹ عبد المنعم سعيد محمد فايز فرحات، مجموعة العشرين وإعادة هيكلة الاقتصاد العالمي، كراسات استراتيجية، بحث متاح على الموقع:

<http://digital.ahram.org.eg/articles.aspx?Serial=727708&eid=294>, تاريخ الاطلاع: 29-12-2019.

واحدة، أي حوالي 40% من حجم الاقتصاد العالمي وإذا ما أضفنا الصين تتجاوز النسبة 50%، وفي حالة النجاح على ضمان الاستقرار لـ 50% من أسعار الصرف العالمية يمكن عندئذ بناء نظام نقدي دولي جديد بسهولة، وهو ما سيوفر الاستقرار ويعود بمنافع شتى على الاقتصاد العالمي.¹

ثانيا: الاتحاد النقدي ومنطقة العملة المثلى:

2-1 نظرية منطقة العملة المثلى:

قدم لهذه النظرية الاقتصاد مندل 1961 ثم طورها كل من ماكينون 1963 وكينن 1969 وفحوى هذه النظرية أنه متى يكون في مصلحة مجموعة من الدول تكوين اتحاد نقدي وتبني عملة موحدة؟

في حالة قيام اتحاد نقدي تتعهد الدول الأعضاء باستخدام سعر الصرف كأداة للسياسة الاقتصادية ويمكن القول أيضا أن هذه النظرية تسعى لتعظيم المنافع التي يحققها سعر الصرف الثابت في الاتحاد) انعدام تكاليف المعاملات، انخفاض درجة تقلب أسعار الصرف، تعظيم المنافع الناتجة عن الآثار الايجابية للتعامل مع الخارج.²

لقد وضعت نظرية منطقة العملة المثلى مجموعة من المعايير للحكم على مدى قابلية اقتصاد ما للانضمام إلى اتحاد نقدي ما، وهذا للاستفادة من المكاسب الاقتصادية الكلية والجزئية، التي يتيحها هذا الانضمام، وتتمثل أهم هذه المعايير في حرية انتقال عوامل الإنتاج الانفتاح التجاري درجة التنوع الاقتصادي) من حيث طبيعة الصادرات، الإيرادات، والبنية الإنتاجية(، تشابه معدلات التضخم، تشابه الصدمات غيرالتماثلية وأخرى.

2-1-1 نظرية روبرت مندل: معيار حرية حركة العمالة

يرى روبرت مندل أن منطقة العملة المثلى هي المنطقة التي تتميز فيها عناصر الإنتاج بحرية الانتقال ولاسيما اليد العاملة، فسهولة انتقال العمال بينها يمكن من انتقال الذين يتعرضون منهم للبطالة في واحدة منها إلى حيث يزيد الطلب عليهم في أخرى دون حاجة إلى تعديل أسعار الصرف لمواجهة الخلل في موازين المدفوعات على نحو ما تتطلبه حالة تعذر انتقال العمال، وبالتالي فإنه طبقا لنظرية مندل، فإن انتقال العمالة يمكن أن يزيل

¹ Robert Mundell, **International policy coordination and transmission**, Journal of Policy Modeling, 2013, 35 201, p 461-462.

² بوخاري لحلو، مرجع سابق، ص136.

عوامل اختلال المدفوعات بين الدول بطريقة أجدى من سياسة سعر الصرف، إذا ما ارتفعت حركية العمالة على الصعيد الداخلي وانخفضت على الصعيد الدولي.

أما إذا انقسمت المنطقة المعنية إلى مناطق ترتفع فيها حركة العمالة، ولكنها لا تتفق والحدود الوطنية بالمنطقة، فإن الأسعار المركزية لا تستطيع توفر التسوية المنشودة، إلا إذا أعيد تنظيم العملات المتداولة على أسس إقليمية بالمنطقة، ومن ثم فإن الدول المذكورة تشكل منطقة مثلى للعملة تتبع نظام سعر صرف ثابت فيما بينها وتطبق نظاما مرنا مع الدول الأخرى التي يتعذر تحرك العمال بينها، غير أن فاعلية هذا الانتقال تتوقف على تقارب كميات استخدام العمل في الإنتاج في الأنشطة المتأثرة بالتغير.¹

النقد الموجه لنظرية مندل:

لقد وجهت العديد من الانتقادات لنظرية مندل من قبل عدة اقتصاديين، والتي يمكن أن نختصر أهمها في الآتي:

اعتمد ماكنون في انتقاده لنظرية مندل على أساس وجود تناقض بين تحقيق الاستخدام التام واستقرار الأسعار في نظام أسعار الصرف العائم، في حين يؤدي تخفيض قيمة العملة إلى زيادة التضخم وارتفاع الأجور والأسعار في قطاع الصادرات، وعليه فقد أغفل حالة توافر درجة انفتاح الاقتصاد.

- اعتمد الاقتصادي كينن في انتقاده لمندل على عنصر تنوع هيكل الجهاز الإنتاجي والذي يؤدي إلى تنوع بنية الصادرات، والتي ضرورة تبني نظام سعر صرف ثابت.

- أما فليمنج فقد قام بانتقاد نظرية مندل على أساس افتراض حرية تحرك رؤوس الأموال كشرط لانضمام بلد إلى المنطقة المثلى يتوقف أساسا على طبيعة الاختلال الذي يعاني منه الاقتصاد الوطني وعلى مدى تأثير حركة رؤوس الأموال.

- هناك العديد من القيود التي تعرقل حرية عناصر الإنتاج، وبخاصة عنصر رأس المال.

- تتطلب حرية تحرك اليد العاملة بين الدول الأعضاء فترة طويلة لتحقيق ذلك، كما أن

¹ محمد رشدي إبراهيم مسعود، توحيد العملات النقدية وأثره في اقتصاد الدول المتقدمة والنامية، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2010، ص 60.

عنصر العمل يحتاج إلى وقت طويل ليتلاءم مع مقتضيات وحاجات السوق (عمليات تأهيل ورسكلة....).

- إن الانتقال الحر لعنصر العمل بين الدول الأعضاء قد يؤدي إلى وقوع اختلال التوازن على المستوى الداخلي والخارجي، وربما إلى تفاقمه في حال وجوده.¹

2-1-2 نظرية ماكينون: معيار الانفتاح التجاري

أما ماكينون، فإنه يرى أن قيام أي اتحاد نقدي يعتمد على درجة انفتاح الاقتصاد والتي تقاس بنسبة السلع القابلة للتجارة إلى السلع غير القابلة للتجارة، ويرى كذلك أنه من مصلحة البلد الذي يتمتع بانفتاح اقتصادي كبير أن ينضم إلى اتحاد نقدي لكي يتفادى تقلبات الأسعار بين السلع القابلة للتجارة والسلع غير قابلة للتجارة،² فزيادة التبادل التجاري في السلع بين هذه الأقطار يزيد من انفتاحها على بعضها البعض، مما يقلل من الحاجة إلى استعمال السياسات المالية والنقدية للحفاظ على التوازن الخارجي، الأمر الذي يدعم تثبيت أسعار الصرف بين عملات تلك الأقطار، وبالتالي كلما كان الاقتصاد أكثر انفتاحاً زادت المنفعة من تكوين منطقة العملة. كما يرى ماكينون أن تكامل العملة والسوق المالية يتبع تدفق تجارة السلع بين أقطار المنطقة.³

لقد أثار ماكينون نقطة ذات أهمية بالغة، إذ هناك احتمال كبير لغياب الوهم النقدي في اقتصاد صغير منفتح، مما يزيد من إمكانية استخدام نظام أسعار الصرف الثابتة. لقد استعمل ماكينون الأمثلة لتصف منطقة ما، يمكن فيها استخدام أدوات السياسة النقدية والمالية، وكذا نظام أسعار الصرف المرنة لتحقيق الأهداف الثلاثة التالية:

- التوظيف الكامل للعمالة؛

¹ بلقاسمي عباس، محددات، إمكانات وآثار التكامل النقدي بين دول مجلس التعاون الخليجي رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، 2010/2011، ص 43.

² بوخاري لحلو، مرجع سابق، 137.

³ بن يوب لطيفة وآخرون، إمكانية تشكيل عملة مثلى بين دول مجلس التعاون الخليجي، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية العدد 1، 2015، ص 163.

- تحقيق التوازن الخارجي من خلال توازن ميزان المدفوعات؛

- تحقيق استقرار الأسعار الداخلية

ن خلال التصورات السابقة لماكينن حول منطقة العملة المثلى، نستنتج أن هناك علاقة طردية بين حجم البلد الاقتصادي، وبين درجة انفتاحه، فكلما كان البلد صغيرا اقتصاديا كلما كانت درجة انفتاحه كبيرة جدا، وبالتالي تزداد الاستفادة من السلع الأجنبية.¹

2-1-3 نظرية كينن: معيار تنوع الإنتاج

بالرغم من اعتراف الاقتصادي كينن بأهمية حرية عوامل الإنتاج ودرجة انفتاح اقتصاد ما في تفسير وتحديد منطقة العملة المثلى، إلا أنه يرى أن معيار تنوع الإنتاج هو أكثر ملائمة في تحديدها. إن تنوع مزيج إنتاج القطر وعدد الأقاليم ذات الإنتاج الواحد التي يحتويها قطر واحد، قد تكون أكثر ملائمة من حرية العمل، ولتأكيد فكرته قدم كينن ثلاث حجج، تتمثل فيما يلي:

- إن الاقتصاد المتنوع لن يتعرض لتغيرات في شروط ومعدلات تبادله مقارنة بالاقتصاد أحادي الإنتاج، فتنوع الاقتصاد سيسمح بامتصاص الصدمات غير التناظرية على عكس الاقتصاد المركز الذي إذا خضع لصدمات الطلب الخارجي لا بد عليه من تغيير سعر الصرف الاسمي لتحقيق الاستقرار؛

- إن العلاقة بين الطلب الخارجي والداخلي، أو بالخصوص بين الصادرات والاستثمار ضعيفة جدا في اقتصاد متنوع، وهذا لأن الاستثمار المحلي في الاقتصاد المتنوع يعتمد أساسا على الطلب المحلي وعلى تشابك القطاعات الاقتصادية المحلية؛

- إن تعرض القطر المتنوع لانخفاض في الطلب على صادراته الأساسية لن يؤدي إلى نشوء بطالة حادة كما يحصل للقطر ذي الإنتاج الواحد.

¹ بلقاضي عباس، مرجع سابق، ص 44-45.

نقد نظرية كينن وماكينن

- لقد لاحظ بعض الاقتصاديين أمثال تافلاس وجود ما يسمى بمشكلة التعارض بين أمثلية كل من كينن وماكينن. إن الاقتصاديات الصغيرة التي عادة ما تكون أكثر انفتاحا، فمن الأفضل لها تبني سعر صرف ثابت مع أهم شركاءها التجاريين حسب معيار الانفتاح التجاري لماكينن، لكن هذه الاقتصاديات عادة ما تكون أقل تنوعا في الإنتاج، مما يجعلها تفضل نظام سعر الصرف المرن حسب معيار تنوع الإنتاج لكينن، لكن ماكينن يرى أنه كلما كان الاقتصاد أكثر تنوعا في الإنتاج كلما قل قطاع التجارة فيه.

- لم يفسر كل من كينن وماكينن بوضوح ما إذا كانت منطقة العملة المثلى تتضمن عملة موحدة أم نظام سعر صرف ثابت.

- لا يسمح نظام أسعار الصرف، في حالة انفتاح الاقتصاد القومي بدرجة عالية مع العالم الخارجي، باعتماد سياسة نقدية للحد من التضخم، كما أن هذه الحالة تستدعي اعتماد مستوى اقل ما يكن من الأجر قصد زيادة الاستخدام من أجل التخفيف من البطالة.

- تساءل العديد من الاقتصاديين عن مصير تنوع هيكل الإنتاج والصادرات بعد إزالة الحواجز الجمركية بين الدول الأعضاء في المنطقة النقدية في إطار التخصص وتقسيم العمل.¹

2-1-4 نظرية تحليل التكاليف والمنافع:

إن ما يؤخذ على المنهج التقليدي هو أنه يعتمد على معيار واحد ويركز على مفهوم الخسائر فقط، لذلك نشأ أسلوب يقوم على فكرة الموازنة بين تكاليف ومنافع الدخول إلى منطقة العملة المثلى، وهذا ما فعله Wood، الذي يرى تبني منطقة العملة المثلى متى زادت منافعها على تكاليفها.

¹ بلفاطمي عباس، مرجع سابق، ص 46.

أ- **المنافع** : في هذا الصدد ينبغي أن نميز بين نوعين من المزايا أو المنافع لاتحاد العملة، المنافع التي يمكن أن تتحقق بمجرد تأسيس الاتحاد والمنافع ذات طبيعة ديناميكية والتي قد لا تظهر إلا على المدى الطويل، وهي كما يلي:

- **زيادة مستوى الدخل**: إحدى مزايا الاندماج النقدي أثره الايجابي على مستوى رفاهية أقطار اتحاد العملة مما يعني رفع مستويات دخولها التي تتكون أساسا من عنصر العمل ورأس المال والتكنولوجيا، وفي هذا الشأن يرى Grubel أن إنتاجية هذه العوامل سوف تتأثر بشدة بالتكامل النقدي وذلك بعد ربط أسعار صرف عملات الدول الأعضاء وسوف يكون المنتج في وضع يسمح له بالتعامل مع المنطقة بأكملها كسوق واحدة، فالزيادة في حجم الإنتاج يترتب عليه تحقيق وفورات الحجم الداخلية مما قد يؤدي إلى زيادة التخصص والتبادل فضلا عن تحقيق مكاسب من الإنتاج والاستهلاك.¹

ثالثا: المناطق المستهدفة لسعر الصرف:

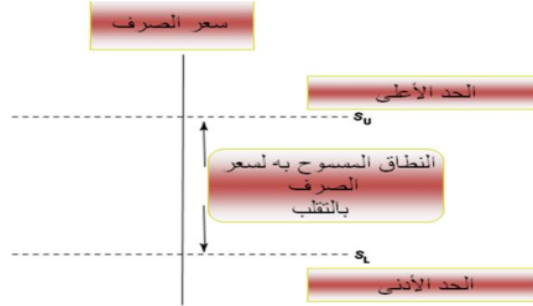
تساءل بعض الاقتصاديين وعلى رأسهم بول كروجمان عما إذا كان على دول العالم أن تختار ما بين نظام الصرف الثابت ونظام التعويم، اقترح هؤلاء ضرورة البحث عن أرضية مشتركة بين هذين النقيضين، ومضمون هذا المنهج، يقوم على تقييد التقلبات في سعر الصرف، مع السماح ببعض التغييرات في قيم عملات الدول.

3-1 المناطق المستهدفة:

في البداية نطرح السؤال التالي: كيف تستطيع المصارف المركزية أن تقيّد حركات سعر الصرف، وفي ذات الوقت تسمح بحدوث تغيير في سعر الصرف، ويعرض الشكل رقم 16 إحدى الإجابات الممكنة، وهي تتمثل في إنشاء منطقة مستهدفة لسعر الصرف، بمعنى تحديد نطاق تسمح المصارف المركزية في داخله لسعر الصرف بالتغيير.

¹ بن يوب لطيفة، مرجع سابق، ص 164-165.

الشكل رقم: (15) المناطق المستهدفة لسعر الصرف



المصدر: : جوزيف دانيالز، مرجع سابق، ص 626.

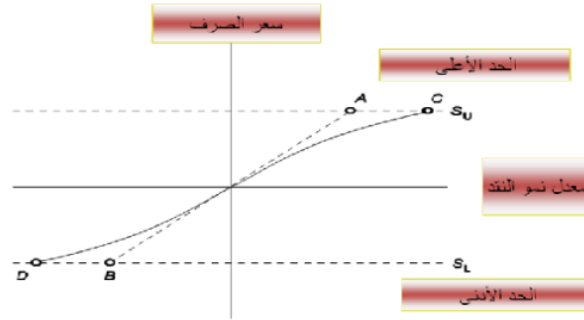
أ - إنشاء منطقة مستهدفة:

استنادا إلى ما ورد في الشكل رقم (15) لا يتدخل المصرف المركزي في حالة وجود تقلبات بين الحد الأدنى، والحد الأعلى للنطاق المسموح به، ويتدخل فقط في حالة الخروج عن هذا النطاق، ومعنى ذلك، تعويم سعر الصرف داخل النطاق المحدد، وحيث إن الفارق بين الحدين الأعلى والأدنى صغير جدا، فإن المنطقة المستهدفة تنتمي في الأساس لنظام سعر الصرف الثابت إما إذا حدد المصرف المركزي نطاقا كبيرا للتقلب، فإن المنطقية المستهدفة إلى حد كبير نظام تعويم أسعار الصرف.

ب- سلوك سعرا لصرف داخل المنطقة المستهدفة:

هناك من يسأل: كيف يتقلب سعر الصرف داخل المنطقة المستهدفة؟ يوضح الشكل رقم (14) إن الخط الصاعد المنقطع يعبر عن استجابة سعر الصرف للتغيرات التي تحدث في العوامل التي تحدد قيمته في ظل نظام تعويم أسعار الصرف، مع افتراض وجود علاقة خطية بين هذه العوامل وبين سعر الصرف، وذلك قصد التبسيط، وتعتبر التغيرات في كمية النقود في الداخل والخارج من أبرز هذه العوامل، مما سبق، نستطيع أن نستنتج أنه داخل النطاق المسموح به للتقلب، يكون الوضع أقرب ما يكون إلى نظام التعويم، أما عند الحدين الأعلى والأدنى، فالوضع يشبه نظام الصرف الثابت.

الشكل رقم (17) سلوك سعر الصرف داخل المنطقة المستهدفة



المصدر:

في واقع الأمر، من غير المرجح أن يتغير سعر الصرف عبر الخط المتقطع، ويعود السبب في ذلك إلى قيام المضاربين بتبديل طلبهم على عملة الدولة إذا توقعوا تدخل المصرف المركزي عند أي من الحدين الأعلى والأدنى للمنطقة المستهدفة.

وعلى ذلك يقع سعر الصرف التوازني داخل المنطقة المستهدفة على الخط، السميك المنحني قليلا على النحو الموضح في الشكل رقم 17 وإحدى المزايا المترتبة للمنطقة المستهدفة، إذا كان هدف الدولة هو تقليل مخاطر الصرف الأجنبي، ومنع التقلبات في الأداء الاقتصادي التي تنجم عن تغييرات سعر الصرف.

ج- هل نموذج المنطقة المستهدفة يواكب الواقع:

حيث إن منحنى سعر الصرف الذي على شكل S أمر لا مفر منه في ظل المنطقة المستهدفة، قام عدد من الاقتصاديين في بداية عقد التسعينيات من القرن العشرين، بإحداث تطوير نظري للنموذج الذي قدمه كروجمان، وقد حدد هؤلاء الاقتصاديون عددا من المتغيرات الاقتصادية، وكيفية تصرفها في ظل المنطقة المستهدفة، ومن أبرز هذه المتغيرات نجد أن أسعار الفائدة في الأجلين القصير والطويل، ومستوى الأسعار، وميزان المدفوعات، وذلك بافتراض أن نموذج المنحنى S للمنطقة المستهدفة يواكب الواقع.

د- إنقاذ نظرية المنطقة المستهدفة:

في الوقت الحالي، يوافق معظم الاقتصاديين على نموذج S للمنطقة المستهدفة لا يمكن إنقاذه بدون أن نأخذ في الحسبان اثنين من العوامل المحورية، ويتمثل أول هذه العوامل فيما يسمى عدم المصادقية التامة للسياسة. فأي نظام يتعهد بتثبيت أو تقيد حركات سعر الصرف لا يتمتع بالمصادقية الكاملة، فهناك دائما شكوك تصيب المتعاملين في سوق الصرف الأجنبي بخصوص قيام المصرف المركزي بالدفاع عن سعر الصرف المستهدف بشكل علني، وقد أشار كروجمان نفسه إلى إمكانية فشل المصرف المركزي في التدخل عندما يصل سعر الصرف إلى النطاق المعلن عنه، عندئذ ينبغي تعديل نموذج المنحنى S. أضف إلى ذلك أن المصرف المركزي يمكن أن يتدخل في أسواق الصرف الأجنبي فقط عند حدود المنطقة المستهدفة، كذلك يمكن للمصارف أن تتدخل في سوق الصرف الأجنبي بشكل مخطط لتحريك أسعار الصرف إلى المستويات المرغوب فيها داخل المنطقة المستهدفة، وهذا الأمر قاد الاقتصاديين إلى تطوير الإطار الأساسي لنموذج المناطق المستهدفة فيأخذ في حسابه هذين العاملين، على سبيل المثال، أدخل كل من (كلاين). و(لويس) تعديلا في النموذج يسمح بإمكانية قيام الناس بتغيير معتقداتهم بخصوص المنطقة المستهدفة. وقد طبق الاقتصاديان هذا النموذج على الخبرة الفعلية المتمثلة في التنسيق بين المصرف المركزي الألماني ومصرف اليابان المركزي، ومصرف الاحتياطي الفيدرالي خلال الفترة من فبراير إلى أكتوبر عام 1987، وقد توصل الباحثان إلى وجود دليل على أنه حتى في ظل الجهود القوية للتنسيق بين هذه المصارف، فإن تطورات المتاجرين في أسواق الصرف الأجنبي قد تغيرت بشكل كبير خلال فترة الدراسة.

أسئلة الفصل الخامس:

- 1- أي من هذه العناصر ليست من فوائد تنسيق السياسات الدولية:
 - أ. استيعاب المؤثرات الخارجية للسياسة الدولية.
 - ب. كسب الدعم من الخارج بعيدا عن تأثير حركات السياسة المحلية.
 - ج. تحقيق أهداف متعددة مع عدد محدود من أدوات السياسة.
 - د. الحد من السيادة الوطنية.
2. اقترح الاقتصادي كينيث روغوف طريقة من خلالها تنسيق السياسات النقدية (بنجاح) ،
 ، قد تقلل من الرفاهية الاقتصادية المشتركة، في هذا النموذج تتراجع الرفاهية بسبب:
 - أ. الالتزام بالحفاظ على سعر الصرف ليس ذات مصداقية.
 - ب. التنسيق يزيد من حركة رؤوس الأموال.
 - ج. التنسيق ينتج تضخما اكبر في كلا الاقتصادين.
 - د. تتطلب جهود التنسيق التعويض بسياسة مالية انكماشية.
3. الاتحاد النقدي هو:
 - أ. منطقة جغرافية تتميز فيها العمالة بحرية الحركة، بما يجعلها قادرة على امتصاص الصدمات غير المتماثلة على الطلب الكلي.
 - ب. مجموعة من البلدان تختار استخدام عملة واحدة
 - ج. مجموعة من أسعار الصرف التي تسمح من خلالها البنك المركزي لسعر الصرف الاسمي بالتقلب.
 - د. اتفاق دولي رسمي لتثبيت أسعار الصرف الاسمية.
4. منطقة العملة المثلى هي:
 - أ. مجموعة من أسعار الصرف يسمح من خلالها البنك المركزي لسعر الصرف بالتقلب، وفي الوقت نفسه يمنع سعر الصرف من الخروج على هذا النطاق.
 - ب. كمية الرصيد النقدي والتي تتسجم مع أعلى مستوى للرفاهية المحلية.
 - ج. المنطقة الجغرافية التي لا يوجد فيها أي حواجز تجارية بين الدول الأعضاء.
 - د. منطقة الجغرافية التي يكون فيها مستوى الرفاه كبيرا عندما تقوم الحكومات تحديد سعر الصرف أو تتبنى عملة مشتركة.

5. الفائدة الأساسية لتعدد العملات و سعر الصرف المرن، مقارنة بالاتحاد النقدي هي:
- أ. هناك انخفاض في تكاليف المعاملات
 - ب. يمكن تعديل الأجور بشكل أسرع من صدمات الطلب.
 - ج. لا تحتاج الشركات إلى التحوط من مخاطر تقلب العملة.
 - د. تنسيق السياسات النقدية يصبح أسهل.
6. في ظل الاتحاد النقدي، يتم التعديل عند حدوث تغير الأسعار عبر:
- أ. تنسيق السياسة النقدية.
 - ب. تحركات أسعار الصرف الاسمية.
 - ت. هجرة اليد العاملة بين مناطق الاتحاد.
 - ث. عدم تعقيم التوسع النقدي في المنطقة التي عانت من صدمة الطلب.
7. أي من العناصر التالية تمثل إيجابيات الاتحاد النقدي، مقارنة بالعملات المنفصلة، وتعويم سعر الصرف؟
- أ. تنافس العملات
 - ب. تحكم الدولة في العوائد الناتجة عن سك العملة.
 - ت. التحركات النسبية بين المناطق المختلفة التي تسمح بتعديل الدخل الحقيقي، حتى وإن كانت الأجور ثابتة.
 - ث. تكاليف منخفضة في مبادلات التجارة الخارجية.
8. تعتبر كل العناصر التالية حججا ضد الاتحاد النقدي الأوروبي باستثناء:
- أ. أنه يخفض تكاليف تحويل العملات.
 - ب. بعض الدول تعتبر عملاتها أحد رموزها التاريخية.
 - ج. حربة انتقال العمالة داخل أوروبا منخفضة جدا بما يجعلها متسقة مع هذا الاتحاد
 - د. أنه يحد من الاستقلالية المالية للحكومات الوطن
9. المعيار المطلوب من كل بلد للانضمام إلى الوحدة النقدية الأوروبية فيما يخص الموازنة العامة هو:
- أ. موازنة متعادلة ومعدلات تضخم منخفض
 - ب. بنك مركزي مستقل.



- ج. الدين العمومي أقل من 60 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي.
- د. متوسط الدخل الفردي 20000 دولار على الأقل.
10. مقارنة بالولايات المتحدة، يمتلك الاتحاد الأوروبي — تباين اقتصادي و — حركية في تنقل العمالة.
- أ. أعلى، أدنى
- ب. أقل، أقل
- ج. أعلى، أعلى
- د. أقل، أقل
11. في حين أن الاتحاد الأوروبي لا يمثل منطقة عملة مثلى وقد حدد الاقتصاديون مجموعة فرعية من الاقتصادات المعروفة باسم الدول الرئيسية ، هذه الدول يمكن ان تكون مرشحة لتشكيل منطقة العملة المثلى بسبب:
- أ. التباين الاقتصادي بين هذه الدول منخفض، وحركية انتقال العمالة مرتفعة.
- ب. تمتلك هذه الدول سياسة مالية مماثلة خلال العشر سنوات الأخيرة.
- ج. هذه الدول تلبى المعيار الخاص بالموازنة العامة في اتفاقية ماستريخت.
- د. لا تعتبر هذه الدول ذات دلالة تاريخية أي لها مكانة خاصة لدى هذه الدول، مثل الجنيه الإسترليني.
22. منطقة استهداف سعر الصرف هي:
- أ. لا تعاني من أي مشكل من مشاكل المصادقية المرتبطة بسعر الصرف الثابت
- ب. هي المنطقة الجغرافية التي تكون فيها حركية اليد العاملة كافيا لتبرير استخدام العملة الموحدة.
- ج. هو النطاق المسموح به لسعر الصرف بالتقلب بين شريطين سعري صرف يتدخل البنك المركزي في سوق الصرف لحماية عملته
- د. هو تعبير آخر عن سياسة أسعار الصرف الثابت.
12. أي من أنظمة أسعار الصرف التالية تقدم القدرة التامة لمتابعة سياسة نقدية مستقلة عن الإجراءات التي تتخذها السلطات النقدية في العالم:
- أ. المناطق المستهدفة.

- ب. أسعار الصرف العائمة
 ج. أسعار الصرف الثابتة.
 د. الاتحاد النقدي.
13. ضمن المنطقة المستهدفة لسعر الصرف، تأخذ حركة سعر الصرف استجابة لنمو العرض النقدي شكل:
 أ. خط مستقيم.
 ب. شكل القطع المكافئ.
 ج. يأخذ شكل منحنى S.
 د. التوسع النقدي لا يؤثر على سعر الصرف في المنطقة المستهدفة لسعر الصرف.
14. في منطقة سعر الصرف المستهدف، تتأثر حركة سعر الصرف الاسمي بالتوقعات بين تجار العملة، هذه التوقعات تؤدي بسعر الصرف إلى:
 أ. يكون أكثر استجابة للنمو النقدي أكثر مما لو كان تحت سعر الصرف العائم.
 ب. يكون أقل استجابة للتوسع النقدي مما لو كان تحت نظام الصرف المرن.
 ج. لا يتأثر بالتغيرات في سعر الصرف.
 د. زيادة واحد مقابل واحد للتغيرات.
15. أي من العناصر التالية يمكن أن تكون السبب الممكن في أن التحركات لأسعار الصرف في المنطقة المستهدفة لا تبدو على شكل منحنى S ؟
 أ. حرية حركة رؤوس الأموال.
 ب. مصداقية ناقصة للسياسة.
 ج. وجود صدمات غير متماثلة.
 د. عدم وجود حركية لليد العاملة.
16. التدخلات الداخلية الهامشية:
 أ. هي الأكثر شيوعاً في ظل أسعار الصرف الثابتة.
 ب. هي شكل من أشكال الاستقرار المالي.
 ج. تحدث فقط عندما يصل سعر الصرف إلى مستوياته المستهدفة.
 د. هي محاولات من البنك المركزي للتأثير على تحركات سعر الصرف داخل المنطقة المستهدفة.

قائمة المراجع:

أولا: المراجع باللغة العربية

- أمين صيد، دور سعر الصرف في تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات، مكتبة حسن العصرية، بيروت، 2013.
- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الديوان الوطني للمطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- إبراهيم الكراسنة، سياسة سعر الصرف، دورة البرمجة المالية والسياسات الاقتصادية الكلية، عمّان، 10 - 2007/6/21 ، صندوق النقد العربي.
- إسماعيل محمد هاشم، مذكرات في النقود والبنوك، دار النهضة العربية، بيروت، 1975.
- بسام الحجار، النظام النقدي الدولي وأسعار الصرف، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2009.
- بن يوب لطيفة وآخرون، أمكانية تشكيل عملة مثلى بين دول مجلس التعاون الخليجي، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية العدد 1، 2015.
- جمال الدين العويسات، العلاقات الاقتصادية الدولية والتنمية ، دار هومة، الجزائر، 2000.
- جوزيف دانيالز، ديفيد فانهوز، اقتصاديات النقود والتمويل الدولي، تعريب: محمود حسن حسني، دار المريخ للنشر. الرياض، 2010.
- حمدي عبد العظيم، سياسة سعر الصرف، دار النهضة المصرية، مصر، 1987.
- دومينيك سلفاتور، الاقتصاد الدولي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1992.
- زراقة محمد، آثار تقلبات سعر الصرف على ميزان المدفوعات، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة تلمسان، 2014.
- سي محمد فايزة، اختلال سعر الصرف الحقيقي -فعالية سعر الصرف الموازي- دراسة قياسية لحالة الجزائر، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص : اقتصاد قياسي بنكي و مالي، جامعة تلمسان، 2015.

- سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد، النقود والتمويل الدولي، ترجمة محمود حسن حسني، دار المريخ للنشر، الرياض، 2007.
- صالح مفتاح، المالية الدولية، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الرابعة ليسانس، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة بسكرة، 2005-2006.
- عوض الله زينب، العلاقات الاقتصادية الدولية، الدار الجامعية، بيروت، 1990.
- عبد المنعم السيد علي، هيل عجمي الجنابي، العلاقات النقدية الدولية، دار الكتب للطباعة والنشر، الموصل، 1992.
- عادل أحمد حشيش، العلاقات الاقتصادية الدولية، الدار الجامعية، مصر، 1994.
- فتحي محمد سليم، نظام النقد الدولي، نظرة تاريخية ومعالجة جذرية، كتاب الوعي، 2005.
- عبدالمنعم سعيد محمد فايز فرحات، مجموعة العشرين وإعادة هيكلة الاقتصاد العالمي، كراسات إستراتيجية، بحث متاح على الموقع:
<http://digital.ahram.org.eg/articles.aspx?Serial=727708&eid=294>، تاريخ الاطلاع: 29-10-2012.
- لولو بوخاري، دور سياسة الصرف الأجنبي في السياسة النقدية، مكتبة حسن العصرية، بيروت، 2010.
- محمد خالد الحريري، علاقات اقتصادية دولية، الدار الجامعية، دمشق، سوريا، 1981.
- مجلة سياسات أسعار الصرف، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2003.
- منى الطائي، التحليل الاقتصادي الجزئي، دار زهران للنشر، عمان، 2006.
- محمد راتول، تحولات الدينار الجزائري و إشكالية التخفيضات المتتالية وفق نظرية أسلوب المرونات، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 01.
- محمد عزت غزلان، اقتصاديات النقود والمصارف، دار النهضة العربية، بيروت، 2003.
- وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، دار المنهل الدولي، بيروت، 2001.



- وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2000.
- الطبعة السادسة لدليل ميزان المدفوعات والاستثمار الدولي، متاح على الرابط:
<https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-publications-loe-pdfs/external/arabic/pubs/ft/bop/2007/bopman6a.ashx>
- نبيل العربي، اقتصاديات النقود والبنوك، 2009، ص 3، متاح على الرابط:
<https://vb.ckfu.org/attachments/%C5%CF%C7%D1%C9-%C3%DA%E3%C7%E1-5/130885d1368783692-%E6%D1%D4%C9-%DA%E3%E1-%C7%E1%E4%DE%E6%CF-%E6%C7%E1%C8%E4%E6%DF-ta-u.com-2c93a90ed79.pdf> تاريخ الولوج: 2019 /12/18

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

- Josette Peyrard, **Gestion financière internationale**, Vuibert, paris, 1999.
- Ranvenhill John, **global political economy**, Oxford university press.
- G. Gandolfo, *International Finance and Open-Economy Macroeconomics*, Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2016.
- Keith pilbeam, *interntional finance*, 3rd edition, palgrave Macmillan, New York, 2006.
- Giancarlo Gandolfo, *International Finance and Open-Economy Macroeconomics*, Second Edition, springer, Berlin, 2016.
- Bahmani-Oskooee, Mohsen. 1985. Devaluation and the J-Curve: Some Evidence from LDCs. *Review of Economics and Statistics* LXVII (3): 500–504.
- Barry Eichengreen, **Globalizing Capital: A History of the international monetary system**, Second Edition, Princeton University press, Princeton, New Jersey, 2008.
- Dominique Plihon, **La monnaie et ses mécanismes**, Kasbah – Alger, 2004.
- Edwin Mansfield, **economics**, Norton Company, New York, 1989.
- *Obaidullah Jan Money Supply and Monetary Base*, available at:
<https://xplained.com/814601/money-supply-and-monetary-base>
- What Is a Sterilized Intervention?
<https://www.investopedia.com/terms/s/sterilizedintervention.asp>
- THE PORTFOLIO BALANCE APPROACH, available at:
<https://www.currenciesfx.com/index.php/portfolio-balance> visited 22/12/2019.
- Robert Mundell, *International policy coordination and transmission*, Journal of Policy Modeling, 2013 , 35 201.

فهرس الجداول والأشكال

أولاً: الجداول

الجدول رقم (01)	الحساب الجاري قبل التخفيض في حالة توازن
الجدول رقم (02)	الحالة الأولى تخفيض قيمة العملة يؤدي إلى عجز في ميزان المدفوعات
الجدول رقم (03)	الحالة الثانية : تخفيض قيمة العملة يبقى دون تغيير
الجدول رقم (04)	الحالة الثالثة : تخفيض قيمة العملة يؤدي إلى فائض في ميزان المدفوعات
الجدول رقم: (05)	النفاذية في المدى الطويل لسعر الصرف على أسعار الواردات لمجموعة من البلدان
الجدول رقم (06)	: ميزانية مبسطة للمصرف المركزي
الجدول رقم (07)	الميزانية المبسطة لنظام الاحتياطي الفيدرالي
الجدول رقم (08)	: الميزانية المبسطة لبنك اليابان
الجدول رقم (09)	تأثير شراء الصرف الأجنبي على ميزانية البنك المركزي الياباني
الجدول رقم: (10)	الآثار المشتركة لعملية سوق الصرف الأجنبي وعملية التعقيم على ميزانية مصرف اليابان المركزي.

ثانياً: الأشكال

الشكل رقم (01)	بيان لميزان المدفوعات حسب الطبعة السادسة لصندوق النقد الدولي
الشكل رقم (02)	آلية التصحيح التلقائي في ميزان المدفوعات
الشكل رقم: (03)	توازن سوق الصرف الأجنبي
الشكل رقم (04)	الطلب على الواردات والطلب على اليورو من جانب الولايات المتحدة
الشكل رقم: (05)	مرونة الطلب على الواردات ومرونة الطلب على الصرف الأجنبي
الشكل رقم (06)	منحى عرض الصادرات الأمريكية ومنحنى عرض عملة اليورو
الشكل رقم: (07)	مرونة عرض الصادرات ومرونة عرض الصرف الأجنبي
الشكل رقم: (08)	عجز الميزان الجاري لميزان المدفوعات
الشكل رقم (09)	أثر منحى جي



الشكل رقم (10)	أثر تخفيض قيمة العملة في الأجل القصير
الشكل رقم (11)	أثر تخفيض قيمة العملة في الأجل الطويل
الشكل رقم (12)	تعقيم التدخلات في سوق الصرف الأجنبي
الشكل رقم (13)	أثر انخفاض سعر الفائدة المحلي
الشكل رقم (14)	أثر ارتفاع سعر الفائدة الأجنبي
الشكل رقم: (15)	المناطق المستهدفة لسعر الصرف