



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد خيضر بسكرة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية



الموضوع:

## أثر أزمة الديون السيادية في الدول المتقدمة على أسعار صرف العملات الإرتكازية (دراسة حالة: الأورو والدولار)

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة علوم في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد دولي

تحت إشراف الأستاذ الدكتور:

مفتاح صالح

إعداد الطالب:

رواق خالد

أعضاء لجنة المناقشة:

<u>رئيسا</u>	الأستاذ الدكتور / غالم عبد الله (أستاذ التعليم العالي _ جامعة بسكرة)
<u>مشرفا ومقررا</u>	الأستاذ الدكتور / مفتاح صالح (أستاذ التعليم العالي _ جامعة بسكرة)
<u>مناقشا</u>	الأستاذ الدكتور / محيريق فوزي (أستاذ التعليم العالي _ جامعة الوادي)
<u>مناقشا</u>	الدكتورة / معارفي فريدة (أستاذ محاضر _ جامعة بسكرة)
<u>مناقشا</u>	الأستاذ الدكتور / مولحسان آيات الله (أستاذ التعليم العالي _ جامعة باتنة)
<u>مناقشا</u>	الدكتور / خاطر طارق (أستاذ محاضر _ جامعة باتنة)

السنة الجامعية: 2020 / 2021

اللهم انفعني بما علمتني، وعلمني ما ينفعني،

وزدني علما

اللهم لا عز من عاديت، ولا ذل من واليت،

فقتنا شر ما قضيت، وبإك لنا فيما أعطيت.

# إهداء

(... ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحا ترضاه وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين)

إلى التي أحببتي □ لا مقال، وأنارت لي الطريق، وأغدقت علي  
□ الدعوات الصالحات، وإلى الذي أعطاني عن حب، ولا يريد □  
يأخذ مني شيئا، إلى اللذين سعدتُ □ صحبتهما وأوصلاني إلى □ ر  
الأما □، في دراستي وفي رحلتي في هذه الحياة...

الوالدين الكريمين أمي وأبي.

وإلى قلوب □ كانت تفرح لفرحتي، وتأسى لما يصيبني...

أفراد أسرتي الغالية إخوتي عمار وأُناه لزهاري شادلي وأُناه علاء الدين وأصغرهم □ لا □  
وأخواتي سمرة وأُناها وردة وأُناها والضاوية  
وأخي الذي لم تلده أمي رحمه الله سيف الدين  
وإلى رفيقة الدر □ وشريكة الحياة زوجتي الحلوة الغالية وإلى روعي التي اختارها الله  
□ نتي الجميلة حنين

إلى كل من شجعني وأيدني من قريب أو □ عيد

إلى هؤلاء جميعا أهدي ثمرة هذا الجهد

# شكر وتقدير

الحمد لله الذي أنعم علينا بنعمة العلم، ووفقنا لإنجاز هذا العمل وإتمامه

أتقدم بالشكر الجزيل والتقدير الخالص والاحترام الفائق إلى كل من ساعدني من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل المتواضع، وأخص بالذكر

الأستاذ المشرف الأستاذ الدكتور مفتاح [ ] الح على توجيهاته القيمة، وإشرافه المتواصل

على هذا العمل ومتابعته طيلة مدة إنجازه

كما أشكر كل أساتذتي الذين ساهموا في تكويني وكل من ساعدني

في إنجاز هذا العمل

# الملخص

## I. باللغة العربية

منذ الكساد الكبير في عشرينيات القرن الماضي والحكومات تقترض محليا ومن الخارج عبر اصدار سندات دين لتمويل المشروعات العامة، ومع نمو الاقتصاد وزيادة العائدات العامة من الضرائب والرسوم تتمكن الحكومات من تسديد ديونها، وتقليل العجز في الميزانية.

لكن الدين السيادي يصبح مشكلة حين تزيد نسبته من الناتج المحلي الاجمالي عن النصف ويبدأ عجز الميزانية في ازدياد ودون أفق لتحسن عائدات الدولة، وهذا ما حدث في العقود الثلاثة الأخيرة، وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، إذ أن الحكومات توسعت في الاقتراض ولم تعبأ كثيرا بمستويات الدين السيادي الخطرة مع توقع استمرار التحسن الاقتصادي.

وهكذا، تعاظمت الديون السيادية واقتربت من قيمة الناتج المحلي الاجمالي أو زادت إلى مرة ونصف ضعفه كما هو الحال في اليونان، وتحول الديون السيادية إلى أزمة تهدد بدخول العالم في ركود اقتصادي بعد أزمة الرهون العقارية التي الاقصاد الأمريكي والعالمي.

تهدف الدراسة إلى قياس مدى تأثير أزمة الديون السيادية في الدول المتقدمة على سعر صرف العملة الأوروبية الموحدة والعملة الأمريكية الدولار باعتبارها عملتين ارتكازيتين خلال الفترة الممتدة من 2009 – 2016 بأسلوب تحليلي وقياسي، وذلك من خلال تقديم مفاهيم أساسية حول أزمة الديون السيادية (تعريفها ومراحلها ومؤشرات قياسها وانتشارها)، بالإضافة إلى أهم معالم الأزمة من انخفاض معدلات النمو، تدهور التصنيف الائتماني، ارتفاع معدلات التضخم.

كما تحتوي هذه الدراسة على احصائيات وبيانات تخص حركة سعر صرف اليورو والدولار مقابل عدد من العملات الدولية، ودراسة قياسية لتأثير معالم أزمة الديون السيادية على سعر صرف اليورو والدولار مقابل الفرنك السويسري.

### الكلمات المفتاحية:

أزمة الديون السيادية، أسعار الصرف، العملات الارتكازية، اليورو، الدولار.

**Abstract:**

Governments have borrowed locally and abroad since the Great Depression of the 1920s, by issuing debt securities to finance public projects, and with the growth of the economy and increased public revenues from taxes and fees, governments can pay off their debts, and cut down the budget deficit.

However, sovereign debt becomes a problem when its proportion of gross domestic product exceeds half and the budget deficit appears to increase and without a horizon to improve state revenues, and this is what occurred in the last three decades, especially in the United States of America and Europe, as governments expanded in borrowing and did not fill much in levels Sovereign debt is dangerous with the expectation of continued economic improvement.

Furthermore, the sovereign debt grew and approached one hundred percent of the gross domestic product, or increased to one and a half times its weakness, as is the case in Greece. The sovereign debt is transformed into a crisis that threatens to enter the world in a second economic recession, the previous financial crisis and the way governments deal with it.

The Purpose of this study is to measure the extent of the impact of the sovereign debt crisis in developed countries on the exchange rate of the single European currency and the US currency, the dollar as two pillars during the period from 2009 - 2016 in an analytical and analogous manner, by providing basic concepts about the sovereign debt crisis) its definition, stages and indicators for measuring it and its spread), in addition to the most important features of the crisis, from low growth rates, deteriorating credit ratings, and high inflation rates.

This study also contains statistics and data related to the movement of the euro and the dollar exchange rate against a number of international currencies, and a standard study of the impact of the parameters of the sovereign debt crisis on the exchange rate of the euro and the dollar against the Swiss franc.

**Keywords:** Sovereign debt crisis, Exchange rates, focal currencies, Euro, Dollar

# فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
viii	الاهداء.....
viii	الشكر والتقدير.....
viii	الملخص.....
[ vx_viii]	فهرس المحتويات.....
[ viii _ viii]	فهرس الجداول.....
[ viii_ viii]	فهرس الأشكال.....
[ أ- هـ]	المقدمة العامة.....
[62-01]	الفصل الأول: الإطار النظري للمديونية وأزمة الديون السيادية .....
02	تمهيد.....
03	المبحث الأول: التمويل الدولي (المفهوم والآليات).....
03	المطلب الأول: مفهوم التمويل الدولي.....
03	أولاً: تعريف التمويل الدولي.....
04	ثانياً: أسباب وأهمية التمويل الدولي.....
07	المطلب الثاني: مصادر التمويل الدولي.....
07	أولاً: مصادر التمويل الداخلي (المحلية).....
08	ثانياً: مصادر التمويل الخارجية.....
09	ثالثاً: تصنيفات أخرى لمصادر التمويل الدولي.....
12	المبحث الثاني: الديون الخارجية.....
12	المطلب الأول: ماهية الديون الخارجية.....
12	أولاً: تعريف الدين الخارجي.....
14	ثانياً: مصطلحات متعلقة بالمديونية.....
20	ثالثاً: الديون الخارجية بالنسبة للمدارس الاقتصادية.....
22	المطلب الثاني: إدارة الديون الخارجية.....
22	أولاً: تعريف إدارة الدين الخارجي.....
23	ثانياً: المبادئ التوجيهية لإدارة الدين الخارجي.....



26	المطلب الثالث: مؤشرات الدين الخارجي.....
26	أولاً: المؤشرات القابلة للقياس.....
30	ثانياً: مؤشرات الدعم المستدام.....
32	ثالثاً: المؤشرات المالية للدين.....
36	المطلب الرابع: الجدارة الائتمانية والتصنيف الائتماني للديون الخارجية.....
36	أولاً: الجدارة الائتمانية.....
39	ثانياً: التصنيف الائتماني.....
45	المبحث الثالث: أزمة الديون السيادية.....
45	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول الأزمة المالية.....
45	أولاً: تعريف الأزمة.....
46	ثانياً: الأزمات المالية.....
47	ثالثاً: أنواع الأزمات المالية.....
48	المطلب الثاني: أزمة الديون السيادية.....
48	أولاً: تعريف أزمة الديون السيادية.....
49	ثانياً: الديون السيادية والديون الخاصة.....
51	ثالثاً: مراحل أزمة الديون السيادية.....
51	المطلب الثالث: أثر أزمة الديون السيادية على الاقتصاد.....
53	المطلب الرابع: أزمة المديونية في التسعينات.....
55	المطلب الخامس: طرق معالجة أزمة الديون السيادية.....
57	أولاً: إعادة الجدولة.....
58	ثانياً: إعادة التمويل.....
58	ثالثاً: أساليب أخرى.....
62	خلاصة الفصل.....
[63-137]	الفصل الثاني: تحليل أزمة الديون السيادية في الدول المتقدمة.....
64	تمهيد.....
65	المبحث الأول: أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو.....
65	المطلب الأول: الوحدة النقدية الأوروبية بين النظرية والتطبيقات.....

65	أولاً: مفهوم الوحدة النقدية (تعريفها _ مستوياتها _ أهدافها).....
67	ثانياً: النظام النقدي الأوربي .....
82	<b>المطلب الثاني: اليونان وبدايات الأزمة الأوربية.....</b>
82	أولاً: الاقتصاد اليوناني ما قبل الأزمة.....
83	ثانياً: الأزمة اليونانية (المؤشرات والإحصاءات).....
90	<b>المطلب الثالث: عدوى الأزمة في بقية دول منطقة اليورو.....</b>
90	أولاً: البلدان الأكثر تأثر.....
99	ثانياً: بقية الدول الأقل تأثراً.....
99	<b>المطلب الرابع: جهود الإنقاذ الإقليمية والدولية.....</b>
99	أولاً: صندوق الاستقرار الأوربي.....
101	ثانياً: معاهدة الاستقرار المالي الجديدة.....
102	ثالثاً: خطط التقشف.....
104	<b>المطلب الخامس: الأزمة الأوربية وخلق بناء الوحدة النقدية.....</b>
104	أولاً: الوحدة النقدية الأوربية واللامركزية المالية.....
107	ثانياً: الوحدة النقدية الأوربية والصدمات المالية.....
111	ثالثاً: الوحدة النقدية الأوربية والتباين الاقتصادي الأوربي.....
115	رابعاً: عدم استقلالية البنوك المركزية لدولة منقعة اليورو.....
116	<b>المبحث الثاني: أزمة الديون السيادية في الولايات المتحدة الأمريكية.....</b>
116	<b>المطلب الأول: مدخل إلى اقتصاد الأمريكي.....</b>
116	أولاً: مراكز الاقتصاد الأمريكي.....
119	ثانياً: مؤشرات الاقتصاد الأمريكي.....
121	<b>المطلب الثاني: مشكلات اقتصاد الأمريكي.....</b>
211	أولاً: العجز في الميزان التجاري.....
121	ثانياً: تدني مستوى الادخار.....
121	ثالثاً: تباطؤ معدلات النمو والإنتاجية.....
122	رابعاً: البطالة والتضخم.....
123	خامساً: الانفاق العسكري الكبير.....

123	سادسا: أعباء الهيمنة.....
124	المطلب الثالث: أزمة الديون السيادية في الولايات المتحدة الأمريكية.....
124	أولا: حجم الديون السيادية في الولايات المتحدة الأمريكية.....
125	ثانيا: تطور الدين الأمريكي.....
127	ثالثا: أزمة رفع سقف الدين الأمريكي.....
130	رابعا: تأثيرات الأزمة على الاقتصاد الأمريكي.....
132	المبحث الثالث: أزمة الديون السيادية في بقية الدول المتقدمة.....
132	المطلب الأول: الديون السيادية في اليابان.....
134	المطلب الثاني: الديون السيادية في الدول السبعة الكبرى (G7).....
137	خلاصة الفصل الثاني.....
[212 –138]	الفصل الثالث: أسعار الصرف العالمية والعملات الإرتكازية.....
139	تمهيد.....
140	المبحث الأول: المدخل إلى سعر الصرف.....
140	المطلب الأول: تعريف سعر الصرف (أشكاله وخصائصه).....
140	أولا: تعريف سعر الصرف.....
141	ثانيا: أشكال سعر الصرف.....
144	المطلب الثاني: وظائف سعر الصرف والعوامل المتحركة فيه.....
144	أولا: وظائف سعر الصرف.....
144	ثانيا: والعوامل المتحركة في أسعار الصرف.....
146	المطلب الثالث: نظريات أسعار الصرف.....
146	أولا: نظرية تعادل القوى الشرائية.....
149	ثانيا: نظرية كمية النقود.....
150	ثالثا: نظرية معدلات الفائدة.....
151	رابعا: نظرية ميزان المدفوعات.....
152	خامسا: نظرية الإنتاجية.....
152	سادسا: نظرية فقاعات المضاربة العقلانية.....

152	المبحث الثاني: تطور أنظمة أسعار الصرف والنظام النقدي العالمي.....
153	المطلب الأول: أنظمة أسعار الصرف الثابتة.....
153	أولاً: تعريف أنظمة أسعار الصرف.....
153	ثانياً: أنواع أنظمة أسعار الصرف الثابتة.....
153	ثالثاً: مزايا وعيوب أنظمة أسعار الصرف الثابتة.....
154	المطلب الثاني: النظام النقدي الدولي قبل سنة 1973.....
154	أولاً: نظام قاعدة الذهب.....
156	ثانياً: نظام بروتن وودز.....
161	المطلب الثالث: أنظمة الصرف المرنة والنظام النقدي الدولي بعد سنة 1973.....
161	أولاً: أنظمة أسعار الصرف المرنة.....
162	ثانياً: النظام النقدي الدولي بعد سنة 1973.....
164	المبحث الثالث: سياسات سعر الصرف.....
164	المطلب الأول: تعريف سياسات سعر الصرف وأهدافها.....
164	أولاً: تعريف سياسات سعر الصرف.....
164	ثانياً: أهداف سياسة سعر الصرف.....
165	المطلب الثاني: أشكال سياسات الصرف.....
165	أولاً: سياسة استخدام احتياطات الصرف.....
166	ثانياً: سياسة استخدام الفائدة.....
166	ثالثاً: سياسة إقامة سعر صرف متعدد.....
166	رابعاً: سياسة الرقابة على الصرف.....
169	خامساً: سياسة تخفيض العملة المحلية.....
171	المبحث الرابع: أسواق الصرف الأجنبية وعملياتها.....
171	المطلب الأول: أسواق الصرف الأجنبية.....
171	أولاً: تعريف سوق الصرف الأجنبي.....
172	ثانياً: خصائص سوق الصرف الأجنبي.....
172	ثالثاً: المتدخلون في سوق الصرف الأجنبية.....

174	المطلب الثاني: آليات عمل أسواق الصرف الأجنبي.....
174	أولا: الطلب على العملة الأجنبية.....
174	ثانيا: عرض العملة الأجنبية.....
174	ثالثا: توازن سوق صرف العملة الأجنبية.....
175	المبحث الخامس: هجمات المضاربة والأزمات المصرفية العالمية.....
175	المطلب الأول: أزمات سعر الصرف.....
175	أولا: تعريف أزمات سعر الصرف.....
175	ثانيا: نظرية أزمات العملة.....
177	ثالثا: العوامل الأكثر تأثيرا في نشوب أزمات سعر الصرف.....
178	رابعا: التفاعل بين الأزمات المصرفية وأزمات سعر الصرف.....
179	المطلب الثاني: أهم أزمات سعر الصرف.....
179	أولا: أزمة المكسيك (1994 - 1995).....
182	ثانيا: أزمة جنوب شرق آسيا.....
187	ثالثا: الأزمة الروسية 1998.....
188	رابعا: الأزمة البرازيلية (1998 - 1999).....
190	خامسا: الأزمة التركية (2000 - 2001).....
192	سادسا: أزمة الأرجنتين (2001 - 2002).....
195	سابعا: الأزمة المالية العالمية 2008.....
201	المبحث السادس: العملات الإرتكازية في النظام النقدي الدولي.....
201	المطلب الأول: العملة الإرتكازية (الوظائف والخصائص).....
201	أولا: تعريف العملة الإرتكازية.....
202	ثانيا: وظائف وخصائص العملات الإرتكازية.....
205	الطلب الثاني: أهم العملات الإرتكازية (اليورو والدولار).....
206	أولا: الدولار الأمريكي.....
207	ثانيا: اليورو.....
208	ثالثا: الجنيه الإسترليني.....

209	رابعاً: الين الياباني.....
211	خامساً: الفرنك السويسري.....
212	خلاصة الفصل الثالث.....
[249 –213]	الفصل الرابع: دراسة تحليلية وقياسية لأثر أزمة الديون السيادية على سعر صرف اليورو والدولار
214	تمهيد.....
215	المبحث الأول: الدراسة التحليلية لأثر أزمة الديون السيادية على أسعار صرف اليورو والدولار
215	المطلب الأول دراسة حالة العملة الأوروبية الموحدة اليورو.....
215	أولاً: قراء لتطور سعر صرف اليورو خلال الفترة (2009 إلى 2016).....
218	ثانياً: تطور سعر صرف اليورو مقابل العملات الإرتكازية خلال الفترة (2009 إلى 2016)
225	المطلب الثاني دراسة حالة الدولار الأمريكي.....
225	أولاً: سعر صرف الدولار مقابل الدولار الكندي والاسترالي والين اليابان.....
226	ثانياً: سعر صرف الجنيه مقابل الدولار الأمريكي.....
227	ثالثاً: الدولار مقابل الفرنك السويسري.....
227	المبحث الثاني: قياس أثر أزمة الديون السيادية على أسعار صرف اليورو والدولار.....
227	المطلب الأول: بناء نموذج تأثير أزمة الديون السيادية على أسعار الصرف.....
228	أولاً: تحديد المتغيرات.....
229	ثانياً: تعريف متغيرات النموذج.....
230	ثانياً: تحديد الشكل الرياضي للنموذج.....
231	المطلب الثاني تجميع البيانات.....
231	أولاً: الاحصائيات المتعلقة باليورو.....
232	ثانياً: الإحصائيات المتعلقة بالدولار.....
234	المبحث الثاني: تقدير معاملات النموذج.....
234	المطلب الأول: بناء نموذج تأثير أزمة الديون السيادية على أسعار الصرف.....
234	أولاً: وصف المتغيرات المستخدمة في النموذج.....
235	ثانياً: تقييم النموذج احصائياً.....
236	ثالثاً: تقدير معاملات النموذج.....

243	المطلب الثاني: قياس الأثر على سعر صرف الدولار.....
243	أولاً: وصف المتغيرات المستخدمة في النموذج.....
244	ثانياً: تقييم النموذج احصائياً.....
245	ثالثاً: تقدير معاملات النموذج.....
[255-250]	الخاتمة.....
[268 -256]	المراجع.....
[283-269]	الملاحق.....

# فهرس الجداول



الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
29	مستويات الديون وفق المنظمات الدولية	الجدول (1 . 1)
33	الموضع والانحدار لمنحنى العائد على الفائدة	الجدول (2 . 1)
43	التصنيف المالي لمؤسستي ( S&P/ Moody )	الجدول (3 . 1)
54	الديون الخارجية وأعباء خدماتها للدول النامية والعربية (1975 – 1992).	الجدول (4 . 1)
71	تور الأوزان النسبية لعملات الدول الأوروبية في العملة الأوروبية	الجدول (1 . 2)
72	الأسعار المركزية لعملات الدول مقابل وحدة النقد الأوروبية الإيكو	الجدول (2 . 2)
78	مقارنة معايير التقارب بين دول اليورو و بريدانيا	الجدول (3 . 2)
80	نسبة المساهمة في رأسمال البنك المركزي الأوروبي وقيمتها باليورو	الجدول (4 . 2)
85	حجم الديون والعجز في الميزان التجاري اليوناني	الجدول (5 . 2)
92	أهم مؤشرات الاقتصاد الإيرلندي ما بين (2007 . 2017)	الجدول (6 . 2)
94	أهم مؤشرات الاقتصاد البرتغالي ما بين (2007 . 2017)	الجدول (7 . 2)
97	الناتج المحلي الإجمالي والدين العام والاستثمارات وميزان الحسابات الجارية لإيطاليا (2007-2011)	الجدول (8 . 2)
98	الناتج المحلي الإجمالي والتوظيف والدين الإجمالي بلجيكا (2007-2011)	الجدول (9 . 2)
100	القروض الممنوحة لليونان حتى ديسمبر 2011	الجدول (10 . 2)
101	القروض الممنوحة لإيرلندا والبرتغال	الجدول (11 . 2)
109	درجة انفتاح الاقتصاديات القومية بالنسبة للاتحاد الأوروبي	الجدول (12 . 2)
123	حجم الإنفاق العسكري الأمريكي بين عامي 2002 _ 2008	جدول (13 . 2)
126	إجمالي الدين الأمريكي من (1992 – 2016)	الجدول (14 . 2)
133	المؤشرات الاقتصادية للاقتصاد الياباني (2010-2012)	الجدول (15 . 2)
133	أرصدة المالية العامة والدين لدى الحكومة اليابانية	الجدول (16 . 2)
136	أرصدة المالية والدين لدى الحكومة العامة البريانية	الجدول (17 . 2)
183	جدول يوضح كرونولوجيا الأزمة الآسيوية	الجدول (1 . 3)

215	أسعار صرف اليورو مقابل الدولار والين الياباني (2008/2002)	الجدول (1 . 4)
218	سعر صرف اليورو مقابل الدولار خلال الفترة (2009 إلى 2016)	الجدول (2 - 4)
219	تطور احتياطات البنوك المركزية لدول العالم خلال الفترة من 2002 حتى الربع الثالث من عام 2009	الجدول (3 . 4)
220	تطور احتياطات البنوك المركزية لدول العالم خلال الفترة من 2009 حتى الربع الثالث من عام 2012	الجدول (4 . 4)
222	تطور أوزان العملات المكونة لحقوق السحب الخاصة لصندوق النقد العربي	الجدول (5 . 4)
222	سعر صرف اليورو مقابل الين الياباني خلال الفترة (2009 إلى 2016)	الجدول (6 - 4)
223	حجم الديون السيادية في عدد من الدول الأوروبية سنة 2011	الجدول (7 - 4)
224	سعر صرف اليورو مقابل الجنيه الإسترليني والدولار الكندي والاسترالي خلال الفترة (2009 إلى 2016)	الجدول (8- 4)
225	سعر صرف الدولار مقابل بعض العملات الإرتكازية خلال الفترة (2009 إلى 2016)	الجدول (9 - 4)
226	سعر صرف الجنيه مقابل الدولار خلال الفترة (2009 إلى 2010)	الجدول (10- 4)
228	أبعاد أزمة الديون السيادية حسب ما جاء في بعض الدراسات الاقتصادية	الجدول (11 - 4)
231	الإحصائيات الفصلية لمتغيرات النموذج الخاصة بمنطقة اليورو	الجدول (12 - 4)
232	الإحصائيات الفصلية لمتغيرات النموذج الخاصة بالو. م. أ	الجدول (13 - 4)
234	وصف متغيرات النموذج الخاصة بالعملة الأوروبية اليورو	الجدول (14 - 4)
235	اختبار جدر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية	الجدول (15 - 4)
236	نتائج تقدير النموذج لسعر الصرف اليورو خلال الفترة 2009 إلى 2016	الجدول (16 - 4)
237	معاملات النموذج	الجدول (17- 4)
238	معاملات ستودنت: (T)	الجدول (18- 4)
239	نتائج تقدير النموذج لسعر الصرف اليورو خلال الفترة 2009 إلى 2016 بعد حذف معدل نمو الناتج المحلي (PIB)	الجدول (19- 4)

242	اختبار Breusch-Godfrey	الجدول (4 - 20)
243	وصف متغيرات النموذج الخاصة بالدولار	الجدول (4 - 21)
244	اختبار جدر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية	الجدول (4 - 22)
245	نتائج تقدير النموذج لسعر الصرف الدولار خلال الفترة 2009 إلى 2016	الجدول (4 - 23)
246	معاملات النموذج	الجدول (4 - 24)
247	معاملات ستودنت (T):	الجدول (4 - 25)
248	نتائج تقدير النموذج لسعر الصرف اليورو خلال الفترة 2009 إلى 2016 بعد حذف غير المعنوية	الجدول (4 - 26)
249	اختبار Breusch-Godfrey	الجدول (4 - 27)

# فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
23	بنية حكم مبسطة لإدارة الديون الخارجية	(1- 1)
70	التعبان النقدي الأوروبي	(1 _ 2)
83	معدل النمو في اليونان، منطقة اليورو (16) دولة والاتحاد الأوروبي (27 دولة) بين (2005 . 2008).	(2 _ 2)
84	النتاج المحلي الإجمالي لليونان (1997 _ 2019)	(3 _ 2)
85	تطور إجمالي الديون اليونانية بين (1997 . 2013)	(4 _ 2)
86	إيرادات الدولة اليونانية ونفقاتها بين سنتي (1990 . 2010)	(5 _ 2)
87	تطور أسعار فائدة السندات اليونانية مقارنة بالألمانية	(6 _ 2)
89	التصنيف الائتماني لديون اليونان	(7 _ 2)
89	المستوى العام للأسعار (التضخم)	(8 _ 2)
90	معدل البطالة في منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي 2012	(9 _ 2)
92	دين الحكومة العامة والعجز ونمو الناتج المحلي الإجمالي في أيرلندا	(10 _ 2)
93	نمو الناتج المحلي الحقيقي البرتغالي	(11 _ 2)
98	بعض مؤشرات الاقتصاد الإيطالي	(12 _ 2)
113	مقارنة المؤشرات الاقتصادية بين دول «PIIGS» ودول أوروبا الشمالية	(13 _ 2)
114	تطور الحساب الجاري لميزان المدفوعات في بعض البلدان الأوروبية	(14 _ 2)
122	تطور معدلات الإنتاجية في الولايات المتحدة الأمريكية (2000 - 2010)	(15 _ 2)
126	توزيع الميزانية على مختلف القطاعات	(16 _ 2)
128	رفع سقف الديون بين سنتي (1995 - 2011)	(17 _ 2)
135	الدين العام كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي في كبرى الاقتصادات G-7 (كندا، فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، اليابان، المملكة المتحدة، والولايات المتحدة)	(18 _ 2)
179	تواتر الأزمات المصرفية، أزمات العملات (الأزمات المزدوجة) 1997-1890	(01 _ 3)

216	تطور أسعار صرف اليورو (أفريل 2012 جوان 2012)	الشكل (1 . 4)
218	سعر صرف اليورو مقابل الدولار خلال الفترة (2009 إلى 2010)	الشكل (2- 4)
220	مقارنة الاحتياطات النقدية الدولية بين سنتي (1999 . 2009)	الشكل (3 . 4)
223	سعر صرف اليورو مقابل الين الياباني خلال الفترة (2009 إلى 2016)	الشكل (4 . 4)
224	سعر صرف اليورو مقابل مقابل الجنيه الإسترليني والدولار الكندي والاسترالي خلال الفترة (2009 إلى 2016)	الشكل (5 . 4)
225	سعر صرف الدولار مقابل الدولار الكندي والاسترالي والين الياباني	الشكل (6 - 4)
226	سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي	الشكل (7 - 4)
229	أنموذج الدراسة	الشكل (8- 4)
241	مناطق القبول والرفض لاختبار Durbin-Watson	الشكل (9- 4)
442	نتائج اختبار jarque-bera	الشكل (10- 4)

مقدمة

يعتبر الدين العام ظاهرة عالمية مقبولة إلى حد معين ووفق ضوابط معينة، فعدم كفاية المدخرات المتاحة لتمويل الاستثمارات اللازمة لعملية التنمية شجع على اللجوء إلى التمويل الخارجي والاعتماد عليه، باعتباره يقوم بدور مهم في تسريع عملية التنمية، ولكن إذا زاد الدين عن هذا الحد وخرج عن هذه الضوابط فإنه يكون معضلة بل قد يتفاقم الأمر إلى كونه أزمة تؤدي إلى آثار سيئة ومخاطر كبيرة على المال العام وعلى الاقتصاد القومي والعالمي كله.

وهناك اتفاق عام بين الاقتصاديين على أنه عندما تتجاوز نسبة الدين العام 60% من الناتج المحلي الإجمالي للدولة، فإن هذه الدولة تبدأ تواجه مخاطر تتعلق بقدرتها على خدمة دينها العام في المستقبل، وربما تواجه أزمة مديونية في حال استمر الدين العام في التزايد وارتفعت معدلات العائد عليه.

ويمثل خطر توقف الحكومات المدينة في العالم عن الوفاء بالالتزامات أحد أهم الهواجس التي تنتشر في أسواق المال العالمية، حيث يعني ذلك ضمنا إفلاس الدولة المدينة وعدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها نحو المقرضين لها، مما يضطر الدول والمؤسسات الدائنة لهذه الدولة إلى الدخول في سلسلة طويلة من المفاوضات المرهقة لإعادة هيكلة ديون هذه الدولة بما في ذلك إلغاء جانب منه، أو إعادة جدولة ديونها، وهي عملية قد تنطوي على خسائر ضخمة تلحق بالمؤسسات المالية الدائنة، وقد تنتهي بإفلاسها أحيانا.

وتجاوزت أزمة الديون الدول النامية والفقيرة لتمس الدول المتطورة وتصبح أحد أهم الأزمات التي يشهدها الاقتصاد العالمي ولعل أبرزها أزمة الدين الأمريكي وأزمة الديون السيادية الأوروبية التي مست أكبر كتلة اقتصادي ونقدي في الوقت الحالي بعد أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية هذا من جهة.

ومن جهة أخرى يعد استقرار سعر صرف العملة من أولويات السياسة النقدية في مختلف الدول وذلك لأن هذا الاستقرار يعد أساسا لتوفير البيئة المناسبة للاستثمار، وجذب المدخرات والمحافظة على استقرار الأسعار، لذلك تسعى معظم الحكومات إلى انتهاز سياسات تهدف إلى ضمان استقرار سعر صرف عملاتها لتجنب دولها التقلبات الحادة التي تمر بها العملات من فترة لأخرى.

إن لأسعار الصرف دورا أساسيا في الحياة الاقتصادية العالمية فليس هناك مجتمع يعيش بمنأى عن التأثير بالتغيرات الطارئة في سوق صرف العملات، والذي يزيد من فعالية سعر الصرف هو الباع العالمية الذي تتسم به أسواق الصرف، وعلى هذا الأساس أصبح المجتمع الاقتصادي يعيش تحولات في الأنظمة النقدية، حيث انتقل من سعر الصرف الذهبي إلى نظام استقرار أسعار الصرف ثم نظام تعويم أسعار الصرف، فسعر الصرف يعد مؤشرا هاما ومتغيرا أساسيا له بالغ الأثر في رخاء بلد معين و نظرا لما له من أهمية كبرى جعل العديد من الآراء تختلف حول ماهيته، فقد اعتبر أداة ربط بين الاقتصاد المفتوح و باقي اقتصاديات العالم، كما يلعب في الوقت نفسه دورا بارزا في قدرة الاقتصاد التنافسي، وبالتالي في وضعية ميزان المدفوعات ومعدلات التضخم والنمو الحقيقي، ويهدف أيضا للمساهمة في تحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية والمالية وتحديدًا بالنسبة للعملات الإرتكازية التي يعتمد عليها في التجارة العالمية والاحتياطي النقدي والاقتصادي الدولي عموما.



ويعتبر الدولار واليورو العملتان الإرتكازيتان الأكبر في العالم حيث يشكلان أكثر من 90% الاحتياطي النقدي والتبادل التجاري الدولي، ومن ثم فإن دراسة التغير في أسعار صرف العملات الإرتكازية والعوامل المتحكمة فيه ضرورة دولية، وتحديدًا مع تفاقم أزمة الديون السيادية في الدول المتقدمة.

### 1\_ الإشكالية الأساسية: مما تقدم تبرز إشكالية بحثنا في طرح السؤال الرئيسي التالي:

#### ما أثر أزمة الديون السيادية في الدول المتقدمة على أسعار صرف العملات الإرتكازية اليورو والدولار خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2016؟

### 2\_ الإشكاليات الفرعية: وتدرج تحت السؤال الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هو حجم ومعالم أزمة الديون السيادية في الدول المتقدمة؟
- ما هي العوامل المتحكمة في سعر صرف العملات الإرتكازية؟
- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\alpha=0.05$  لتقلبات حجم الديون السيادية على سعر صرف اليورو والدولار في ظل أزمة الديون السيادية؟
- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\alpha=0.05$  لتقلبات معدل النمو على سعر صرف اليورو والدولار في ظل أزمة الديون السيادية؟
- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\alpha=0.05$  لتقلبات معدل التضخم على سعر صرف اليورو والدولار في ظل أزمة الديون السيادية؟
- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\alpha=0.05$  لتقلبات حجم الكتلة النقدية على سعر صرف اليورو والدولار في ظل أزمة الديون السيادية؟

### 3\_ فرضيات الدراسة:

للإجابة على التساؤلات السابقة يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- ✓ أثرت أزمة الديون السيادية الأوربية بشكل سلبي على سعر صرف اليورو والدولار وانخفضت قيمتهما أمام أهم العملات الدولية.
- ✓ لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\alpha=0.05$  لتقلبات حجم الديون السيادية على سعر صرف اليورو والدولار في ظل أزمة الديون السيادية.
- ✓ لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\alpha=0.05$  لتقلبات معدل النمو على سعر صرف اليورو والدولار في ظل أزمة الديون السيادية.
- ✓ لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\alpha=0.05$  لتقلبات معدل التضخم على سعر صرف اليورو والدولار في ظل أزمة الديون السيادية.
- ✓ لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\alpha=0.05$  لتقلبات حكم الكتلة النقدية على سعر صرف اليورو والدولار في ظل أزمة الديون السيادية.

**4\_ دوافع الدراسة:**

- من بين أهم الأسباب التي دفعت إلى اختيار موضوع البحث والذي جاء تحت عنوان "أثر أزمة الديون السيادية في الدول المتقدمة على أسعار صرف العملات الإرتكازية (دراسة حالة الأورو والدولار)" يمكن تلخيصها في النقاط الآتية:
- الصلة التي تربط موضوع البحث بتخصص الباحث وهو الاقتصاد الدولي.
  - حداثة الموضوع وبروزه على الساحة الاقتصادية باعتباره يمس أهم الاقتصادات الدولية.
  - من خلال هذه الدراسة نحاول تقديم رؤية حول مدى تأثير أزمة الديون السيادية على أسعار صرف العملات الإرتكازية.
  - الرغبة الذاتية في المواضيع المستجدة وذات الصلة بالمالية الدولية.

**5\_ أهمية الدراسة:**

الأهمية التي يكتسبها الموضوع أنه يناقش أزمة الديون السادية في الدول المتقدمة والتي تعد من الموضوعات الحديثة المتعلقة بالاقتصاد الدولي ومست اقتصادات كان يعتقد بأنها في منأى عن مثل هذه الأزمات بحكم حجمها الاقتصادي وموقعها ضمن الدول الصناعية وأهم التكتلات الاقتصادية، هذا من جهة ومن جهة أخرى إمكانية تأثير هذه الأزمة على أسعار الصرف التي تعتبر الحلقة الأساسية في العلاقات الاقتصادية المالية الدولية.

**6- أهداف الدراسة:**

تكمن أهداف الدراسة في معالجة النقاط التالية:

- محاولة البحث في حجم أزمة الديون السيادية الأوربية وسبب انتشارها بشكل كبير في دول داخل الاتحاد النقدي دون الأخرى.
- الدور الكبير الذي تلعبه العملات الإرتكازية اليورو والدولار في الاقتصاد العالمي.
- إلقاء الضوء على مدى العلاقة بين أزمة الديون السيادية وأسعار صرف.
- توفير مرجع إضافي يمكن أن يستفيد منه الطلبة الذين يرغبون في الاتجاه نحو هذا التخصص.

**7\_ صعوبات الدراسة:**

إن الصعوبات التي تلقيناها أثناء إنجاز هذه الدراسة، لا تختلف في جوهرها عن تلك المؤلفوة لدى جل الباحثين، ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- نقص الكبير في الدراسات باللغة العربية في هذا المجال.
- الندرة الكاملة للمراجع الحديثة المتعلقة بالموضوع في المكتبات الجامعية الوطنية نظرا لحداثة الموضوع.
- التضارب في الإحصائيات المتعلقة بأرقام وتطورات الأزمة والتغيرات المستمرة محل الدراسة.

**8\_ حدود الدراسة:**

✓ الإطار الزمني للدراسة: الدراسة تخص السنوات الممتدة من سنة 2009 إلى غاية سنة 2016

✓ أما الإطار المكاني: بالتحديد منطقة اليورو التي تتكون من تسعة عشر دولة مع التركيز على اليونان باعتبارها الدولة الأكثر تأثراً بأزمة الديون السيادية، وكذا الولايات المتحدة الأمريكية باعتبار التكتلين الأكبر قوة اقتصاديا في العالم وتمثل عملتيهما العملتين الإرتكازيتين الأوليتين في العالم.

### 9\_ منهج الدراسة:

✓ **المنهج الوصفي:** تم استخدام هذا المنهج على وصف دقيق وتفصيلي لظاهرة أزمة الديون السيادية وعلاقتها بأسعار الصرف، ويستخدم هذا المنهج في كافة مراحل الدراسة.

✓ **المنهج التحليلي:** تم استخدام هذا المنهج لتحليل الأسباب المؤدية للأزمة والآثار التي أحدثتها على أسعار صرف العملات الإرتكازية وتحديد العملة الأوروبية الموحدة اليورو والدولار الأمريكي، ويستخدم هذا المنهج في كافة مراحل الدراسة.

✓ **منهج القياسي:** تم استخدام هذا المنهج لاختبار أثر أزمة الديون السيادية في أوروبا والولايات المتحدة على أسعار صرف اليورو والدولار من خلال استخدام الأساليب القياسية.

### 10\_ الدراسات السابقة:

\_\_ دراسة كل من Benjamin Gampfer, Ann-Katrin Petersen, Dr. Rolf Schneider , **Scenarios for government debt in Europe** , ECONOMIC RESEARCH & CORPORATE DEVELOPMENT, Working Paper/No. 145/March 08, 2011, pp45. [https://www.allianz.com/v\\_1339498684000/media/current/en/economic\\_research/images\\_english/pdf\\_downloads/working\\_papers/staatsverschuldung080311e.pdf](https://www.allianz.com/v_1339498684000/media/current/en/economic_research/images_english/pdf_downloads/working_papers/staatsverschuldung080311e.pdf)"

حول مستقبل الديون الأوروبية حتى سنة 2020 نشرت في مجلة البحوث الاقتصادية وتطوير الشركات الورقة 145 شملت كل من اليونان وإيرلندا والبرتغال وإسبانيا رسموا من خلالها ثلاثة سيناريوها لمستقبل الديون الأوروبية، في أربع من أكبر الدول المتأثرة بالأزمة وكانت النتائج كلها تشير إلى معدلات أكثر بكثير من المحددة في معاهدة ماستراخت، وتحدد بنهار العملة الأوروبية الموحدة.

\_\_ الدراسة الصادرة عن مجلس الغرفة السعودية بعنوان (الديون اليونانية وأزمة اليورو الدروس المستفادة لدول مجلس التعاون الخليجي)، المملكة العربية السعودية، العدد 19، جويلية 2010، ركزت على الأزمة اليونانية بكل تفاصيلها وأسبابها وعدوى انتشارها داخل الاتحاد الأوربي، وتداعياتها المحتملة على الاقتصاد العالمي والعربية، باعتبارها نموذجا ودرسا لدول مجلس التعاون الخليجي في طريقها إلى الوحد النقدية، لتخلص الدراسة إلى نتيجة أساسية مفادها أن التقارب الاقتصادي بين الدول الأعضاء في أي تكتل اقتصادي شرط أساسي لنجاح واستقرار هذا التكتل، وأن يكون ذلك مربوط بوجود قيادة سياسية تعمل بشكل متوافق على تحقيق هذا الاستقرار.

\_\_ الدراسة التي قام بها مركز البحوث والدراسات التابع لغرف التجارية والصناعية بالرياض تحت عنوان " الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوروبية" جانفي 2012، شملت الديون الأمريكية وأزمة رفع سقف الدين وتخفيض التصنيف الائتماني للولايات المتحدة الأمريكية، وأزمة الديون التي تعاني منها اليابان باعتبارها دولة متقدمة

هذا من جهة، وأزمة الديون السيادية في اليونان وإيطاليا والجهود الرامية لاحتوائها والسيناريوهات المحتملة لمنطقة اليورو، وتأثير كل ذلك على الاقتصاد العالمي.

\_\_ الدراسة التي قام بها كل من **Michael Ehrmann, Chiara Osbat, Jan Strasky and Lenno Uusküla**

بعنوان **"The euro exchange rate during the European sovereign debt crisis dancing to its own tune?"**

تم نشرها عن طريق البنك المركزي الأوروبي أبريل 2013، Paper No. 1532. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2246575> والتي قامت بدراسة تأثير الأزمة الأوروبية من خلال الإجراءات السياسية والنقاشات على سعر صرف اليورو من قبل صانعي السياسات الأوروبية وتوصلوا إلى أن هناك حالات يزداد فيها تقلبات أسعار الصرف نتيجة استجابة لتصريحات صانعي القرار وبالتالي يجب الحذر لأنها قد تثير ردود فعل غير مرغوب فيها.

### خطة وهيكل البحث:

**الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للمديونية وأزمة الديون السيادية:** الإطار النظري للديون الخارجية، من حيث المفاهيم والمبادئ الأساسية لتسييره، والقروض الخارجية في الفكر الاقتصادي، كما تعرضنا إلى مفهوم ومبررات التمويل الخارجي، وتقدير الحاجة إلى مصادر التمويل الخارجي. ومن جهة أخرى ماهية الديون السيادية ومؤشرات قياسها، والتصنيف الائتماني، والفرق بين الديون السيادية وأزمة الديون السيادية.

**الفصل الثاني: تحليل لتطور أزمة الديون السيادية في الدول المتقدمة:** وتتناول الديون السيادية في الدول الأوروبية (الأسباب، والانتشار اليونان البرتغال..، وجهود الانقاذ والخلافات الأوروبية)، تم الديون في الولايات المتحدة الأمريكية وحجمها ومشكلة رفع سقف الدين الأمريكي، والدين الياباني والبريطاني و الدول الأكثر تقدما من الناحية الاقتصادية.

**الفصل الثالث: أسعار الصرف العالمية والعملات الإرتكازية:** واحتوى على ست مباحث، في البحث الأول والثاني إلى المفاهيم والتعاريف الخاصة بسعر الصرف وأنواعه الرئيسية والنظم والتطور التاريخي، الذي يشتمل على مختلف المراحل والمحطات التي مر بها، أما المبحث الثالث والرابع فتعرض لسياسات سعر الصرف وكذا دراسة سوق الصرف بشكل عام، لتوضيح ماهية أسواق الصرف ومختلف المتعاملين فيه وكذا آليات عمله، أما المبحث الخامس فتطرق إلى المضاربة على العملة وأزمات الصرف وكذا وصف وتحليل الأزمات المالية خلال التسعينات إلى غاية الأزمة المالية العالمية الحالية وفي المبحث الأخير تم التعرف على العملات الإرتكازية وأهم وظائفها والعملات الأكثر استعمالا على المستوى الدولي

**الفصل الرابع: أثر أزمة الديون السيادية على سعر صرف اليورو والدولار:** من خلال دراسة تحليلية وقياسية لتأثير أزمة الديون السيادية من خلال أهم مؤشرات الاقتصاد الكلي وتأثيرها على أسعار صرف أهم عملتين إرتكازيتين في الاقتصاد العالمي الأورو والدولار.

والخاتمة العامة تتضمن نتائج البحث واختبار الفرضيات والتوصيات المقترحة وآفاق البحث.

# الفصل الأول

الإطار النظري للمديونية  
وأزمة الديون السيادية

تمهيد:

يعد الاقتراض الخارجي أحد أدوات السياسة المالية لمنع وتخفيف التقلبات في الاقتصاد، ولتحقيق التوازن المطلوب عند مستوى التشغيل الكافي، إلا أن سوء إدارة القروض يؤدي بدول كثيرة إلى الوقوع في مشاكل التعثر. ويمثل خطر توقف الحكومات المدينة في العالم عن الوفاء بالتزاماتها أحد أهم الهواجس التي تنتشر في أسواق المال العالمية، حيث يعني ذلك ضمنا إفلاس الدولة المدينة وعدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها نحو المقرضين لها، ما يضطر الدول والمؤسسات الدائنة لهذه الدولة إلى الدخول في سلسلة طويلة من المفاوضات المرهقة لإعادة هيكلة ديون هذه الدولة بما في ذلك إلغاء جانب منها، أو إعادة جدولة ديونها، وهي عملية قد تنطوي على خسائر ضخمة تلحق بالمؤسسات المالية الدائنة، وقد تنتهي بإفلاسها أحيانا.

وقد شاع استخدام مصطلح الديون السيادية **debts Sovereign** بصورة كبيرة، خصوصا مع تعرض اليونان لمخاطر التوقف عن سداد التزاماتها نحو دائنيها، وبدأ المصطلح يستخدم بشكل شبه دائم . سنحاول من خلال هذا الفصل التطرق إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: التمويل الدولي (المفهوم والآليات).

المبحث الثاني: الديون الخارجية.

المبحث الثالث: أزمة الديون السيادية.

## المبحث الأول: التمويل الدولي (المفهوم والآليات):

**المطلب الأول: مفهوم التمويل الدولي:** أصبح التمويل الدولي في الاقتصاد المعاصر يشكل أحد المقومات الأساسية لتطوير القوى المنتجة وتوسيعها وتدعيم رأس المال خاصة لحظة تمويل رأس المال المنتج، وقد برزت عدة آراء حول مفهوم التمويل الدولي.

**أولاً: تعريف التمويل الدولي:** ومن أهم تعاريف التمويل الدولي مايلي:

هو ذلك الجانب من العلاقات الاقتصادية الدولية المرتبط بتوفير وانتقال رؤوس الأموال دولياً إذ أن من المعروف أن العلاقات المذكورة تأخذ بعدين رئيسيين أولهما متعلق بالجانب السلعي (الحقيقي) للاقتصاد الدولي، وثانيهما هو الجانب النقدي أو المالي الذي عادة ما يرافق انسياب السلع والخدمات فيما بين الدول، إضافة إلى التدفقات الدولية لرأس المال لأغراض الاستثمار الخارجي بمختلف صوره، والتمويل الدولي يندرج ضمن البعد الثاني.<sup>1</sup>

ويعرف كذلك على أنه انتقال رؤوس الأموال بكافة أشكالها بين دول العالم المختلفة، ويتكون المصطلح من كلمتين، حيث تشير كلمة التمويل إلى ندرة المعروض من رأس المال في دولة ما مقارنة بالمقدر المطلوب منه، ونتيجة ذلك هو حدوث فجوة بين العرض والطلب من رأس المال، ويستدعي ذلك سد هذه الفجوة وهذا ينطبق على الوحدة الاقتصادية أي على المستوى الجزئي (Micro) أو مجموع الوحدات الاقتصادية في دولة معينة (Macro) أي على المستوى الكلي.<sup>2</sup>

كما يعرف التمويل على أنه توفير الأموال (السيولة النقدية) من أجل انفاقها على الاستثمارات وتكوين رأس المال الثابت بهدف زيادة الانتاج والاستهلاك، فتوفير الأموال اللازمة للقيام بالمشاريع الاقتصادية وتطويرها وذلك في أوقات الحاجة إليها، والتمويل يخص المبالغ النقدية وليس السلع والخدمات وأن يكون بالقيمة المطلوبة في الوقت المطلوب، فالهدف منه هو تطوير المشاريع العامة منها والخاصة وفي الوقت المناسب<sup>3</sup>، وإذا تم ذلك من خلال الدول يعرف على أنه تمويل دولي.

كما يعرف التمويل الدولي على أنه كافة العمليات التي تتضمن انتقالات الأموال بين الدول من أجل الحصول على عائد أو امتلاك أصول (عينية أو نقدية) سواء كانت عقارات أو مشروعات أو أسهم أو سندات أو ودائع أو عملات أجنبية... إلخ.<sup>4</sup>

ولهذا فإن الكلمة الأولى تعني عمومية التحليل في مسألة انتقال رؤوس الأموال من حيث أماكن وفرقتها (أصحاب الفائض) إلى حيث أماكن ندرتها (أصحاب العجز)، ويتم هذا الانتقال عبر مجموعة من الوسطاء الماليين سواء كان ذلك في شكل بنوك أو شركات تأمين أو صناديق ادخار أو أسواق المال إلى غير ذلك من مؤسسات الوساطة المالية، فضلاً عن انتقال رؤوس الأموال عن هذا النحو التي تكون من أهدافها الأساسية الحصول على أكبر عائد ممكن على هذه الأموال.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1999، ص 29.

<sup>2</sup> سالم رشيد سيد، إدارة التمويل الدولي (أسسه ونظرياته)، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص 11.

<sup>3</sup> هيثم صاحب عجم، علي محمد سعود، فح المديونية الخارجية (للدول النامية)، دار ومكتبة الكندي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2014، ص 37.

<sup>4</sup> حسن خلف، العولمة الاقتصادية، عالم الكتاب الحديث، عمان، الأردن، 2010، ص 171.

<sup>5</sup> سالم رشيد سيد، مرجع سابق، ص 11.

أما الكلمة الثانية من مصطلح التمويل الدولي تشير إلى الصفة التي تحكم عملية التمويل من حيث كونه دولياً، وهذا يعني أن تحرك رأس المال في هذا الإطار سيكون خارج الحدود السياسية لدول العالم.

كما أن الطبيعة الدولية في التمويل تبين مدى اختلاف الدول في مجال الفئات والعجز في عنصر رأس المال، والعامل الحاسم في تحديد الاتجاه الذي يسلكه رأس المال من دولة إلى أخرى أو من سوق إلى أخرى هو شكل العلاقة بين الادخار والاستثمار على المستوى الوطني، والجدير بالذكر أن ندرة رأس المال بالنسبة للطلب عليه في دولة تؤدي إلى ارتفاع عائدته في هذه الدولة، ومن ثم فإن رأس المال سيتدفق داخلها.

وليس المقصود بتحركات رؤوس الأموال انتقال رؤوس الأموال العينية في شكل آلات ومعدات وأصول مختلفة، فهذا يدخل في مجال التجارة الدولية للسلع، ولكن المقصود بهذه التحركات هو انتقال رؤوس الأموال في شكل عمليات اقراض واقتراض بين الدول المختلفة، ويشير الأمر الأخير إلى تأثير هذه التحركات الرأسمالية في تغيير الحقوق والالتزامات المترتبة عليها.<sup>1</sup>

## ثانياً: أسباب وأهمية التمويل الدولي

### 1 \_ أسباب التمويل الدولي:

ويمكن تلخيص الأسباب المؤدية إلى التمويل الدولي في النقاط التالية:<sup>2</sup>

\_ التوسع الكبير في وظائف الدولة التي تؤديها خدمة لأفراد المجتمع وما يترتب عليه من زيادة في الإنفاق العام مقارنة بالموارد المتاحة.

\_ انعدام أو ضعف التناسق الزمني بين تحصيل الإيرادات العامة وصرف النفقات العامة خلال السنة المالية مما يؤدي إلى حدوث عجز مؤقت في الميزانية، بحيث تلجأ الدولة لتغطيته بقروض قصيرة الأجل سواء من المصرف المركزي أو من المصارف التجارية الأخرى، وقد يتطور هذا القرض المؤقت إلى قرض متوسط أو طويل الأجل في حالة عجز الدولة عن تسديد التزاماتها في المواعيد المحددة.

\_ عدم التوازن بين الإيرادات المحلية والاستثمارات الفعلية نتيجة لتبني الدولة خططاً محلية طموحة أو تنفيذ برامج اقتصادية أو اجتماعية تحتاج إلى مصادر تمويل تفوق الإمكانيات المادية المتاحة، وفي بعض الأحيان يرجع سبب الاقتراض إلى عدم كفاية الإيرادات المحلية لمواجهة متطلبات تمويل الاستثمارات كنتيجة لهروب رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي أو لظروف تتعلق بالسياسات النقدية للدولة.

\_ نقص عائدات التصدير عن تكلفة الواردات من سلع وخدمات أي وجود خلل في ميزان المدفوعات ونقص في موارد الدولة من النقد الأجنبي.

\_ وقوع أزمات مفاجئة محلية أو أجنبية (ظروف طبيعية قاهرة، حروب أهلية، أو إقليمية) مما يضطر الدولة إلى تمويل عملياتها التجارية عن طريق طلب القروض المحلية أو الأجنبية بصورة استثنائية.

<sup>1</sup> مفتاح صالح، مالية الدولية، مطبوعة غير منشورة، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2004.

<sup>2</sup> هيثم صاحب عجم، علي محمد سعود، التمويل الدولي، دار الكندي للطباعة والنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2002، ص 72.



— قد تلجأ الدولة إلى سياسة الإقتراض المحلي في إطار خطة مالية واقتصادية كوسيلة تستخدمها لإيجاد فرص لتشغيل الأموال المكتنزة لدى المواطنين والتي يحجم أصحابها عن استثمارها بأنفسهم مباشرة أو تستخدمها لامتناع جزء من القوة الشرائية لدى المواطنين كوسيلة لمحاربة ظاهرة التضخم أو لتوفير فرص عمل وتشغيل العاطلين عن العمل أو لزيادة الدخل لبعض فئات المجتمع من ذوي الدخل المحدود بهدف تقليل الفوارق الاجتماعية.

— قد تكون القروض العامة سياسة اختيارية للدولة تأخذ بها للتغلب على آثار التقلبات الاقتصادية كمراحل الكساد أو الركود الاقتصادي كما تأخذ بسياسة فائض الموازنة العامة في مراحل الوفرة المالية.

— زيادة معدلات الاقتصاد من خلال استخدام وسائل حديثة في الإنتاج، وتطوير وتحديث وسائل وأدوات الإنتاج اللازمة.

## 2 \_ أهمية التمويل الدولي:

لكل بلد في العالم سياسة اقتصادية وتنموية يتبعها أو يعمل على تحقيقها من أجل تحقيق الرفاهية لأفراده، وتتطلب هذه السياسة التنموية وضع الخطوط العريضة لها والمتمثلة في تخطيط المشاريع التنموية وذلك حسب احتياجات وقدرات البلاد التمويلية، ومهما تنوعت المشروعات فإنها تحتاج إلى التمويل لكي تنمو وتواصل حياتها، ومن هنا تظهر أهمية التمويل الدولي وذلك من خلال:

— الالتزام والإيفاء بالمبادلات التجارية الصادرات والواردات (السلبية والخدمية) بين مختلف البلدان، وذلك عن طريق التمويل الدولي.

— توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنجاز المشاريع التي يترتب عليها ما يلي:

● توفير فرص جديدة للعمل لغرض الحد من البطالة أو القضاء على البطالة.

● تحقيق التنمية الاقتصادية في البلاد.

● تحقيق الأهداف المخططة من قبل الدولة.

● تحقيق الرفاهية لأفراد المجتمع عن طريق تحسين الوضعية المعيشية لهم (توفير السكن أو العمل).

— تأمين التدفقات الدولية لرؤوس الأموال بأشكالها المختلفة (كالقروض والاستثمارات..... الخ).

— تأمين الالتزامات المالية على البلدان المترتبة على الأوضاع السياسية السائدة في العالم وخصوصاً في حالة حصول الحرب أو مطالبة بتعويضات مالية.

— تحقيق المواءمة بين تفضيلات المدخرين والمستثمرين، حيث تمنح السوق المالي للمقرضين إمكانية الحصول على عوائد استثماراتهم، وفي المقابل تمنح للمقترضين فرصة الحصول على الموارد المالية اللازمة لنشاطهم، وبالتالي تحقيق ناتج قومي مرتفع للاقتصاد الوطني.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> هيثم صاحب عجام وعلي محمد سعود، التمويل الدولي، مرجع سابق، ص 82.

كما تختلف أهمية تدفقات رؤوس الأموال بين دول العالم باختلاف وجهات النظر بين الدول المقرضة لرأس المال والدولة المقرضة له من ناحية، وباختلاف نوعية رأس المال المتدفق من ناحية أخرى كما يلي:<sup>1</sup>

ـ بالنسبة للدول المقرضة (المتلقية): تستهدف الدول المتلقية<sup>(\*)</sup> لرأس المال في الغالب:

- تدعيم برامج وخطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية.
  - رفع مستوى معيشة السكان.
  - مواجهة العجز في موازين المدفوعات وسد الفجوة بين الاستثمارات المطلوبة والمدخرات المحققة.
- كما يمكن للدول أن تقترض من الخارج لدعم الاستهلاك المحلي والمحافظة على مستوى معيشي معين، فإذا كانت الموارد الداخلية للدولة غير كافية لتمويل الواردات الاستهلاكية، فإن الاعتماد على القروض أو المنح الخارجية يصبح أمراً لا مفر منه لأنه عندما تكون الواردات أكبر من الصادرات فإن ذلك يؤدي إلى وجود فجوة في موارد الصرف الأجنبي، ولا بد من سد هذه الفجوة بأحد الأسلوبين:

- عن طريق السحب من الاحتياطيات الخارجية المملوكة للدول.
- عن طريق الاقتراض الخارجي، وعادة ما يتم اللجوء إلى الأسلوب الثاني إذا كان مستوى الاحتياطيات الخارجية لا يسمح بالمزيد من السحب منه.

#### ـ من وجهة نظر الجهات المقرضة:

فمن وجهة نظر الجهات المانحة فإن هناك سيادة للأهداف والدوافع السياسية بالنسبة للتمويل المتدفق من المصادر الرسمية الثنائية ومتعددة الأطراف، وتحاول الدول التي تمنح قروضا رسمية لدولة أخرى أن تحقق أهدافا عديدة كتصريف الفوائض السلعية لديها وزيادة صادراتها وتشغيل جانب كبير من شركاتها الوطنية في أعمال النقل والوساطة والتأمين والمقاولات وبيوت الخبرة المختلفة بها.

كما أن القروض الرسمية الثنائية ترتبط بضرورة إنفاقها في أسواق الدول المانحة (باستثناء حالات قليلة جدا يتم فيها فتح قروض نقدية ولأهداف خاصة).

كما أن الحصول على قرض معين من دولة أخرى لا يعني إعطاء الدولة المقرضة الحق في استخدامها بحرية كاملة والشراء من أي سوق من الأسواق الدولية وفقا لأجود أنواع السلع وأرخ الأسعار، ولكن الدولة المانحة تريد تحقيق أهداف عديدة منها:

- تحسين صورة الدولة المانحة أمام المجتمع الدولي وإظهارها كدولة تحارب الفقر في العالم.
- حماية مصالح بعض القطاعات الإنتاجية بالداخل كالقطاع الزراعي (الذي ينتج كميات كبيرة ويؤدي عدم تصديرها إلى انخفاض أسعارها وإصابة المنتجين بأضرار جسيمة، ولهذا يمكن التخلف عن هذه الفوائض السلعية عن طريق القروض والمساعدات).

<sup>1</sup> أنظر المرجعين: سالم رشيد سيد، مرجع سابق، ص 13 . 16، مفتاح صالح، مالية الدولية، مطبوعة غير منشورة، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2004.

<sup>(\*)</sup> كلمة المتلقية ذات مفهوم واسع لكل التدفقات الرأسمالية سواء كانت قروض أو منح أو استثمارا مباشرا أو أي شكل من أشكال التدفق (بدلا من كلمة المقرضة).

- تحمل الدولة المانحة للقرض المشاريع الممولة بالقرض تكاليف النقل والتأمين لدى شركات تابعة للدولة المانحة بالإضافة إلى تكاليف الخبراء والمشرفين.

أما التمويل الدولي متعدد الأطراف: وهو رأس المال الذي يتدفق من المؤسسات الدولية والإقليمية فهو يخضع في تحركه للتيارات السياسية من جانب الدول المسيطرة على إدارة هذه المؤسسات الدولية.

### - على المستوى العالمي:

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

والملاحظة الجديرة بالذكر هي أن الحجم الفعلي لتحركات رؤوس الأموال بين دول العالم فيما بين الأسواق المالية الدولية قد فاق عدة مرات التحرك الفعلي للسلع والخدمات على المستوى الدولي، ولم يعد هناك ارتباط بين التدفقات المالية والتدفقات العينية، وتعرف هذه الظاهرة على المستوى الدولي بظاهرة الاقتصاد الرمزي، وأن الدول المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية هي أكبر مستفيد من ظهور ونمو الاقتصاد الرمزي، ويعود ذلك إلى امتلاكها للأدوات القادرة على توجيه عمليات التحرك لهذه الأموال كاستخدام السياسة النقدية لجذب رؤوس الأموال وسياسة الصرف الأجنبي بهدف إحداث تخفيض في القيمة الحقيقية لديونها الخارجية المقومة بالدولار الأمريكي.

### المطلب الثاني: مصادر التمويل الدول:

يمكن تصنيف التمويل الذي يحصل عليه البلد إلى نوعين من المصادر وهما الداخلية (التمويل المحلي) والخارجية (التمويل الدولي)<sup>1</sup>:

**أولاً- مصادر التمويل الداخلية (المحلية):** ويقصد بها مجموعة الموارد التمويلية التي يمكن توفيرها من المصادر المحلية والتي يتم توجيهها للاستثمارات وتكوين الطاقات الإنتاجية الجديدة في جميع القطاعات والمجالات الاقتصادية ويعتمد مثل هذا النوع من التمويل على المؤسسات المالية والأسواق المالية المحلية وهو يضم المصادر المباشرة وغير المباشرة المحلية (قروض بمختلف أنواعها، أوراق مالية وتجارية بمختلف أنواعها... الخ) وتنقسم هذه المصادر إلى نوعين من الادخار وهما:

**1- الادخارات الطوعية:** وهي الادخارات التي يحققها الأفراد والمؤسسات بشكل طوعي وتشمل:

- **ادخارات القطاع العائلي:** ويتضمن هذا القطاع العائلات والأفراد والمؤسسات الخاصة، وعادة ما يقاس حجم الادخارات لهذا القطاع بالفرق بين مجموع الدخل الممكن التصرف فيها والإنفاق الخاص على الاستهلاك.

- **ادخارات قطاع الأعمال:** ويقصد به قطاع الأعمال وتتضمن كافة المشروعات الإنتاجية التي تقوم بتحقيق الأرباح من مبيعاتها، التي بدورها مصدرا للادخار، وتنقسم هذه الادخارات إلى نوعين هما:

<sup>1</sup> أنظر المراجع: عرفان تقي الحسيني، مرجع سابق، ص 41، 74، هيثم الحاج عجم وعلي محمد سعود، فتح المديونية الخارجية (للدول النامية)، مرجع سابق، ص 51-79 سالم رشيد سيد، مرجع سابق، ص 22، 28.

\_\_ ادخارات قطاع الخاص: تتمثل في صافي ما تدخره مشاريع هذا القطاع من الأرباح الحقيقية، والتي لا توزع على أصحاب مالكي رأس المال بعد خصم ما يخصص لمواجهة اهتلاك الأصول الثابتة.

\_\_ ادخارات قطاع الأعمال العام: وتتضمن الأرباح للمشروعات التي يملكها القطاع العام، وهي عبارة عن الفرق بين السلع المنتجة وتكاليف إنتاجها، حيث أن هذه الادخارات تعاني هي الأخرى من تضائل في مقاديرها بسبب استراتيجيات التصنيع.

**2\_ الادخارات الإجبارية:** وهي الادخارات التي تفرضها الدولة على الأفراد والمؤسسات بشكل إلزامي، حيث تخصم من الدخل المتحققة لديهم بطريقة إجبارية وتشمل:

- **الادخارات الحكومية:** وتعني هذه الادخارات الفرق بين النفقات العامة والإيرادات العامة أي جميع الموارد المالية التي تحصل عليها الحكومات من المصادر المختلفة وأهما الضرائب والرسوم إضافة إلى القروض والإصدار النقدي الجديد والهبات والمساعدات.

- **الادخارات الجماعية:** وهي الادخارات التي تقوم الدولة بخصمها من دخول بعض الجماعات بشكل إلزامي وفق لقوانين معينة، وحيث تتضمن أرصدة صناديق التأمينات الاجتماعية بأنواعها المختلفة.

### ثانياً- المصادر التمويلية الخارجية:

وتتجه الدول عادة نحو المصادر الخارجية عندما تعجز المصادر الداخلية للتمويل في مواجهة الطلب المحلي، وتصنف المصادر الخارجية للتمويل إلى القنوات الرئيسة هي:

**1- حصيللة الصادرات:** تعتبر حصيللة الصادرات المصدر الرئيس للموارد المالية المتدفقة إلى البلد، حيث تؤدي إلى ارتفاع الدخل القومي، وتؤدي إلى زيادة الطلب على السلع والخدمات مما يشجع المستثمرين على زيادة استثمارهم وبالتالي انتعاش الاقتصاد الوطني.

**2 - الاستثمارات الأجنبية:** وهي إحدى مصادر التمويل التي تقوم الدول باتخاذها وذلك لسد فجوة الموارد المحلية التي تعاني منها، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمار وتخفيف مشكلة القروض الخارجية من جانبين مهمين هما الجانب المالي والجانب التنموي، وتصنف الاستثمارات الأجنبية إلى صنفين رئيسين هما:

\_\_ الاستثمار الأجنبي المباشر: وهي الاستثمارات التي يديرها الأجانب بسبب ملكيتهم الكاملة لها مما يجعل لهم حق الإدارة، وغالبا ما تتجه هذه الشركات نحو الزراعة والصناعة والمناجم وبعض الأنشطة الإنتاجية.

\_\_ الاستثمار الأجنبي غير مباشر: وتتضمن القروض أو شراء الأسهم والسندات الحكومية في الدول النامية المضيفة من قبل أجانب، وتهدف هذه المشروعات إلى تحقيق أقصى الأرباح دون أن يترتب أي إشراف.

**3- المساعدات الخارجية:** إن هذا النوع من التمويل يعتمد بالدرجة الأولى على الأسواق المالية الدولية مثل البورصات، والهيئات المالية الدولية أو الإقليمية، مثل صندوق النقد الدولي أو البنك العالمي للإنشاء والتعمير وبعض المؤسسات الإقليمية، بالإضافة إلى البرامج التمويلية الدولية التي في شكل إعانات أو استثمارات.

فالدول المانحة تقدم المساعدات إلى الدول لدوافع اقتصادية أو إنسانية لتخفيف الفقر والأمراض، حيث إن الدول المانحة من الدول الرأسمالية المتقدمة بدأت تتناقص حجم مساعداتها إلى الدول الفقيرة نتيجة وجود أزمات اقتصادية مستديمة، انخفاض أسعار النفط، وكذلك أسباب سياسية.

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

\_ القروض الخارجية حسب طول فترة السداد وتشمل القروض الخارجية طويلة الأمد، ومتوسطة الأمد، وقصيرة الأمد.

\_ القروض الخارجية حسب طبيعتها: وهي القروض التي تستخدم في أغراض اقتصادية أو العسكرية أو الاستهلاكية.

\_ القروض الخارجية حسب شروط تقديمها: إن القروض الخارجية تعد التزامات تسدد في آجالها المحددة، وتختلف من حيث درجة المشروطة، وهي نوعين: القروض الميسرة وتتصف بطول فترة الاستحقاق ووجود فترة السماح، والقروض الصعبة وتتسم بقصر الفترة الإستحقاق عدم وجود السماح.

\_ القروض الخارجية حسب مصادرها: وهي القروض المقدمة إلى مصادرها إما أن تكون قروض رسمية من قبل الحكومات ويشروط خلال اتفاقيات أو قروض خاصة تقدمها المصادر الخاصة وعادة تكون قصيرة الأمد وارتفاع معدلات الفائدة منها.

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

**ثالثاً: تصنيفات أخرى لمصادر التمويل الدولي:**

### 1- مصادر رسمية.

تتكون من مصادر رسمية ثنائية ومن مصادر دولية وإقليمية متعددة الأطراف كما تتضمن الجزء الخاص بتلك التسهيلات التي يمنحها صندوق النقد الدولي لأعضائه.

### - مصادر التمويل الثنائية:

تتمثل المصادر الثنائية في التمويل الدولي في تلك القروض والمساعدات التي تعقد بين الحكومات المختلفة ويتم منح هذه القروض بعد عدة مفاوضات تجري بين حكومات الدول المانحة وحكومات الدول المتلقية للقرض وتدور عادة هذه المفاوضات حول قيمة القرض، أجل استحقاقه، معدل الفائدة، مصاريف الارتباط، طريقة الإتفاق والسحب من القرض كيفية السداد، وفترة السماح إن وجدت.

والواقع أن التمويل من المصادر الرسمية الثنائية لم يظهر بشكل محسوس إلا بعد الحرب العالمية الثانية، حيث قدمت الو.م.أ قروضها ومعوناتها لدول غرب أوروبا في إطار مشروع مارشال الأمريكي.

### \_ خصائص التمويل الدولي ثنائي الأطراف:

\* تتميز هذه القروض بأنها طويلة الأجل، وتكون فترة السداد تزيد عن 5 سنوات وقد تصل في بعض الحالات إلى 40 عاماً وتدرج هذه النوعية من القروض تحت بند القروض السهلة، إشارة إلى أن خدمة الدين المرتبطة أساساً بأصل القرض تكون منخفضة إلى حد كبير.

\* تصنف القرض إلى قرض سهل أو قرض صعب، فإذا كان سعر الفائدة مرتفعاً فإن نقطة الدين المرتبطة بسداد الفاتورة ترتفع بشكل يجعل المقدرة على سداد أصل القرض وفوائده أصعب من في حالة انخفاض سعر الفائدة.

\* تحتوي التدفقات الثانوية على فترة سماح قبل البدء في سداد أصل القرض عادة تتراوح بين 3-10 سنوات، والمقصود بفترة السماح هي قيام المدين المقترض باستخدام القرض دون الالتزام بسداد أقساطه إلا بعد مرور فترة معينة تسمى بفترة السماح وهي تعتبر تخفيف حقيقي لتكلفة الاقتراض وتعتبر من القروض السهلة.

وتشير الخصائص الثلاث السالفة إلى أن تنظيم القرض والتدفقات الثنائية تعتبر قروضاً سهلة نظراً لاحتوائها على فترة سداد طويلة وأسعار فائدة منخفضة وفترات سماح معقولة.

### - مصادر التمويل متعددة الأطراف:

تتمثل المصادر الرسمية للتمويل الدولي متعدد الأطراف في مصدرين أساسيين هما مؤسسات التمويل الدولية ومؤسسات التمويل الإقليمية، وتضم مؤسسات التمويل الدولي ما يلي:

- \* البنك الدولي للإنشاء والتنمية.
- \* مؤسسة (شركة) التمويل الدولية.
- \* هيئة التنمية الدولية.
- \* صندوق النقد الدولي

حيث تخصص قروض البنك الدولي والبنوك الإقليمية في تمويل مشاريع البنية التحتية المولدة للنمو الاقتصادي لدى الدول المستفيدة في حين يتخصص صندوق النقد الدولي في تمويل الفجوات التمويلية المترتبة على تطبيق برامج التصحيح الاقتصادي والمالي وتطوير السوق المالية والمصرفية ومؤسساتها في الدول المستفيدة، حيث تتراوح مدة القروض في الأسواق الحرة حوالي سبعة سنوات في حين تمتد آجال قروض المنظمات الدولية إلى خمسة وعشرون سنة.<sup>1</sup>

### 2. مصادر غير رسمية.

ويقصد بالتحركات غير الرسمية لرؤوس الأموال القروض الممنوحة من جهات خاصة (أفراد ومؤسسات خاصة) إلى حكومات الدول الأجنبية أو المؤسسات العامة أو الخاصة وبأخذ هذا النوع من التحركات الدولية لرؤوس الأموال الأشكال الفرعية التالية:

- **تسهيلات الموردين:** ويطلق عليها أحياناً قروض التصدير، وهي عبارة عن ائتمان مضمون من حكومات الدول المقترضة تمنحه الشركات المنتجة والمصدرة في دولة ما للمستوردين في دولة أخرى وتستخدم حصيلة هذا القرض في شراء سلع وخدمات من الشركات المانحة للائتمان، وعادة ما يتم عقد هذه القروض على أساس فترات زمنية تتراوح بين 360 يوماً إلى 10 سنوات، وبأسعار فائدة تعتمد في تحديدها على أسعار الفائدة السائدة في سوق الإقتراض الدولي طويل الأجل. ويوجد بصفة عامة نوعان من قروض التصدير:

الأول: عبارة عن ائتمان يقدمه المصدر إلى المستورد مباشرة.

الثاني: تمنحه غالباً مؤسسة مالية في بلد المصدر للمشتري ويطلق عليه ائتمان المشتري.

<sup>1</sup> شكري ماهر كنج، المالية الدولية (العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظري والتطبيقي)، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 91.

- **تسهيلات مصرفية:** وهي قروض قصيرة الأجل تمنحها المصارف التجارية الأجنبية للبلاد النامية بغرض تمويل عجز موسمي ومؤقت في حصيللة النقد الأجنبي، وتتراوح آجال استحقاق هذه القروض بين 06 أشهر وسنة، وتكون أسعار فائدتها حسب أسعار الفائدة السائدة في الأسواق الدولية.

- **الأسواق المالية الدولية:** تعتبر مصدرا رئيسيا للحصول على التمويل كما أنها تمثل مجالا واسعا لتوظيف الأموال الفائضة عبر الحدود، فهي السوق التي تباع وتشترى فيها الأدوات المالية.<sup>1</sup> أو هي أسواق الديون المقومة بالعملات المختلفة وإن كان الدولار أهمها، والصادرة عن الحكومات والمؤسسات الخاصة من مختلف الجنسيات، والتي لا تخضع لرقابة السلطات النقدية والمالية لأي دولة من الدول<sup>2</sup>. والتعامل يكون بالعملة الصعبة القابلة لتحويل ويجب التفريق بين قسمين رئيسيين:

\* **السوق النقدية الدولية:** هو سوق المعاملات المالية قصيرة الأجل والقابلة لتداول (الأقل من سنة) وهذا السوق ليس له مكان محدد لإبرام الصفقات، إذ أن مكانه يتكون من الأسواق التي تتصل مع بعضها البعض والهدف الأساسي من هذا المشروع هو تمويل المشاريع الإنتاجية ومدتها بالقروض.

فهي الأسواق المختصة بالودائع المصرفية بالعملات الدولية القابلة لتحويل والتي يتم التعامل بها يوميا أو لفترة زمنية محددة قصيرة الزمن ويطلق على هذه الأسواق سوق القروض الدولية.<sup>3</sup> أما أدوات التعامل في السوق النقدية الدولية فهي:

- **شهادات الإيداع القابلة لتداول:** هي عبارة عن وثيقة تشهد فيها الجهة المصدر بأنه تم إيداع مبلغ معين وبسعر فائدة معين وهي قابلة لتداول وتعتبر أصلا سائلا بالنسبة لحاملها وهي التزام قصير الأجل لمصدرها، وقد تكون غمطية أو بفئات حسب طلب مشتريها، وتصدر هذه الشهادات عن المؤسسات المالية.
- **سندات الخزانة:** هي أحد أدوات الدين الحكومية وتصدر هذه الأوراق من قبل الحكومات لحاملها وتعرض لتداول داخل السوق المالي الثانوي في كثير من الأحيان لمعالجة عجز مؤقت في الموازنة العامة<sup>4</sup>، تتراوح مدتها من 3 إلى 4 أشهر وتكون بالعملة القابلة للتحويل.
- **الأوراق التجارية:** تعتبر من أقدم وسائل سوق النقد قصيرة الأجل ومن الوسائل الهامة في ميدان التجارة الخارجية والداخلية وتصدر هذه الأوراق عادت الشركات أو المؤسسات التي تتمتع بالملاءة والسمعة التجارية العالية ولآجال أقصاها 270 يوم ويتم شرائها من قبل المصارف والشركات غير المصرفية لما تتمتع به من أمان وسيولة.
- **القبولات المصرفية:** عبارة عن قبول مصرف يتعهد بموجبه المصرف بأن يدفع لأمر المتعامل أو لأمر طرف ثالث مبلغا محددًا من المال في المستقبل في موعد يحدد وتكون العمولة المستقطعة من المصرف عبارة عن مبلغ محدد يخصم مسبقا.

\* **سوق رأس المال الدولية:** هي مجموعة المؤسسات المالية التي تتولى دور الوساطة بين الهيئات المالية وعارضيهما على مستوى العالم أجمع<sup>5</sup> وتتضمن سوق رأس المال الدولي كلا من سوق القروض المشتركة وسوق السندات الدولية فهي الأسواق التي يقوم

<sup>1</sup> وليد الصافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، الطبعة الأولى، 2009، ص 16.

<sup>2</sup> جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الطبعة الأولى، 2002، ص 92.

<sup>3</sup> هيثم صالح، عجاج، علي محمد سعود، التمويل الدولي، مرجع سابق، ص 112.

<sup>4</sup> نفس المرجع، ص 234.

<sup>5</sup> عرفان تقي الحسيني، مرجع سابق، ص 77.

فيها المقرضون والمستثمرون بعرض قروض مالية متوسطة وطويلة الأجل مقابل الحصول على أصول مالية يعرضها المقرضون أو حاملو الأصول الأصليين، والتي تتميز بما يلي:

— يعتبر سوق السندات الدولية أحد أهم أجزاء أسواق المال الدولية، وهو أداة هامة للحصول على السيولة طويلة الأجل.  
— تتنوع السندات المصدرة تنوعا كبيرا، فهناك السندات بأسعار فائدة متغيرة حسب أسعار الفائدة السائدة في أسواق المال الدولية على العملة التي تم بها إصدار هذه السندات، كما يمكن إعطاء الحق لحاملها في تحويلها إلى سندات ذات فائدة ثابتة إذا ما انخفضت أسعار الفائدة السائدة عن مستوى محدد، أو إمكانية تحويل هذه السندات إلى أسهم ملكية في الشركات التي أصدرتها.

— يمكن الاكتتاب في السندات المقومة بسلة عملات تجنباً لمخاطر تقلبات أسعار الصرف.

— بعد الاكتتاب تصبح السندات قابلة للتداول في السوق الثانوية للمكثبين، ويتم التعامل في السوق الثانوية للسندات بالبيع والشراء من خلال البنوك والسماسة وبيوت المقاصة، والشركات الدولية.

### المبحث الثاني: الديون الخارجية:

**المطلب الأول: ماهية الدين الخارجي:** ترتبط الديون نظرياً بعلم المالية العامة الذي يبحث في إيرادات الدولة ونفقاتها وموازنتها، ويأتي هذا الارتباط من كون ديون الدولة تمثل تراكماً للقروض التي تلجأ إليها الدولة باعتبارها نوعاً من الإيرادات العامة التي تشكل مع أنواع الإيرادات الأخرى إجمالي إيرادات الدولة.

**أولاً: تعريف الدين الخارجي:** لقد قدمت العديد من التعريفات من قبل المنظمات الدولية ورجال الاقتصاد حول المديونية الخارجية وما هي العناصر التي تندرج ضمنها يمكن إيجازها في:

المقصود بالدين الخارجي "هي تلك المبالغ التي اقترضها اقتصاد قومي ما، والتي تزيد مدة القرض فيها عن سنة واحدة، وتكون مستحقة الأداء للجهة المقرضة عن طريق الدفع بالعملة الأجنبية أو عن طريق تصدير السلع والخدمات إليها، ويكون الدفع إما عن طريق الحكومات الوطنية أو الهيئات الرسمية المتفرعة عنها، أو عن طريق الهيئات العامة الرسمية الضامنة لالتزامات هؤلاء الأفراد والمؤسسات الخاصة"<sup>1</sup>. وبالتالي فإن هذا التعريف يحدد الدين العام في النقاط التالية:

- الديون الخارجية التي تقل مدتها عن سنة.
- الديون المستحقة على الأفراد والهيئات الخاصة إذا كانت ديون غير مضمونة من جانب الحكومات أو الهيئات العامة الرسمية.
- الارتباطات الخارجية التي لم يوفق عليها بعد من حيث حجمها وشروطها.
- غالباً لا تتضمن أرقام الديون الخارجية القروض العسكرية.
- الديون مستحقة الأداء بالعملة المحلية للبلد المدين، مثل ديون فائض الحاصلات الزراعية الأمريكية لبعض الدول النامية وتدفع بعملة الدولة المدينة.

<sup>1</sup> رمزي زكي، الديون والتنمية، دار المستقبل العربي، مصر، 1985، ص 56.



كما حددت مجموعة العمل الدولي المتعددة الأطراف سنة 1988 تعريف المديونية والدين الخارجي على أنها قيمة الالتزامات القائمة والموزعة، في أي فترة من الزمن للمقيمين في دولة معينة تجاه غير المقيمين لدفع الأساس مع وبدون فوائد أو دفع فائدة مع أو بدون أساس، وهذا التعريف الواسع للمديونية الخارجية يتطلب نظام مرناً لتدوين وإدارة الدين. ويتطلب المعرفة الكاملة لكافة الالتزامات المالية الخارجية لدولة، والتي تشمل ديون الدولة وديون البنك المركزي وديون المؤسسات العامة والخاصة المضمونة من طرف الحكومة.<sup>1</sup>

أو هي المبالغ النقدية التي تستدينها الدولة، أو أي شخص معنوي آخر، من الغير، أي من الأفراد، أو البنوك، أو الهيئات الخاصة أو العامة أو الدولية، أو من الدول الأخرى، مع التعهد بردها وبدفع فائدة عنها، وفقاً لشروط معينة<sup>2</sup> كما يعرف الدين العام هو تلك المبالغ التي تلتزم بها إحدى الوحدات العامة في الدولة للغير نتيجة اقتراضها هذه المبالغ لتمويل العجز في الموازنة مع التعهد بالسداد بعد مدة ودفع فائدة على رصيد الدين حسب شروط إنشاء هذا الدين.<sup>3</sup> أو هو اتفاق بين الحكومة أو أحد مؤسساتها وبين مـدر خارجي للحصول على موارد مالية أو حقيقية، مع الالتزام بإعادة تسديد تلك الموارد والفوائد المستحقة عليها خلال مدة زمنية يتم الاتفاق عليها عند القرض.<sup>4</sup>

ويمكن وضع تعريف شامل للدين العام: هو عبارة عن الأموال التي تقترضها الدولة من الدائنين في داخل البلاد أو خارجها وقد يكون هؤلاء الدائنين أفراداً أو هيئات أو مؤسسات مـرفية أو مالية على أن تتعهد الدولة المقترضة بدفع قيمة القرض في ميعاد استحقاقه مع دفع الفوائد السنوية المقررة عليه.

ويتألف مجموع إجمالي الدين الذي يشار إليه غالباً باسم "مجموع الدين" أو "مجموع خـوم الدين" من جميع الالتزامات المتمثلة في أدوات دين، وتُعرف أداة الدين بأنها مطالبة مالية تقتضي قيام المدين بأداء كل من مدفوعات الفائدة أو المبلغ الأصلي أو كليهما إلى الدائن في تواريخ محددة في المستقبل،<sup>5</sup> والأدوات التالية هي من أدوات الدين:

• حقوق السحب الخاصة (SDRs).

• العملة والودائع.

• سندات الدين.

• القروض.

• نظم التأمين ومعاشات التقاعد والضمانات الموحدة.

• حسابات أخرى مستحقة الدفع.

وبالتالي فإن جميع الخـوم المدرجة في الميزانية العمومية في دليل إحصاءات مالية الحكومة هي بمثابة دين، باستثناء الخـوم المكونة من حـص الملكية وأسهم صناديق الاستثمار، والمشتقات المالية وخيارات الاكتتاب الممنوحة للموظفين.

<sup>1</sup> بلقاسم العباس، إدارة الديون الخارجية، جسر التنمية سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 30، جويلية 2004، المعهد العربي لتخطيط الكويت، ص5.

<sup>2</sup> رفعت المحجوب، المالية العامة، دار النهضة العربية، القاهرة، مـر، 1979، ص 483.

<sup>3</sup> محمد عبد الحليم عمر، الدين العام (المفاهيم، المؤشرات، آثار)، جامعة الأزهر مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، مـر، 2003، ص2.

<sup>4</sup> أياد حماد عبد، أزمة المديونية للبلدان النامية أسبابها وسبل معالجتها، مجلة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد الثاني، العراق، 2008، ص3.

<sup>5</sup> صندوق النقد الدولي، إحصائيات دين القطاع العام: مرشد لمعديها ومستخدميها، الطبعة الثانية المعدلة 2013، ص3.

يقتضي الالتزام بهذا الدين أن يشمل كافة تعهدات الحكومة والتزاماتها، وأن يغطي أنواع الدين وتختلف باختلاف من ديون داخلية وخارجية، إختيارية أو إجبارية، مؤبدة أو مؤقتة، طويلة الأجل أم قصيرة الأجل، من السلطات النقدية أو من البنوك والودائع، من مؤسسات دولية أو حكومات خارجية، أو في أية صورة وبغض النظر عن الجهة الدائنة.

ويمكن للدولة من أجل إصدار الدين العام أن تلجأ إلى أحد الطرق الأربعة:<sup>1</sup>

— طرح السندات للإكتتاب العام المباشر: ويتلخص هذا الأسلوب في أن تتوجه الدولة أو الشخص المعنوي العام الراغب في الإقراض إلى الأفراد والهيئات لتعرض عليهم الاكتتاب في سندات الدين العام، وتقوم بتعريف الجمهور بالدين ومزاياه، وتحديد موعد لفتح الإكتتاب.

— الاتجاه إلى المصارف أو إلى المؤسسات المالية المختصة: وهنا تستعين الدولة بالمصارف لطرح سندات الإكتتاب بحيث تكون المصارف وسيطا بين الدولة والمقرضين، وترجع كفاءة وقدرة المصارف في القيام بهذا الدور إلى مدى معرفتها بالزبائن ودرايتها بحال كل منهم وإلى ثقتهم فيما تقدمه لهم من ثروة مالية.

— بيع السندات في سوق الأوراق المالية: يمكن للدولة أن تبيع ما تملكه من سندات في سوق الأوراق المالية، ولكن لهذا الأسلوب مخاطر لا بد من مراقبتها وهي أن مقدار السندات المطروحة لو كان كبيرا دون أن يقابله طلب كاف لانخفضت أسعارها في السوق المالية انخفاضاً كبيراً يضر بالثقة المالية للدولة.

— بيع سندات الدين العام بالمزاد: وهنا يتم البيع للذين قدموا أعلى الأسعار.

## ثانياً: مصطلحات المتعلقة بالمديونية<sup>2</sup>

**1 \_ متوسط سعر الفائدة:** متوسط سعر الفائدة هو المستوى المتوسط المرجح لأسعار الفائدة على إجمالي دين القطاع العام القائم أو أي أداة دين معينة، بالقيمة الاسمية والسوقية، في التاريخ المرجعي، وتحدد الأوزان الترجيحية المستخدمة باحتساب قيمة كل قرض على أساس وحدة الحساب كنسبة مئوية من مجموع القروض.

**2 \_ متوسط الفترة المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق:** متوسط الفترة المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق يقيس المتوسط المرجح للفترة المتبقية حتى تاريخ استحقاق كل مدفوعات أصل الدين في الحافظة.

**3 \_ متوسط الفترة المتبقية حتى تاريخ إعادة تسعير الفائدة:** متوسط الفترة المتبقية حتى تاريخ إعادة تسعير الفائدة هو مقياس المتوسط المرجح للفترة المتبقية حتى تاريخ كل مدفوعات أصل الدين في حافظة الدين خاضعة لسعر فائدة جديد.

**4 \_ الميزانية العمومية** هي كشف يتم إعداده بالنسبة لنقطة زمنية محددة لبيان قيمة أرصدة الأصول المملوكة لوحدة مؤسسية أو مجموعة من الوحدات وقيمة الخسائر المستحقة عليها.

**5 \_ القبول المصرفي:** ينشأ القبول المصرفي عندما تلتزم شركة مالية، مقابل إستيفاء رسم معين، على حوالة أو كمبيالة وعلى التعهد غير المشروط بدفع مبلغ محدد في تاريخ محدد.

**6 \_ الأذون:** تعرف الأذون بأنها أوراق مالية (قصيرة الأجل في العادة) تعطي حاملها حقاً غير مشروط في الحصول على مبالغ ثابتة محددة في تاريخ معين.

<sup>1</sup> سالم رشيد سيد، مرجع سابق، ص ص 97 - 98.

<sup>2</sup> صندوق النقد الدولي، احصائيات دين العالم العام، مرجع سابق، ص ص 195 - 205.

- 7 \_ السندات وصكوك المديونية:** السندات وصكوك المديونية هي أوراق مالية طويلة الأجل تعطي حاملها حقا غير مشروط في الحصول على مدفوعات ثابتة أو مدفوعات متغيرة محددة تعاقديا في تاريخ أو تواريخ محددة.
- 8 \_ تحمل الدين:** تحمل الدين هو اتفاق ثلاثي الأطراف بين دائن ومدين سابق ومدين جديد (وحدة حكومية في العادة) يتحمل بموجبه المدين الجديد الالتزامات القائمة على المدين السابق والمستحقة للدائن، ويكون مسؤولا عن سداد الدين.
- 9 \_ فسخ الدين:** في حالة فسخ الدين، تقوم الوحدة المدينة بحذف خصومات معينة من ميزانيتها العمومية وذلك بأن تقرها في المقابل بأصول مالية، يكون دخلها وقيمتها كافيان لضمان سداد كل مدفوعات خدمة الدين.
- 10 \_ الإعفاء من الدين:** يعرف الإعفاء من الدين (أو إلغاء الدين) بأنه الإلغاء الطوعي للالتزام الدين كله أو بعضه بموجب ترتيب تعاقدى بين دائن ومدين.
- 11 \_ أداة الدين:** تعرف أداة الدين بأنها مطالبة مالية تقتضي قيام المدين بأداء مدفوعات سداد الفائدة أو المبلغ الأصلي أو كليهما إلى الدائن في تاريخ محدد، أو أكثر، في المستقبل .
- 12 \_ التزامات الدين متأخرة السداد:** يصبح التزام الدين متأخر السداد إذا لم تتم تصفيته في تاريخ استحقاق السداد، أي عند عدم سداد أصل الدين أو مدفوعات الفائدة لدى استحقاقها.
- 13 \_ الدين بعد خصم الأصول عالية السيولة:** يكون الدين بعد خصم الأصول عالية السيولة مساويا في معظم الحالات لإجمالي الدين مخصوما منه الأصول المالية في شكل عملة أو ودائع، غير أن سندات الدين المحتفظ بها لأغراض إدارة الدين يمكن إدراجها كأصول مالية عالية السيولة.
- 14 \_ سداد الدين نيابة عن أطراف أخرى:** بدلا من تحمل الدين، قد تقرر وحدة من وحدات القطاع العام سداد ذلك الدين أو أداء مدفوعات محددة نيابة عن وحدة مؤسسية أخرى (المدين الأصلي) دون طلب تنفيذ ضمان أو تحمل مسؤولية الدين.
- 15 \_ السداد المبكر للدين:** تتألف عملية السداد المبكر للدين من إعادة شراء الدين، أو السداد المبكر له، بشروط مُتفق عليها بين الدائن والمدين.
- 16 \_ إعادة تمويل الدين:** تنطوي إعادة تمويل الدين على الاستعاضة عن أداة أو أدوات دين قائمة، بما في ذلك أي متأخرات، بأداة أو أدوات دين جديدة.
- 17 \_ إعادة تنظيم الدين:** تعرف إعادة تنظيم الدين (ويشار إليها أيضا بإعادة هيكلة الدين) بأنها ترتيب بين الدائن والمدين (وأطراف أخرى في بعض الأحيان) يتم بموجبه تغيير الشروط المحددة لخدمة دين قائم.
- 18 \_ إعادة جدولة الدين:** إعادة جدولة الدين هي ترتيب ثنائي بين الدائن والمدين يشكل تأجيلا رسميا لمدفوعات خدمة الدين وتطبيق آجال استحقاق جديدة ولفترات أطول بوجه عام.
- 19 \_ سندات الدين:** سندات الدين هي أدوات مالية قابلة للتداول تُستخدم كإثبات لوجود دين.
- 20 \_ تأجيل مدفوعات خدمة الدين:** ينطوي تأجيل مدفوعات خدمة الدين على أن يسمح دائن منفرد للمدين وبصفة رسمية بتعليق مدفوعات خدمة الدين التي يحل موعد استحقاقها أثناء فترة معينة.

- 21** \_ شطب الدين أو تخفيض الدين: هو عبارة عن إجراء من طرف واحد يقوم بموجبه الدائن بتخفيض المبالغ المستحقة له.
- 22** \_ **سندات الخصم الكبير**: سندات الخصم الكبير هي أوراق مالية طويلة الأجل تستلزم أداء مدفوعات قسيمة دورية خلال أجل الأداة، ولكن سعر الفائدة المحتسبة في مبلغ القسيمة يقل كثيرا عن سعر الفائدة السوقي وقت الإصدار.
- 23** \_ **الودائع**: الودائع هي جميع المطالبات المثبتة بشهادات إيداع والمستحقة على شركات تلقي الودائع (بما فيها البنك المركزي) وفي بعض الحالات على الحكومة العامة والوحدات المؤسسية الأخرى.
- 24** \_ **العملة المحلية**: هي العملة التي لها قوة إبراء قانونية في الاقتصاد وتصدرها السلطة النقدية لذلك الاقتصاد، أي السلطة النقدية لاقتصاد منفرد، أو السلطة النقدية لمنطقة العملة المشتركة التي ينتمي إليها الاقتصاد المعني إذا كان عضوا في أحد اتحادات العملة.
- 25** \_ **الكيانات خارج الموازنة**: تعتبر كيانات الحكومة العامة ذات الموازنات المستقلة والتي لا تشملها الموازنة العامة بالكامل كيانات خارج الموازنة.
- 26** \_ **القيمة الظاهرية**: القيمة الظاهرية لسند الدين هي مبلغ أصل الدين غير المخصوم والواجب سداده عند حلول أجل الاستحقاق .
- 27** \_ **القيمة العادلة**: القيمة العادلة لسند الدين هي قيمته (المعادلة لسعر السوق) وتعرف بأنها المبلغ الذي يمكن استخدامه لمبادلة أصل مالي أو تسوية خصم بين أطراف مطلعة وراغبة في إتمام معاملة قائمة على أساس التسعير الحر.
- 28** \_ **الأصول المالية**: تتألف الأصول المالية من مطالبات مالية بالإضافة إلى سبائك الذهب الموجودة في حيازة السلطات النقدية كأصول احتياطية، أما المطالبة المالية فهي أصل يمنح في العادة مالكة (الدائن) الحق في الحصول على الأموال وغيرها من الموارد من وحدة أخرى بموجب شروط التزام ما.
- 29** \_ **مخاطر المالية العامة**: يمكن تعريف مخاطر المالية العامة على المستوى الأعم بأنها أي فروق محتملة بين النتائج الفعلية والمتوقعة للمالية العامة.
- 30** \_ **إجمالي الدين بالقيمة السوقية**: (إجمالي الدين بالقيمة السوقية) هو تقييم الأوراق المالية بأسعار السوق، وتقييم نظم التأمين والتقاعد والضمانات الموحدة وفقا لمبادئ مكافئة للتقييم بأسعار السوق، وتقييم جميع أدوات الدين الأخرى بالأسعار الاسمية، التي تعتبر أفضل بدائل متاحة عموما لأسعارها في السوق.
- 31** \_ **الإلتزام**: ينشأ الإلتزام عندما تلتزم وحدة ما (المدين) في ظروف معينة، بتقديم الأموال أو غيرها من الموارد إلى وحدة أخرى (الدائن).
- 32** \_ **القرض**: القرض هو أداة مالية تنشأ عندما يقرض دائن ما أموالا بصورة مباشرة إلى مدين ما، ويحصل على وثيقة غير قابلة للتداول كإثبات للأصل.
- 33** \_ **القيمة السوقية للأصول والخصوم المالية**: ينبغي تقييم الأصول والخصوم المالية (بما فيها أدوات الدين) ضمن إحصاءات الاقتصاد الكلي بالقيمة السوقية، أي كما لو كانت حيازتها قد تمت بمعاملات سوقية في تاريخ إبلاغ بيانات الميزانية العمومية.

**34 \_ أجل الاستحقاق:** أجل استحقاق سند الدين هو الوقت المتبقي لحين إفناء الدين بموجب العقد القائم بين الدائن والمدين، وتشير المبادئ التوجيهية الإحصائية إلى أن هذه الفترة الزمنية تمتد من تاريخ تحمل التزام الدين أو التاريخ المرجعي إلى التاريخ الذي يتم فيه إفناء الدين.

**35 \_ صافي الدين:** يحسب صافي الدين كإجمالي الدين ناقصاً الأصول المالية المكونة من عناصر مقابلة لأدوات دين.

**36 \_ صافي القيمة المالية:** صافي القيمة المالية لأي وحدة مؤسسية (أو مجموعة من الوحدات) هو مجموع قيمة أصولها المالية ناقصاً مجموع قيمة خصومها القائمة.

**37 \_ صافي القيمة:** صافي القيمة لأي وحدة مؤسسية (أو مجموعة من الوحدات) هو مجموع قيمة أصولها ناقصاً مجموع قيمة خصومها القائمة.

**38 \_ القيمة الاسمية القيمة الاسمية** لأداة الدين هي مقياس القيمة من منظور المدين، فهي تمثل مقدار ما يدين به المدين للدائن، في أي لحظة.

**39 \_ القروض المتعثرة:** هي تلك القروض التي يتحقق بشأنها تأخر سداد مدفوعات الأصل والفائدة لمدة ثلاثة شهور 90 (يوماً) أو أكثر، أو إذا تمت رسلة مدفوعات الفائدة بما يعادل الفائدة عن ثلاثة أشهر 90 (يوماً) أو أكثر (أي أعيد استثمارها في المبلغ الأصلي) أو تأخر الدفع بموجب اتفاق؛ أو في حالة وجود دلائل تقضي بإعادة تصنيف قرض ما كقرض متعثر حتى مع عدم تأخر السداد لمدة 90 يوماً.

**40 \_ عملية التوريق المدرجة في الميزانية العمومية:** تنطوي على إصدار سندات دين مضمونة بتدفق إيرادات مستقبلية ناشئة عن أصول، وتظل هذه الأصول مدرجة في الميزانية العمومية لجهة إصدار سندات الدين (المالك الأصلي للأصول)، كحافضة منفصلة عادة، ولا تنطوي العملية على أي وحدة توريق.

**41 \_ ضمانات تمنح مرة واحدة:** الضمانات التي تمنح مرة واحدة هي أنواع الضمانات التي تكون أدوات الدين فيها بالغة الخصوصية لدرجة يتعذر معها حساب درجة المخاطر المقترنة بالدين بأي دقة، وعكس الضمانات الموحدة فإن الضمانات التي تمنح مرة واحدة هي ضمانات حالة منفردة، وليس بوسع الضامن وضع تقدير موثوق لاحتمالات طلب الضمان.

**42 \_ الإقراض المشتق:** يشير إقراض الأموال المقترضة أو الإقراض المشتق إلى قيام وحدة مؤسسية مقيمة "A" (عادة الحكومة المركزية) بالاقتراض من وحدة أو وحدات مؤسسية أخرى "B" (عادة وحدة غير مقيم)، ثم تقوم بإقراض حصيلة هذا الاقتراض إلى وحدة أو وحدات مؤسسية ثالثة "C" (عادة حكومات الولايات أو الحكومات المحلية، أو شركة أو شركات عامة، بحيث يكون من المفهوم أن الوحدة "A" تكتسب مطالبة مالية فعلية على الوحدة).

**43 \_ أصل الدين:** ينشأ أصل الدين في ذمة المدين عند قيام الدائن بتقديم قيمة اقتصادية أو إنشاء التزامات في شكل دين بوسائل أخرى، وقد تتغير قيمة أصل الدين بمرور الوقت إلى أن يتم إنفاؤه.

**44 \_ الشركات العامة غير المالية:** جميع الشركات غير المالية المقيمة التي تسيطر عليها وحدات الحكومة العامة أو الشركات العامة هي جزء من القطاع الفرعي للشركات العامة غير المالية.

**45 \_ القطاع العام:** يتألف القطاع العام من جميع الوحدات المؤسسية المقيمة التي تسيطر عليها الوحدات الحكومية المقيمة، بصفة مباشرة أو غير مباشرة، أي جميع وحدات قطاع الحكومة العامة، والشركات العامة المقيمة.

- 46 \_ الدين المضمون من الحكومة:** يعرف الدين المضمون من الحكومة بأنه التزامات دين وحدات القطاع العام والقطاع الخاص، التي تكون خدمتها مضمونة تعاقدياً من وحدات القطاع العام، وتتألف هذه الضمانات من ضمانات مدفوعات سداد القروض والمدفوعات الأخرى، وهي من الضمانات التي تمنح مرة واحدة.
- 47 \_ إقراض الأوراق المالية:** إقراض الأوراق المالية هو ترتيب يقوم بموجبه حائز الأوراق المالية بتحويل أوراق مالية إلى طرف آخر (متلقي الأوراق المالية)، شريطة النص على إعادة نفس الأوراق المالية أو أوراق مالية مشابهة في تاريخ محدد أو عند الطلب.
- 48 \_ اتفاق إعادة شراء الأوراق المالية (اتفاق إعادة الشراء):** اتفاق إعادة شراء الأوراق المالية هو ترتيب يتم بموجبه بيع أوراق مالية نقداً بسعر محدد مع الالتزام بإعادة شراء نفس الأوراق المالية أو أوراق مالية مشابهة بسعر ثابت إما في تاريخ مستقبلي محدد (يكون في الغالب بعد يوم أو بضعة أيام من تاريخ الاتفاق) أو بأجل استحقاق مفتوح.
- 49 \_ التوريق:** تنشأ عملية التوريق عندما تقوم وحدة، تعرف باسم المنشئ، بتحويل حقوق ملكية أصول مالية أو غير مالية، أو حق الحصول على تدفقات مستقبلية معينة، إلى وحدة أخرى، تعرف باسم وحدة التوريق، وفي المقابل تدفع وحدة التوريق للمنشئ مبلغاً من أموالها الذاتية، وتحصل وحدة التوريق على تمويلها عن طريق إصدار سندات دين باستخدام الأصول أو حقوق الحصول على تدفقات مستقبلية والتي قام المنشئ بتحويلها كضمان.
- 50 \_ صندوق استهلاك الدين:** صندوق استهلاك الدين هو حساب مستقل، قد يكون وحدة مؤسسية أو غير ذلك، مؤلف من مساهمات منفصلة تقدمها الوحدة (الوحدات) المستفيدة من الصندوق (الوحدة الأم) لاسترداد دين الوحدة الأم تدريجياً.
- 51 \_ صناديق الثروة السيادية:** تنشئ الحكومة العامة صناديق الثروة السيادية وتحتفظ بملكيتها، وهي صناديق تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية، مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية، وتنشأ هذه الصناديق في العادة معتمدة على فوائض ميزان المدفوعات، أو عمليات النقد الأجنبي الرسمية، أو عائدات الخصخصة، أو فوائض المالية العامة، أو الإيرادات المتحققة من الصادرات السلعية، أو كل هذه الموارد مجتمعة.
- 52 \_ سندات الدين المتداولة:** سندات الدين المتداولة هي سندات الدين التي يجري تداولها (أو تكون قابلة للتداول) في الأسواق المنظمة أو غيرها من الأسواق المالية مثل الأذون، والسندات، ووكوك المديونية، وشهادات الإيداع القابلة للتفاوض، والأوراق المالية المضمونة بأصول،... إلخ.
- 53 \_ سند ذو قسيمة صفرية:** السندات ذات القسائم الصفرية هي أوراق مالية طويلة الأجل لا تنطوي على مدفوعات دورية خلال أجل السند، ويحصل أصحابها على دفعة واحدة تشمل الفائدة المتجمعة عند الاستحقاق.
- 54 - أعباء خدمة الدين العام:** ويعني ذلك ما تتحمله الجهات المدينة من مبالغ تحسب وتدفع دورياً للدائنين.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> محمد عبد الحليم عمر، مرجع سابق، ص3.

- 55- الفوائد:** وهي نسبة مئوية من قيمة الدين تدفعها الجهة المدينة للجهة الدائنة، وهذه الفوائد تظهر في الموازنة الجارية للدولة سنويا وتمثل أحد بنود الإنفاق الجاري.
- 56- أقساط سداد الدين:** وهي المبالغ التي يتم سدادها دوريا من أصل الدين للدائنين في موعد استحقاقها حسب شروط الإقتراض وتظهر في موازنة التحويلات الرأسمالية<sup>1</sup>.
- 57- الدين الخارجي:** بمفهومه الشامل يتمثل في الالتزامات القائمة (رصيد الدين) بالعملة الأجنبية على المقيمين تجاه غير المقيمين ويتم سدادها أو تسويته بالعملة الأجنبية.
- 58- القرض الداخلي:** هو القرض الذي تحصل عليه الدولة من أشخاص طبيعيين أو معنويين في إقليمها بغض النظر عن جنسيتهم سواء كانوا مواطنين أو أجنب، ويستلزم عقد القرض الداخلي توافر المدخرات الكافية التي تزيد عن حاجة السوق المحلي للاستثمارات الخاصة بالقدر الذي يكفي لتحويلها لتغطية مبلغ القرض.
- 59- القروض القصيرة الأجل:** ويطلق عليها القروض العائمة أو الطافية أو السائرة، وهي القروض التي تتجاوز مدتها الستين، وأوضح الأمثلة عليها هي أذونات الخزانة وهي عبارة عن سندات قصيرة الأجل.
- 60- القروض المتوسطة الأجل:** هي القروض التي تزيد مدتها عن سنتين وتقل عن عشر سنوات.
- 61- القروض الطويلة الأجل:** هي القروض التي تتجاوز مدتها العشر سنوات.
- 62- مؤشر أداء إدارة الدين:** يشير إلى قياس أداء إدارة الدين الحكومي وتغطي العناصر المعروفة الأساسية لتحقيق ممارسات إدارة دين سليمة، وتغطي مؤشرات الأداء نطاق كامل من عمليات الحكومة في إدارة الدين وكذلك البيئة الكلية التي تتم فيها هذه العمليات<sup>2</sup>.
- 63- تخفيف الديون:** إلغاء أصل الفوائد المستحقة الذي لم تسدد (سواء بحلول آجال تسديده أو عدم حلوها)، ويعني بالنسبة لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، تخفيف نسبة أسعار الفائدة<sup>3</sup>.
- 64- نادي باريس:** اجتماع يضم الأطراف الدائنة تم من خلاله، منذ سنة 1956، تخفيف عبء الديون من طرف حكومات البلدان الأعضاء في لجنة المساعدة على التنمية التابعة لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية\*.
- 65- الذمم:** أصول مالية قائمة على البلد.
- 66- القروض المتعددة الأطراف:** وهي القروض التي تمنحها المنظمات والهيئات الدولية والإقليمية العاملة في مجال الإقتراض، وتختلف شروط الإقتراض من منظمة إلى أخرى، وذلك حسب الغرض من القرض ونوع المنظمة التي تمنحه، فهناك قروض لتمويل مشاريع اجتماعية، بينما تخصص منظمات أخرى في تمويل مشاريع البنية الأساسية، وبعض المنظمات تقوم بتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية. ونذكر بعضها فيما يلي:
- البنك العالمي.

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص3.

<sup>2</sup> البنك الدولي، فيكرام نرو وجلوريا جرانوليني، (وحدة السياسة الاقتصادية وإدارة الدين وإدارة البنوك وإدارة الدين للبنك الدولي)، أداة تقييم أداء إدارة الدين، 5 فبراير، 2008، إدارة البنوك والدين (TRE-BDM)، ص2.

<sup>3</sup> جمعية الأمم المتحدة، مشروع التقرير حول المديونية الخارجية، الدورة العامة الخامسة عشرة، ماي 2000، ص36.

\*1956 هي السنة التي تم خلالها أول عملية إعادة جدولة بعض مستحقات المديونية الخارجية للأرجنتين نحو مدينين عموميين.

- مؤسسة التمويل الدولية.
  - هيئة التنمية الدولية.
  - الصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي.
  - البنك الإسلامي للتنمية.
  - صندوق التنمية الأوروبي.
  - البنك الأوروبي للاستثمار.
  - البنك الإفريقي للتنمية.
  - المصرف العربي للتنمية الاقتصادية في إفريقيا.
- 67 \_ الاحتياطات الدولية الإجمالية:** وهي تتكون من الأصول الخارجية الموجودة تحت تصرف السلطات النقدية والخاضعة لسيطرتها بحيث تكون رهن استخدامها في تمويل إختلالات المدفوعات، وتتضمن الذهب النقدي وحقوق السحب الخاصة، ووضع الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي، وأرصدة النقد الأجنبي بما في ذلك العملات والودائع والأوراق المالية.
- 68 \_ تغطية الاحتياطات للواردات:** عدد أشهر الاستيراد التي يمكن سدادها بقيمة الاحتياطات الدولية، وفقاً للأسعار الجارية للواردات.

**69 \_ الدين المضمون حكومياً:** هو التزام خارجي على مدين خاص تضمن سداده جهة حكومية.

**70 \_ الدين الخاص غير المضمون:** هو التزام خارجي على مدين خاص لا تضمنه جهة حكومية.

**71 \_ فترة الاستحقاق:** هي الفترة الفاصلة بين تاريخ الاتفاق على القرض وتاريخ تسديد أصل القرض والفائدة.<sup>1</sup>

**72 \_ فترة السماح:** وهي الفترة الفاصلة بين تاريخ الاتفاق على القرض وتاريخ تسديد أول قسط منه، أي لا يدفع خلال هذه الفترة غير الفائدة المستحقة فقط.<sup>2</sup>

### ثالثاً: الديون الخارجية بالنسبة للمدارس الاقتصادية

يعتبر الدين العام محل جدل مستمر، فمن ناحية عارضته المدرسة الكلاسيكية ونادت بتوازن الميزانية العامة لدولة، ومن ناحية أخرى أيده الكثير من الاقتصادية وعلى رأسهم كنز ونادوا بمبدأ التمويل بالعجز، أي أنه لم يعد هنالك أي ضرورة لمبدأ تعادل الميزانية، وأن العجز الذي يحدث جراء ذلك يمكن تمويله بالقروض.<sup>3</sup>

توجد بصفة عامة ثلاث مدارس فكرية فيما يتعلق بالتأثير الاقتصادي للقروض العامة:

#### \_ المدرسة النيوكلاسيكية:

بناء على هذه النظرية فإن تمويل عجز ميزانية الدولة عن طريق الاستدانة العامة سوف يؤثر على الاستهلاك والاستثمار وسعر الفائدة وصافي الصادرات، وبافتراض التشغيل الأمثل للموارد وثبات الدخل، فإن زيادة الاستهلاك الحالي الناتج عن

<sup>1</sup> عرفان تقي الحسني، مرجع سابق، ص 107.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 107 . 108.

<sup>3</sup> أياد حماد عبد، مرجع سابق، ص 2.



الاقتراض العام وإنفاقه، يجب أن يقابله تخفيض مماثل له في الاستثمار أو صافي الصادرات، وهو ما يسمى بأثر الإحلال للاقتراض العام، ويمكن لهذا الإحلال (Crowding out) أن يتم عن طريقين:<sup>1</sup>

\* في حال الاقتصاد المغلق فإن تمويل العجز بالدين العام في المدى الطويل يؤدي إلى نقـ □ المستوى التوازني لرأس المال الحقيقي الوطني، وبالتالي انخفاض النمو نتيجة لانخفاض رأس المال العامل.

\* أما في حال الاقتصاد المفتوح فإن العجز في الميزان التجاري يؤدي إلى زيادة المديونية الخارجية للدولة وهذا يؤدي إلى زيادة أعباء مدفوعات الفائدة المستقبلية، والذي سوف يؤدي إلى نقـ □ الدخل المتاح للمواطنين.

كما أنه إذا كانت الضرائب المفروضة غير كافية لتمويل فوائد الدين العام المستحق، فإن الدولة سوف تضطر إلى إصدار سندات لتغطية هذا العجز، وبالتالي فإنه ينتج عن هذا نمو غير مستقر لنسبة الدين العام إلى الناتج القومي، وهذا سوف يؤدي إلى أزمات اقتصادية ينتج عنها انخفاض في الناتج وفي الاستهلاك.

### - المدرسة الكلاسيكية:

وقد اتخذ الفكر الكلاسيكي نظرة عدائية من سياسة اتجاه الدول للدين العام وطالبوا بضرورة توازن الميزانية العامة وقد قاد هذا الاتجاه آدم سميث ودافيد ريكاردو ومالتوس وباستيل وتناولت الانتقادات مايلي:<sup>2</sup>

\* الدين العام يؤدي إلى تحويل أموال القطاع الخاص التي كانت معدة للتشغيل (الوظيف) في مشروعات إنتاجية إلى القطاع العام حيث يتم تبديدها في نفقات عامة غير منتجة.

\* يؤدي الدين العام إلى رفع سعر الفائدة الأمر الذي يعمل على عرقلة النشاط الاقتصادي وسوء توزيع الموارد الاقتصادية ويقف عقبة في طريق التقدم الاقتصادي.

\* تؤدي خدمت الدين العام إلى زيادة العبء الضريبي.

\* تؤدي خدمة الدين العام إلى التضخم إذ قد تعتمد الدولة على تسديد التزاماتها عن طريق الإصدار النقدي.

ـ **المدرسة الكينزية:** تختلف المدرسة الكينزية عن المدرسة النيوكلاسيكية في نقطتين أساسيتين هما:<sup>3</sup>

\* افتراضها وجود بعض الموارد الاقتصادية غير المستغلة.

\* افتراضها وجود عدد كبير من الأفراد يعانون من نقـ □ في السيولة أو من الخداع النقدي.

وهذا الافتراض الثاني يجعل الاستهلاك الكلي حساسا جدا لأي تغير في الدخل المتاح، ويعتقد الكينزيون بأن زيادة الاستدانة لسدّ عجز الميزانية يمكن ألا تؤدي إلى مزاحمة الاستثمار الخاص والإحلال محله، بل يرى البعض أن العكس فزيادة الطلب الفعال نتيجة لزيادة إنفاق الدولة الممول عن طريق الديون العامة سوف يؤدي إلى زيادة الربحية المتوقعة للمستثمر، وهذا يؤدي إلى زيادة الاستثمار عند أي مستوى من أسعار الفائدة، والعجز الممول بالقروض العامة ربما أدى إلى زيادة الادخار والاستثمار وارتفاع أسعار الفائدة.

<sup>1</sup> عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، الدين العام والقراض العام وأثرهما على الرفاه، مجلة جامعة الملك عبد العزيز (الاقتصاد الإسلامي)، 8، 1996، ص ص 43.

<sup>2</sup> سالم رشيد سيد، مرجع سابق، ص 96.

<sup>3</sup> عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مرجع سابق، ص 4.

ولكن هذا لا يعني أن المدرسة الكينزية تستبعد إمكانية حلول الإنفاق الحكومي الممول بالقروض محل الاستثمار الخاص، إذا كان هناك حالة تشغيل كامل، لذلك فإن الآثار الإيجابية المتوقعة للعجز الممول بالاستدانة العامة يمكن حدوثها إذا كان العجز اسمياً (Nominal)، أما إذا كان العجز حقيقياً فإن الآثار تكون ضارة بالاقتصاد، كما أن الآثار الإيجابية يمكن أن تكون للعجوزات المؤقتة، أما تمويل العجوزات الدائمة بالقروض العامة فسوف يكون له آثار سيئة على الاقتصاد.

### المطلب الثاني: إدارة الديون الخارجية

**أولاً: تعريف إدارة الدين العام:** إدارة الدين العام هي عملية وضع استراتيجية لإدارة الدين الحكومي وتطبيقها، وذلك من أجل توفير حجم التمويل المطلوب بأقل تكلفة ممكنة في الأجل المتوسط إلى الطويل، بدرجة معقولة من المخاطرة وينبغي أن تكفل هذه العملية تحقيق أي أهداف عامة تكون الحكومة قد حددتها لإدارة الدين العام، مثل إقامة سوق الأوراق المالية الحكومية تتسم بالكفاءة والمحافظة عليها.<sup>1</sup>

كما يعرف كذلك على أنه رسم السياسات وسن القوانين والتنظيم وكذلك تحديد مصادر الدين وتدوين مختلف التدفقات المرتبطة بعملة الاستدانة والمراقبة وتحليل مصادر الدين، وتقسيم الوظائف ما بين الإدارة العليا والإدارة العمالية.<sup>2</sup> كما تمثل إدارة الدين العام تلك الهيئة أو النظام المخصص للمراقبة والمتابعة والإشراف على الديون الخارجية القائمة، وتقترح حلول ناجعة للتخفيف من أعبائها وتقييم إمكانيات الاقتصاد الوطني على طلب القروض الجديدة.<sup>3</sup>

وترتكز إدارة الدين على سياسات سليمة على ععيد الاقتصاد الكلي وفي القطاع المالي لضمان استدامة مستوى الدين العام ومعدل نموه، فالقائمين على إدارة الدين والسلطات المالية والنقدية والجهات الرقابية للقطاع المالي تتبادل الآراء والأفكار بشأن أهداف إدارة الدين والسياسات النقدية والمالية وتلك المتصلة بالموازنة، وذلك نظراً لعلاقات الارتباط والاعتماد المتبادل بين ما يستخدمونه من أدوات مختلفة للسياسات، كما يجب على القائمين على إدارة الدين أن يراعي ما يستجد من مشكلات تتعلق باستدامة القدرة على تحمّل أعباء الدين، وذلك على أساس تحليل مخاطر محفظة الدين وردود أفعال السوق التي لوحظت عند إجراء عمليات إدارة الدين، وأن يحيطوا الحكومة علماً بما في الوقت المناسب.

وفي سياق إدارة دين الحكومة، تشير كلمة "الحكم" إلى البنية القانونية والإدارية التي تشكل وتوجه عمليات مدراء إدارة الدين الحكومي، وتشمل على جهاز قانوني موسع (تشريع قانوني، قرارات وزارية، وما إلى ذلك) والتي تعرف الأهداف والصلاحيات والمسؤوليات. وتجسد أيضاً إطار عمل الإدارة، وتغطي أمور مثل تشكيل وتنفيذ الاستراتيجية، الإجراءات التشغيلية، ممارسات ضبط الجودة، ومسؤوليات رفع التقارير.<sup>4</sup> وما يلي توضيح بالرسم لبنية حكم مبسطة:

<sup>1</sup> البنك الدولي وبنك النقد الدولي، المبادئ التوجيهية المعدلة لإدارة الدين العام، أعدتها خبراء البنك الدولي وبنك النقد الدولي، اعتمدها جيفري دي. لويس وخوسيه فينالس مارس 2014، ص 4.

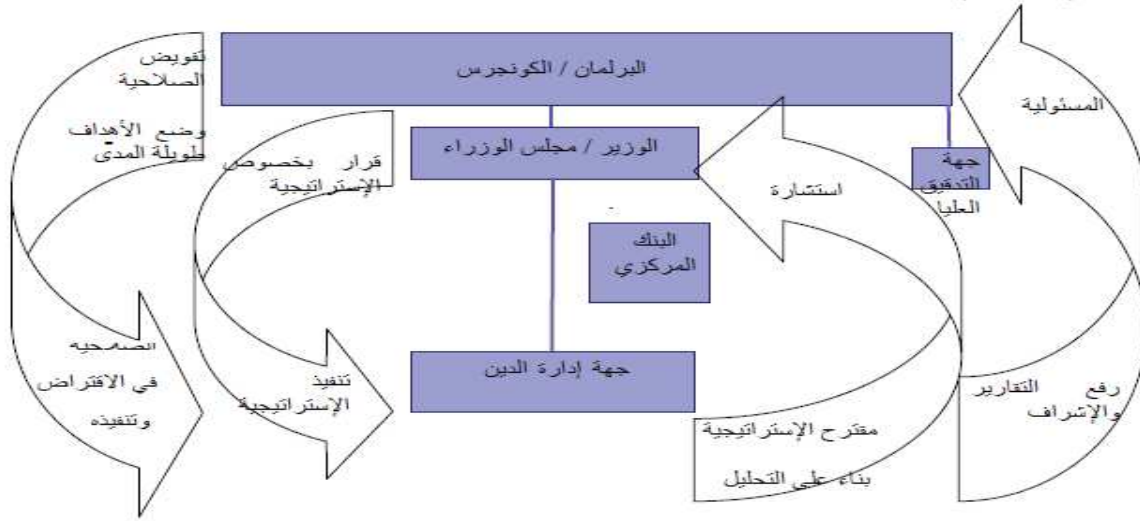
[http://treasury.worldbank.org/documents/RevisedGuidelinesforPublicDebtManagement\\_2014\\_Arabic.pdf](http://treasury.worldbank.org/documents/RevisedGuidelinesforPublicDebtManagement_2014_Arabic.pdf)

<sup>2</sup> المعهد العربي للتخطيط، إدارة الديون الخارجية، مجلة جسر التنمية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، الكويت، العدد الثلاثون، 2004، ص 9.

<sup>3</sup> هيثم الحاج عجم، علي محمد سعود، مرجع سابق، ص 248.

<sup>4</sup> فيكرام نغرو وجولوريا جرانوليني، مرجع سابق، ص 8.

الشكل رقم (01- 01): بنية حكم مبسطة لإدارة الديون الخارجية.



المصدر: البنك الدولي وصندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية المعدلة لإدارة الدين العام، أعدها خبراء البنك الدولي وصندوق النقد الدولي، مارس 2014.

إن جهة إدارة الدين الرئيسية (عادة ما تسمى " مكتب إدارة الدين ") هي جهة حكومية مع مسؤوليات إجمالية لتنفيذ إستراتيجية إدارة الدين من خلال الاقتراض، الاستثمارات المالية، والعمليات الأخرى المتعلقة بالدين، فقيام البنك المركزي بإجراءات في السوق المحلي أو " إدارة المدخرات " لإصدار شهادات ادخار في قطاع التجزئة المحلي وفي هذه الحالة، فإن حقوق والتزامات الأطراف يجب أن توضح بشكل مفصل في اتفاقية وكالة رسمية أو في التشريع الثانوي أو كلاهما.<sup>1</sup>

## ثانيا: المبادئ التوجيهية لإدارة الدين العام:<sup>2</sup>

### 1\_ الشفافية والمساءلة في إدارة الدين:

ـ **الشفافية:** وضوح أدوار ومسؤوليات وأهداف المؤسسات الحكومية المسؤولة عن إدارة الدين من خلال الكشف عن توزيع المسؤوليات بين وزارة المالية أو البنك المركزي أو أي هيئة مستقلة لإدارة الدين فيما يتعلق بالمشورة بشأن سياسة إدارة الدين، وطرح إصدارات الدين في السوق الأولية، وترتيبات الأسواق الثانوية، وجهات الإيداع، وترتيبات المقاصة والتسوية المتعلقة بتداول الأوراق المالية الحكومية والكشف عن أهداف إدارة الدين وتحديدتها بوضوح وشرح المقاييس المعتمدة للتكاليف والمخاطر.

كما أن إتاحة المعلومات للجمهور عن الجوانب الجوهرية الهامة لعمليات إدارة الدين، وضمان تيسير الاطلاع على الوثائق التي تشرح الأساس القانوني لسياسة إدارة الدين وعملياتها، من خلال التقارير السنوية، عن السياق الذي تعمل فيه إدارة الدين، وعن نتائج استراتيجية إدارة الدين، وكذا تنشر السلطات القائمة على إدارة الدين/الحكومة بانتظام معلومات عن رصيد وتركيبه التزام مديونيتها وأصولها المالية، وكذلك التزاماتها الطارئة حيثما وجدت بما في ذلك العملة وآجال استحقاقها وهيكل أسعار الفائدة المرتبط بها.

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص 8.

<sup>2</sup> البنك الدولي وصندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية المعدلة لإدارة الدين العام، مرجع سابق، ص 4 . 10.

المساءلة: كما تعتبر المساءلة وضمانات النزاهة للهيئات المسؤولة عن إدارة الدين من خلال أن يتولى مراجعون خارجيون تدقيق حسابات أنشطة إدارة الدين سنويا، ومن الضروري أيضا أن تخضع نظم تكنولوجيا المعلومات وتدابير رصد المخاطر لمراجعات خارجية، بالإضافة إلى إجراء مراجعات داخلية منتظمة لأنشطة إدارة الدين والنظم المعمول بها وتدابير الرقابة.

## 2\_ الإطار المؤسسي لإدارة الدين العام:

نظام الإدارة العامة: يجب أن يوضح الإطار القانوني أحوال الحق في الاقتراض وإصدار ديون جديدة، وإحتفاظ بأصول لغرض إدارة السيولة، وإن اقتضت الضرورة، إجراء المعاملات نيابة عن الحكومة، ويجب أن يكون الإطار التنظيمي لإدارة الدين محددًا بوضوح، وأن يضمن الوفاء الدقيق للصلاحيات والأدوار المختلفة.

إدارة العمليات الداخلية والوثائق القانونية: يجب إدارة مخاطر التشغيل وفقا لممارسات الأعمال السليمة، ومنها التفصيل الدقيق لمسؤوليات الموظفين، ووضع سياسات واضحة للمتابعة والرقابة، وترتيب التقارير، كما يجب أن يخضع الموظفون المختصون بإدارة الدين لمدونة قواعد سلوك ومبادئ توجيهية تحكم تضارب المصالح بين إدارة الدين وإدارة شؤونهم المالية الخاصة.

كما يجب دعم أنشطة إدارة الدين بنظام دقيق وشامل لمعلومات الإدارة مقترن بالضمانات الوقائية اللازمة وكذا تحديد إجراءات سليمة لمعاودة النشاط المعتاد للتخفيف من احتمالات اضطراب الحاد في أنشطة إدارة الدين بسبب السرقة أو الحرائق أو الكوارث الطبيعية أو اضطرابات اجتماعية أو أعمال الإرهاب، كما ينبغي للقائمين على إدارة الدين أن يحرصوا على تلقي المشورة القانونية الملائمة وأن يتأكدوا أن المعاملات التي يقومون بتنفيذها تتضمن الخصائص والسمات القانونية السليمة.

## 3\_ استراتيجية إدارة الدين:

تستخدم الديون الخارجية كآلية لمعالجة فجوة الموارد (الاستثمار - الدخار) والتجارة الخارجية وتضاف هذه الديون إلى الموارد المتاحة للاقتصاد، فإذا استخدمت هذه الموارد بشكل جيد فإنها تفيد البلد وتساهم في عملية النمو والتنمية، أما إذا كانت الديون موزعة بشكل غير ملائم فإن تكاليف الاستدانة تساهم في تعقيد المشاكل الاقتصادية الكلية في شكل مستويات غير مستدامة من خدمة المديونية، ويتم إدماج قضايا سياسة الاستدانة واستخدام الديون وخدمتها ضمن الجدارة الاقتصادية من منظور مؤسسي وسياسات اقتصادية.<sup>1</sup>

يجب رصد وتقييم المخاطر المتضمنة في هيكل الدين الحكومي بعناية، وينبغي أيضا تخفيف حدة تلك المخاطر إلى أقصى درجة ممكنة من خلال تعديل هيكل الدين مع أخذ تكلفة هذا التعديل في الاعتبار، والعمل على النظر في موافقات المخاطر المالية وغيرها من المخاطر المرتبطة بالتدفقات النقدية الحكومية، بغية المساعدة في إثراء قرارات الاقتراض وخفض المخاطر التي تتعرض لها الحكومة.

<sup>1</sup> المعهد العربي للتخطيط، إدارة الديون الخارجية، مرجع سابق، ص 10.9.

كما يجب أيضا على القائمين على إدارة الدين تقييم وإدارة المخاطر المصاحبة للدين بالعملة الأجنبية، والدين القصير الأجل والدين الذي يحمل سعر فائدة متغير، مع وجود سياسات رشيدة لإدارة السيولة، وذلك لتمكين السلطات من الوفاء بالتزاماتها المالية وتلك التي تتضمنها الميزانية عندما يحين موعد استحقاقها.

#### 4 \_ إطار إدارة المخاطر:

يجب وضع إطار يتيح للقائمين على إدارة الدين تحديد وإدارة الأفضلية بين التكلفة المتوقعة لمحفظة الدين الحكومي وبين ما تحيط بها من مخاطر، ولتقييم المخاطر ينبغي للقائمين على إدارة الدين إجراء اختبارات تحمل منتظمة لمحفظة الدين على أساس الصدمات الاقتصادية والمالية التي قد تتعرض لها بوجه عام الحكومة وبصورة عامة البلد المعني.

#### 5 \_ نطاق الإدارة الفعالة:

إن المختصين الذين يسعون إلى إدارة محفظة الدين على نحو فعال ليستفيدوا من التغيرات المتوقعة في أسعار الفائدة والصرف، والتي تختلف عن التغيرات الضمنية في أسعار السوق الجارية، يجب أن يدركوا المخاطر التي تنطوي عليها تلك الممارسات وأن يكونوا جاهزين للمساءلة عن أفعالهم. ويمكن تحديد الإدارة الفعالة في:<sup>1</sup>

أ\_ **رسم السياسة:** رسم سياسات المديونية واستراتيجياتها بتناسق مع سياسات الجدارة الاقتصادية التي تحدد المستوى المستدام للإقتراض الخارجي، والذي يتأثر بالتدفقات التي تستطيع الدولة استخدامها بكل فعالية، وتوضح كيفية الحصول على المداخل الإضافية الضرورية لخدمة الدين دون الوقوع في أزمة مديونية وتتمثل مخرجات هذه الوظيفة في تحديد الإستراتيجية الوطنية لإدارة المديونية.

ب\_ **التنظيم والتشريعات:** يتشكل إطار العمل القانوني لإدارة دين الحكومة من التشريعات الأساسية (القوانين المسنة بموافقة البرلمان/ والأوامر التنفيذية، القرارات، التوجيهات، وما إلى ذلك) والتي تحدد السلطة التنفيذي في الحكومة<sup>2</sup>، بتحديد الترتيبات القانونية والإدارية والمؤسسية لإدارة المديونية وإرساء بنية تنظيمية لتوفير إدارة مركزية متناسقة المهام عند مستويات التحليل والتبليغ والمراقبة والعمليات، ويدعمها نظام لتدفق سلس للمعلومات، ويمكن تلخيص مخرجات هذه الوظيفة في تحديد بنية نظام إدارة المديونية.

ج\_ **تحديد المصادر:** تعنى هذه الوظيفة إلى التأكد من مهام التبليغ والتدوين والتحليل والمراقبة والعمليات المتعلقة بالمديونية يقوم بها موظفون أكفاء، كما تعنى بتوظيف وتدريب واستقبال المحللين والمستشارين لتقديم المشورة التقنية العالية في مجالات إدارة المديونية مثل إدخال أنظمة الحاسوب، مراجعة المديونية تنظيم عمليات إعادة الجدولة، وكذلك توفير الوسائل المادية للقيام بهذه العمليات على أحسن وجه ومخرجات هذه الوظيفة هي الوسائل وتوظيف المهارات (الوسائل المادية والبشرية).

#### 6\_ إنشاء سوق فعالة للأوراق المالية الحكومية المحلية والمحافظة عليها:

للحد من التكلفة والمخاطر إلى أدنى حد ممكن على المدى المتوسط إلى الطويل، يجب أن يتخذ القائمون على إدارة الدين التدابير الكافية لإنشاء سوق للأوراق المالية الحكومية تتسم بالفعالية من خلال:

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص 10.9.

<sup>2</sup> فيكرام نرو وجولوريا جرانوليني، البنك الدولي، مرجع سابق، ص 8.

ـ تنوع المحفظة وأدواتها: يجب أن تسعى الحكومة إلى توسيع قاعدة المستثمرين لأدوات الدين المحلية والخارجية التي تصدرها مع مراعات التكاليف والمخاطر والتعامل بشكل متساوي مع المستثمرين.

ـ السوق الأولية: يجب أن تتسم عمليات إدارة الدين في السوق الأولية بالشفافية وعدم الغموض، ويجب قدر الإمكان استخدام آليات تستند إلى قاعدة السوق عند إصدار سندات الدين، بما في ذلك المزادات التنافسية والقروض المشتركة.

ـ السوق الثانوية: يجب أن تدعم الحكومات والبنوك المركزية إقامة أسواق ثانوية مرنة يمكنها العمل بشكل فعال في مختلف أوضاع السوق. ويجب اتباع ممارسات سليمة في الانظمة المستخدمة في عمليات التسوية والمقاصة لمعاملات السوق المالية التي تتضمن أوراقا مالية حكومية.

### المطلب الثالث: مؤشرات الديون الخارجية:

#### أولا: مؤشرات قابلة للتأثر:

نتيجة للأزمات النقدية التي أصابت بعض الاقتصادات للأسواق النامية في التسعينات صار تحليل ودراسة قابلية القطاع المالي للتأثر وعلاقتها مع الدين موضوعا رئيسيا لجدول أعمال السياسة الاقتصادية، وبدأت المنظمات الدولية حملة الدعاية المتعلقة بمراقبة المتغيرات التي قد تعرّض استدامة الدين لخطر.

من بين المؤشرات التي تبدي المنظمات الدولية اهتماما خاصا بها في إطار أعمال الرقابة، ما يلي:<sup>1</sup>

- مؤشرات الدين، ومن جملتها مواعيد استحقاق الديون، الجداول الزمنية للسداد، الحساسية تجاه أسعار الفائدة وتكوين الدين بالعملة الأجنبية، إن العلاقات المتواجدة بين الدين الخارجي والتصدير والنتائج المحلي الإجمالي مؤشرات مفيدة لتقييم تطور الدين والقدرة على السداد، والعلاقة المتواجدة بين الدين وتحصيل الضرائب تزداد أهمية في تقييم قدرة الدولة على السداد نظراً لضخامة الدين في القطاع العام.
- مؤشرات كفاءة الاحتياطات هامة للغاية في تقييم قدرة الدولة على تفادي أزمات السيولة، إن العلاقة المتواجدة بين الاحتياطات والديون القصيرة الأجل عنصر أساسي لتقييم قابلية تأثر الدول المتمتعة بالوصول إلى الأسواق المالية بشكل واضح رغم أنه وصول غير ثابت.

يتم استعمال مؤشرات الاستقرار المالي بهدف تقييم نواحي القوة والضعف في القطاع المالي للدولة، إنها تختص برأسمة المؤسسات المالية، وجودة أصولها، والأدوات خارج الميزانية، والربحية والسيولة، وكذلك سرعة وجودة نمو الائتمان، يتم استعمالها لتقييم حساسية النظام المالي تجاه مخاطر السوق وتجاه تقلبات أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات، على سبيل المثال لغرض مواجهة آثار الأزمة الشاملة لفترة 2008 و2009 قامت المنظمات الدولية والحكومات والقطاع العلمي معا بتسمية مقترحات مختلفة لمعالجة موضوع التحكم على قابلية التأثر، ومن المؤشرات الأكثر اعترافا في هذا الخصوص مايلي:

### 1 ـ مؤشر الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي

إن العلاقة بين الدين العام والناتج المحلي الإجمالي علاقة عضوية، حيث أنه يتم تمويل إنتاج هذا الناتج من مصادر ذاتية للوحدات المساهمة فيه، ومصادر خارجية من وحدات أخرى، وأن القطاعات الاقتصادية ومنها القطاع الحكومي يساهم

<sup>1</sup> مؤسسة الانتوساي، مؤشرات الدين العام، 2010، ص 9.

في إنتاج هذا الناتج، وما يدفع من فوائد وأعباء سدادا للديون يمثل أحد بنود تكاليف الإنتاج عن قروض سابقة ربما لم تساهم الآن في هذا الناتج، وتكون هذه النسبة في حدود الأمان إذا لم تتجاوز 60% أما إذا زادت عن ذلك فإن الأمر يمثل مشكلة فإذا تزايد كثيرا فإننا نكون قد وصلنا إلى مرحلة الأزمة الخطرة.<sup>1</sup> وبالتالي هذا المؤشر يقيس مستوى الدين بالنسبة إلى النشاط الاقتصادي للدولة، ومن المحتمل أن تكون كافة وسائل الناتج المحلي الإجمالي متوفرة لتمويل عبء الدين الداخلي ولكن لا يعني ذلك أن هذا الرأي صحيح.<sup>2</sup> والناتج المحلي الإجمالي يقاس بعدة مقاييس هي:<sup>3</sup>

- الناتج المحلي بتكلفة عوامل الإنتاج.
- الناتج المحلي بسعر السوق: وهو عبارة عن قيمة الناتج المحلي بتكلفة الإنتاج إضافة إلى صافي الضرائب غير المباشرة (الضرائب غير المباشرة-إعانات الإنتاج) كما أنه يقاس كل منهما إما بالأسعار الثابتة لتتلافى نتيجة التضخم وانخفاض القوة الشرائية للعملة أو بالأسعار الجارية وهي تزيد عادة عن الأسعار الثابتة بمعدل التضخم ما بين سنة الأساس والسنة الحالية.

وعليه يتحدد الوضع الاقتصادي بمقارنة الأصول والخصوم فإذا كانت الخصوم المستحقة سنويا من الديون الخارجية (أقساط و فوائد) على الاقتصاد الوطني لا تشكل إلا نسبة ضئيلة من إجمالي حجم الأصول (الناتج المحلي الإجمالي) فهذا دليل على أن الوضع الاقتصادي الوطني جيد ومستقر ويحقق نمو وتنمية متواصلة مع الاحتفاظ بالثقة الائتمانية دوليا.<sup>4</sup> والعكس صحيح كلما زادت نسبة الخصوم إلى الأصول أي نسبة الديون الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي فهذا يعني استقطاع جزء كبير من الأصول المحققة سنويا لغرض تسديد قيمة الخصوم وهذا ما يطلق عليه مصطلح (معدل الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي)<sup>5</sup>

بهذا الخصوص وبناء على تفسير هذا المؤشر تُستعمل مؤشرات أخرى لقياس دفع الفوائد أو مبلغ سندات الدين بالنسبة إلى مدرّجات الدخل المختلفة. النسب الرئيسية التي تستعمل هذا المفهوم لتقييم الدين معروفة باسم "مؤشرات الدين الإجمالي". "إن بعض هذه المؤشرات المقصود بها تكوين الدين، أي مبلغ الخصوم الخارجية والداخلية، نسبة الخصوم ذات معدل الفائدة الثابت والمتغير والحقيقي؛ ما هي كمية الدين القصير والمتوسط والطويل الأجل، وهي مؤشرات مفيدة لتحديد تطور الدين والقدرة على السداد، كما أنها تدل على سوء أو تحسن وضع الحكومة.

## 2\_ المؤشرات المشتقة

### \_ رصيد الدين / إيرادات الميزانية المحلية

ويستدل بها على مدى قدرة المال العام لمواجهة مشكلة ومخاطر تزايد الديون، ومنه يمكن التعرف على مدى قدرة المالية العامة على مواجهة مشكلة الديون في المستقبل أم لا؟ بمعنى تحمل أعباء الموجود منها وتقليل الاعتماد على الديون في المستقبل.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> محمد عبد الحليم عمر، مرجع سابق، ص15.

<sup>2</sup> مؤسسة الانتوساي، مرجع سابق، ص10.

<sup>3</sup> محمد عبد الحليم عمر، مرجع سابق، ص15.

<sup>4</sup> عجم هيثم صاحب، علي محمد سعود، مرجع سابق، ص 111 . 112.

<sup>5</sup> نفس المرجع، ص 112.

<sup>6</sup> محمد عبد الحليم عمر، مرجع سابق، ص14.

أي أن هذا المؤشر يقيس مستوى المديونية بالنسبة إلى قدرة الحكومة على السداد، ويظهر عدد السنوات اللازمة لتسديد الرصيد الإجمالي للدين<sup>1</sup>، ويتم التعرف على ذلك بعدة مؤشرات من أهمها ما يلي:<sup>2</sup>

\* مدى تناسب معدل النمو في كل من الإيرادات العامة والنفقات العامة، حيث يكون الوضع سليماً إذا تساوى المعدل في كل منهما أو زاد معدل نمو الإيرادات عن معدل نمو النفقات

\* مدى تناسب سعر الفائدة على الدين العام مع معدل نمو الدين العام، حيث يدل زيادة سعر الفائدة أو تساويها لمعدل نمو الدين العام على الرشد في إدارة الدين العام وإمكان كبح جماحه، أما لو قل سعر الفائدة عن معدل النمو في الدين العام، فإن الأمر يؤشر بالخلل.

— خدمة الدين/إيرادات الميزانية المحلية: يقيس هذا المؤشر قدرة الحكومة على تسديد خدمة الدين بواسطة المصادر المحلية، إن خدمة الدين عبارة عن مجموع الفائدة ورأس المال.

— القيمة الحالية/إيرادات الميزانية المحلية: يقيس هذا المؤشر التكلفة الحالية لخدمة الدين بالنسبة إلى قدرة الحكومة على السداد.

— الفوائد/الناتج المحلي الإجمالي (PIB): يدل هذا المؤشر على درجة ثقل عبء الفوائد للدولة، ومن الممكن تفسيره أيضاً كإمكانيات متوفرة في الدولة لمواجهة النفقات غير المنتجة.

— الفوائد/دخول الموازنة المحلية: يقيس هذا المؤشر تكلفة الفوائد في إطار تحصيل الدخل في دولة، تُستعمل هذه النسبة عامة كتسامح الدخل العام مع زيادة النفقات غير المنتجة.<sup>3</sup>

— الدين الخارجي/التصدير: يعتبر مؤشر استدامة لأنه يقيس نسبة الصادرات التي تحول إلى خدمة المديونية وكذلك مدى هشاشة خدمة الدين لانخفاض غير متوقع في الصادرات، كما يعكس أهمية الديون القصيرة في خدمة المديونية، إن مستوى المستدام لهذا المؤشر يتحدد بمستوى أسعار الفائدة وكذلك بنية آجال المديونية، حيث أن ارتفاع نسبة الدين القصير ترفع من هشاشة خدمة الدين.<sup>4</sup> ويجب أن يستعمل هذا المؤشر برفقة خدمة الدين كنسبة مئوية للتصدير، وتتم هكذا مقارنة النفقات غير المنتجة مع مستوى تحصيل العملات.

وتعتبر الصادرات من السلع والخدمات والوسيلة الرئيسية للحصول على العملات الدولية، فزيادة الصادرات الناتجة عن زيادة الناتج المحلي الإجمالي، تعني حصول الاقتصاد الوطني على مصادر تمكنه من الاستيراد من الخارج دون مشاكل مالية تذكر، ولكن في حال استحوذت الديون الخارجية على الجزء الأكبر من عائدات الصادرات السنوية على شكل أقساط لسداد قيمة الأصل والفوائد السنوية (خدمة الدين) فإن الجزء المتبقي من العائدات قد لا يكفي لتمويل المشاريع من الخارج، وهكذا يصاب الاقتصاد الوطني عاجلاً أو آجلاً بالشلل، وتتوقف حركة قروض إنتاجية كثيرة.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> مؤسسة الانتوساي، مرجع سابق، ص 12.

<sup>2</sup> محمد عبد الحليم عمر، نفس المرجع، ص 14.

<sup>3</sup> مؤسسة الانتوساي، مرجع سابق، ص 12.

<sup>4</sup> المعهد العربي للتخطيط، إدارة الديون الخارجية، مرجع سابق، ص 15.

<sup>5</sup> عجم هيثم صاحب، علي محمد سعود، فتح المديونية الخارجية، مرجع سابق، ص 117. 1187.



وكلما ارتفع هذا المؤشر ثقل عبء الدين الخارجي، وعلى الرغم من أهمية هذا المؤشر وكثرة استخدامه إلا أن له عدد من العيوب أهمها:<sup>1</sup>

\* أنه يصلح لفترة زمنية ماضية، أما في فترة مستقبلية فدلالته ضعيفة، لأنه يربط بين متغيرين مختلفي، فخدمة الدين يمكن معرفتها في فترة مقبلة في حين تخضع حصيلة الصادرات إلى عوامل داخلية وخارجية يصعب التنبؤ بها.

\* يتأثر هذا المؤشر كثيرا بفترات السماح فقد يظهر بقيمة منخفضة في دولة ما خلال فترة معينة ولكن في فترة تالية يرتفع فجأة بعد فترة انتهاء فترة السماح.

\* دلالة هذا المؤشر على العب تتأثر بأهمية قطاع الصادرات بالنسبة للاقتصاد الوطني فكلما زادت أهمية هذا القطاع فإن قيمة هذا المؤشر تقل والعكس صحيح.

### \_ الاحتياط الدولي الصافي/الدين الخارجي

يدل هذا المؤشر على عدد مرات زيادة الخصوم الخارجية على رصيد العملات، في المعتاد يستعمل هذا المؤشر برفقة الدين الخارجي كنسبة مئوية لسرعة تراكم الاحتياطيات، وفي مثل هذا الحال يقصد بذلك السنوات المطلوبة لتسديد الدين الخارجي الحالي بسرعة تساوي سرعة التراكم.<sup>2</sup>

### \_ الاستهلاك/مدفوعات الدين الخارجي

يقيس هذا المؤشر مستوى استهلاك الدين كنسبة مدفوعات الدين الخارجي، هذا المؤشر عبارة عن نسبة دوارة ويدل على إعادة تمويل الدين بواسطة إصدارات جديدة. إذا زاد هذا المؤشر على 100 لا يتم تمويل الدين بواسطة دين جديد.<sup>3</sup>

لا يوجد توافق الآراء بين المنظمات الدولية مختلفة فيما يتعلق بتحديد المستويات الدنيا لهذه المؤشرات، يبين الجدول التالي المستويات الدنيا المقترحة من الدول النامية وهي صادرة عن منطمتين دوليتين مختلفتين:

الجدول رقم (01-01): مستويات الديون وفق المنظمات الدولية.

مؤشرات قابلة للتأثير	المنظمة الدولية للتخفيف	صندوق النقد الدولي
خدمة الدين/الدخل	63%_28%	35%_25%
القيمة الحالية للدين/الدخل	127%_88%	300%_200%
الفائدة/الدخل	6.8%_4.6%	10%_7%
الدين/الناتج المحلي الاجمالي	25%_20%	30%_25%
الدين/الدخل	127%_92%	150%_90%

المصدر: مؤسسة الانتوساي، مؤشرات الدين العام، 2010، ص 13.

<sup>1</sup> محمد بن علي العقلا، مشكلة الديون الخارجية للدول الإسلامية وآثارها، مؤسسة شهاب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 24.

<sup>2</sup> مؤسسة الانتوساي، مرجع سابق، ص 13.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص 13. 12.

### ثانياً: مؤشرات الدعم المستدام<sup>1</sup>:

هناك عوامل مختلفة تشجع على تصميم واستعمال مؤشرات الاستدامة المالية، حيث إن الوزن الكبير لخدمة الدين في ميزانية بعض الدول بالإضافة إلى عمليات الضغط المدني على المصرف، بدأ يعيق التعديلات المالية التي لم تستند إلا إلى التدابير السياسية ذات الطابع التقديري، فبدأ الدين العام ودفع الفوائد الناتجة عنه تشكل قضية هيكلية في الدول ذات العجز المستمر، في هذا الخصوص تتضح ضرورة إيجاد مؤشرات تتيح التحكم على قدرة الدول على مواجهة إبرام الديون قبل نشوء قضية الاستدامة، نظراً لأن القرارات المالية الحالية تفرض التزامات طويلة الأجل تهدف مؤشرات الاستدامة المالية إلى إظهار هذه النواحي البنينة للمالية العامة بناء على المعلومات المتوفرة سنة بعد سنة. وتنشأ عن طريق الموازنات المالية الصلة بين إجماليات المالية لسنتين والصلة بينها وبين متغيرات الاحتياطي، فيؤلف الدين العام الصافي تراكم العجزات المالية الماضية ويضاف إلى أرصدة الموازنة المستقبلية كنفقة دفع الفوائد على الدين العام الناتج. وهكذا سوف يتمثل عدم التوازن المالي الواقع باستمرار في عبء المصروفات القادمة المطلوبة لدفع الفوائد، مما يؤدي إلى تراكم دين جديد.

نظراً لما سبق ذكره يعتمد كالمعتاد تطوير مؤشرات الاستدامة على النماذج التي تعتبر هذه الصلات المتواجدة بين التدفقات والاحتياطيات المالية. إن التناسب البيئي المتواجد بين الموازنات المالية من جهة وبين الدين العام من جهة أخرى وبين دفع الفوائد من جهة ثالثة، كما يلي:

$$D_{t+1} = D_t (1 + r_t) + BP_t$$

حيث أن  $D_t$  هو الدين العام في فترة  $t$ ، و  $r_t$  هو سعر الفائدة على الدين، و  $BP_t$  هو الموازنة المالية الأولية.

و ابتداء من هذه النسبة ينشأ الشرط الرئيسي للاستدامة وهو يحدد علاقة الاتساق بين متغيرات السياسة، أي بين نمو الدين ونمو الناتج المحلي الإجمالي والعجز الأولي وفقاً لسعر الفائدة المعين، وتبني البحوث الأولى في هذا الموضوع على الشرط المذكور لاقتراح مؤشرات متوافقة مع مبادئ الاستدامة المالية.

### 1\_ مؤشرات المتانة الضريبية

هو مؤشرة للاستدامة يقدر اتساق السياسة الضريبية المعمول بها، بالحفاظ على ثبات نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي إنه هو مؤشر الفجوة الضريبية الذي يقيس الفضل بين العبء الضريبي القائم والعبء الضريبي "المستدام" بالشكل التالي:

$$t_n^* - t = \frac{\sum_{i=1}^n g}{n} + (r - q) d^* - t$$

حيث أن  $t_n^*$  هو العبء الضريبي الذي يؤدي في الفترة  $n$  سنوات إلى استقرار نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي على مستوى  $d^*$ ،  $g$  هو المصرف، و  $r$  هو سعر الفائدة و  $q$  معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

<sup>1</sup> مؤسسة الانتوساي، مرجع سابق، ص 15. 27.

هكذا فإن هذا المؤشر يدل على مستوى العبء الضريبي المطلوب لتثبيت نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي ومن المعلوم مستوى المصروف ومسار نمو الناتج المحلي الإجمالي والرصيد الابتدائي للدين، إذا كانت النسبة سلبية يدل المؤشر على أن العبء الضريبي على الاقتصاد منخفض للغاية ولا يستطيع تثبيت نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي (PIB).

## 2\_ مؤشر بويتر

هو مؤشر يقيس الفجوة بين الموازنة الأولية المستدامة والرصيد الأولي الفعلي حيث تم تحديد شرط الاستدامة بناء على مفهوم القيمة الصافية للملكية وهو أوسع من نفس المفهوم في نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، ويعرف مؤشر بويتر هذه الفجوة كما يأتي:

$$b^* - b_t = (r - q)w_t - b_t$$

حيث أن  $b^*$  هو نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي المستدام،  $b$  هو نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، و  $w_t$  هو قيمة الملكية الصافية للحكومة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي،  $r$  هو سعر الفائدة، و  $q$  هو معدل نمو الناتج. تدل القيمة الموجبة للمؤشر على أن الموازنة الأولية الحالية منخفضة للغاية ولا تستطيع تثبيت القيمة الصافية للملكية بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (PIB). فإن هذا المؤشر يعتبر السياسة الضريبية مستدامة إذا أدت إلى الحفاظ على ثبات الملكية الصافية للحكومة وهو مؤشر ما قبل الحدوث.

## 3 \_ العجز الأولي الإطار - المعدل:

إنه مؤشر مقترح من قبل فيغ وتالفي 2000Végh Talvi وينبني هذا المؤشر على سرعة التقلب لمتغيرات الاقتصاد الكلي، مما يؤدي إلى أن يختلف العجز في لحظة معينة مما قد يكون عليه في الظروف العادية للاقتصاد الكلي، ويقترح المؤلفان تقدير الرصيد الأولي المعدل وفقاً لتقلبات متغيرات الاقتصاد الكلي، أي يقدران نوعاً من القيمة الافتراضية القصيرة الأجل. ويستهدف هذا المؤشر إلى مقارنة الرصيد المعدل طبقاً للاقتصاد الكلي مع القيمة الناتجة عن اعتبار الفوائد الناشئة فعلاً في لحظة معينة، بالإضافة إلى مستوى الدين ومعدل نمو الدولة اللذين يسودان حينئذ ويتم تعريف هذا المؤشر كما يلي:

$$I_t^M = \frac{(r - g)}{1 + g} b_{t-1} + d_t^M$$

حيث  $r$  هو سعر الفائدة الحقيقي المخصص للتحليل، وأن  $g$  هو النمو الحقيقي في سنة التحليل، و  $d_t^M$  وهو الرصيد الأولي المعدل طبقاً للاقتصاد الكلي. الجهة السلبية لهذا المؤشر عبارة عن ضرورة تحديد مفهوم "الظروف العادية للاقتصاد".

## 4 \_ مؤشر عدم ثبات قيمة العملات

إنه مؤشر مقترح من كالفو Calvo و تالفي Talvi و إسكياردو Izquierdo 2003 م وينبني على كون سرعة التقلب في متغيرات تدفقات رؤوس المال أكبر منها في متغيرات الاقتصاد الكلي، ولذلك فإن تكوين الدين بالمقارنة مع تكوين الإنتاج الصناعي (السلع القابلة للتجارة والسلع غير القابلة للتجارة) هو عنصر هام جداً لاستدامة الدين، ويقارن هذا المؤشر التناسب بين الدين الخارجي والدين الداخلي مع التناسب بين السلع القابلة للتجارة والسلع غير القابلة للتجارة في الاقتصاد.

(أ)

$$b = \frac{B + eB}{y + ey} \quad (1)$$

حيث أن  $b$  هو نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، و  $B$  هو الدين من ناحية السلع غير القابلة للإتجار، و  $e$  هو سعر الصرف الحقيقي و  $B^*$  هو الدين من ناحية السلع القابلة للإتجار  $y$  هو الناتج المحلي للسلع غير القابلة للإتجار،  $y^*$  هو الناتج المحلي الإجمالي للسلع القابلة للإتجار.

وهناك حالة جديدة بالذكر فيما يتعلق باستعمال هذا المؤشر وهي كالآتي:

(ب)

$$\frac{B}{y} \frac{eB}{ey} = 1 \quad (ب)$$

هذا ما يحدث إذا يتوافق تكوين الدين مع تكوين الإنتاج توافقا تاما في هذه الحالة لا تؤثر متغيرات سعر الصرف على الاستدامة المالية بالحفاظ على ثبات نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي (PIB)

ومن جهة أخرى إذا كانت القيمة أقرب من صفر بدلاً من اقترابها من 1 واحد نلاحظ درجة عالية من حساسية الوضع المالية تجاه تقلبات سعر الصرف الحقيقي، إذن يتطلب تقدير المؤشر (أ) تحديدا (ب) ولذلك يكون المؤشر المعني كما يأتي:

$$\frac{B}{y} \frac{eB}{ey} = I \quad (0 \leq I \leq 1)$$

ثالثا: المؤشرات المالية للدين: توجد أنواع مختلفة للمخاطر ومن الممكن تقسيمها إلى الفئات كالتالي:<sup>1</sup>

### 1 \_ مخاطر السوق :

تعتبر الأدوات والأصول التي يتم تداولها في السوق مصدرا لهذا النوع من المخاطر الذي يأتي إما لأسباب متعلقة بمتغيرات الاقتصاد الكلي أو نتيجة تغير أحوال المنشآت الاقتصادية (الاقتصاد الجزئي) فمخاطر السوق العامة تكون نتيجة التغير العام في الأسعار والسياسات على مستوى الاقتصادي الكلي، أما مخاطر السوق الخاصة فتنشأ عندما يكون هناك تغير في أسعار أصول أو أدوات متداولة بعينها نتيجة ظروف خاصة بها، على أن تقلبات الأسعار في الأسواق المختلفة تؤدي إلى أنواع مختلفة من مخاطر السوق<sup>2</sup>. فهي المخاطر التي تطرأ على سوق الأوراق المالية لأسباب اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية أو أمنية ومن الأمثلة على مخاطر السوق ما حدث في أوروبا الشرقية في الثمانينات من القرن العشرين، وفي مصر في الستينات والسبعينات، وفي الولايات المتحدة والعالم ككل عقب أحداث سبتمبر من عام 2001<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> مؤسسة الانتوساي، مرجع سابق، ص 29 . 40.

<sup>2</sup> طارق الله خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر (تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية)، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، 2003، ص 30 . 31.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، الطبعة الثانية، منشأ المعارف، الإسكندرية، مصر، 2004، ص 50.

فخسارة يعاني منها مستثمر بسبب حركات في أسعار السوق أو ما يُسمى بعوامل الخطر مثل أسعار الفائدة وأسعار العملة... وإلخ. كما أنه يمكن تعريفها كإمكانية رد الفعل المعادي للقيمة الحالية الصافية ضد تقلبات المتغيرات للاقتصاد الكلي التي تحدد سعر الأدوات التي تؤلف المحفظة، وبين المؤشرات الأكثر انتشاراً لقياس مخاطر السوق ما يأتي:

**ـ أسعار الفائدة ومنحنى العائد:** يستعمل مفهوم سعر الفائدة عادة لوصف نمو ربح محتمل مرتبط بكمية من المال، إنها مقياس الأرباح لمن يرغب في الادخار، يستلم المقرض فائدة من الاستعمال المؤقت لرأس ماله، ولذلك يتوقف التحديد الفعال لأسعار الفائدة للأجال المختلفة على فاعلية سوق العملة، ويمثل سوق أكثر رسوخاً إمكانية توصل الحكومة إلى ظروف أحسن للتمويل لأي أجل.

ومن الضروري لذلك معرفة أسعار الفائدة لكل نوع من أنواع القيمة وإيجاد طريقة لمقارنتها على نفس الأساس، عند حدوث ذلك يمكن الحصول على هيكل بيئي لأسعار الفائدة يستطيع إظهار أسعار الفائدة ذات الأجل والمدد المختلفة بشكل منتظم ويعرف هذا المؤشر باسم منحنى العائد، حيث يمكنه أن يصعد أو ينزل ومن الممكن تفسير انحداره بثلاثة أشكال مختلفة كما يأتي:

الجدول رقم (01 - 02): الموضع والانحدار لمنحنى العائد على الفائدة

الانحدار	نظرية وتوقعات السوق	نظرية توفير السيولة	نظرية تجزئة السوق
موجب	من المتوقع ارتفاع أسعار الفائدة للأجل القصير	علاوة موجبة للسيولة	زيادة العرض عن الطلب للأجل الطويلة
سلبى	من المتوقع انخفاض أسعار الفائدة في الأجل القصير	علاوة سلبية للسيولة	زيادة العرض عن الطلب للأجل القصير
أفقي	من المتوقع عدم تغير أسعار الفائدة	لا توجد علاوة للسيولة	توازن بين العرض والطلب
مقعر	من المتوقع ارتفاع أسعار الفائدة للأجل القصير وانخفاضها فيما بعد	علاوة موجبة للسيولة تتلوها علاوة سلبية للسيولة	زيادة العرض عن الطلب للأجل المتوسطة

المصدر: مؤسسة الانتوساي، مؤشرات الدين العام، 2010، ص 30.

**ـ المدة ومتوسط الإستحقاق الموزون:** هذه المعلومات الإحصائية عبارة عن مقاييس معدل الفترة اللازمة لكي يواجه المصدر خدمة دينه، إن المتوسط الموزون للاستحقاق يستعمل بشكل محدود لأنه لا يعتبر إلا تواريخ دفع مبلغ القرض، بينما تعتبر المدة إضافة إلى ذلك تواريخ دفع الفوائد، ويتم إحصاء المدة بتقدير متوسط حياة السند المالي من ناحية المدفوعات (القسائم ومبلغ القرض) بتحديد وزن كل أجل متعلق بالتدفقات بالنسبة إلى مبالغها وفقاً للقيمة الحالية، فكلما زادت مدة سند مالي كلما قل الخطر الناتج، فإن حجماً أصغر للدين الحكومي بمعدل يتم تكيفه مع المستوى الجديد لأسعار الفائدة.

**\_ المدة المتغيرة:** تستعمل كمقياس مخاطر السندات المالية بتقدير التأثير على سعرها نتيجة لتقلبات أسعار الفائدة، إذا كانت المدة المغيّرة لمحفظه 40.0% يتبين أنه عند تقلب أسعار الفائدة بنسبة 1% .تنخفض قيمة المحفظة بما يقارب نسبة 40.0%.

**\_ الانحراف القياسي:** يدل الانحراف القياسي على مدى ابتعاد مجموعة المعلومات بالمعدل عن متوسط قيمتها، مثلاً إذا كان عائد السند المالي نسبة 1.62% وكان انحرافه القياسي 0.23% يتراوح متوسط عائده فيما بين نسبة 1.45% ونسبة 90.1%.

**\_ العائد المعدل للخطر:** إنه مقياس للتحليل الإحصائي الذي يدل على كيفية الانخفاض المتوقع لسعر الفائدة المتوقع على الإصدار، وقد يغطي الخسارة المتوقعة من جراء زيادة سعر الفائدة نفسه. ويدل هذا المؤشر على عدد المرات التي تزيد بها توقعات خسارة عن الأرباح المتوقعة. لذلك كلما انخفض المؤشر كلما تحسن وضع المحفظة لمواجهة أزمات قد تحدث وتؤدي إلى ارتفاع التكلفة المالية.

## 2 \_ مخاطر الائتمان:

هي المخاطر التي ترتبط بالطرف المقابل في العقد أي قدرته على الوفاء بالالتزامات التعاقدية وفي موعدها كما هو منصوص عليه في العقد وهذه المخاطر ترتبط بجودة الأصول واحتمالات التخلف عن الإيفاء بالقروض ونتيجة لهذه المخاطر هناك حالات عدم التأكد من صافي الدخل والقيمة السوقية للأصول.<sup>1</sup> أي هي المخاطر التي تنشأ بسبب عدم السداد بالكامل وفي الوقت المحدد مما ينتج عنها خسارة مالية.<sup>2</sup>

## 3 \_ مخاطر السمعة

تتعلق مخاطرة السمعة بالخسارة التي قد تنجم عن عدم إمكان التمويل من جراء سوء سمعة المصدر لعدم دفع الأقساط المنصوص عليها في العقد أو نتيجة لسوء الوضع المالي، إذا أحست السوق المالية بأن الحكومة قابلة للتأثر ترى العوامل غير الرسمية مناسباً أن تغيّر محفظة استثماراتها أو تطالب بزيادة علاوة المخاطر عن طريق رفع التكلفة المالية للحكومة، يمكن تحليل سمعة دولة بواسطة التصنيف الائتماني ومؤشرات المخاطر السيادية كمايلي:

**\_ التصنيف الائتماني:** يشكل هذا المؤشر احساس العوامل غير الرسمية بأوضاع الديون في دولة، يمكن تحليل جودة الائتمان من ناحيتين، من جهة فهناك وكالات مصنفة تقيم الدين بناء على مقاييس معينة يتم تحصيل علامة عالية عندما لا يرى العامل المصنف أدلة كثيرة على إفلاس أو نقص السيولة في المستقبل مما يمنع من سداد الأقساط المحددة بانتظام، ومن جهة أخرى فالمقصود بعلامة منخفضة أنه من المحتمل جدا عدم استطاعة الوفاء في الالتزامات الواردة.

**\_ مؤشرات المخاطر السيادية:** المخاطر السيادية مؤشر يستهدف قياس المخاطر السياسية الواردة في الدولة بخصوص الاستثمارات الأجنبية، إن المستثمرين عند اختيار مكان وكيفية استثمارهم المقبل يهدفون إلى تحصيل أكبر ربح ممكن، وعلاوة على ذلك فإنهم يأخذون بعين الاعتبار المخاطر أي احتمال كون الأرباح أقل مما توقعوا أو وقوع خسائر من الناحية الإحصائية فيتم قياس الأرباح عادة بناء على العائد المتوقع والمخاطر الناجمة عن الانحراف القياسي للعائد المتوقع من جراء

<sup>1</sup> طارق الله خان، حبيب أحمد، مرجع سابق، ص 31. 32.

<sup>2</sup> حمزة محمود الزبيدي، إدارة الائتمان المصرفي والتحليل الائتماني، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2000، ص 174.

توفر المعلومات الكثيرة وتكلفة الحصول عليها ومشاكل عدم التعادل في المعلومات وخصوصاً من جراء استحالة التنبأ بالمستقبل فمن الصعب المعرفة الدقيقة لقيمة العائد المتوقع والانحراف القياسي للاستثمار.

مؤشر المخاطر السيادية مؤشر مبسّط للوضع الاقتصادي في دولة ويستعمله المستثمرون الدوليون كعنصر إضافي عند اتخاذ القرارات، إن المخاطر السيادية هي زيادة سعر الفائدة الذي تدفعه الدولة مقابل التزاماتها بالنسبة إلى السعر الذي تدفعه خزانة الولايات المتحدة.

أما الدول القليلة التطور المشتركة في السوق المالية العالمية فصارت فيها المخاطر السيادية متغيرة رئيسية لأنها من جهة، تشكل مؤشراً للوضع الاقتصادي في الدولة المعنية ولتوقعات وكالات تصنيف المخاطر بشأن تطور الاقتصاد في المستقبل (خاصة القدرة على سداد الدين)، ومن جهة أخرى فإن المخاطر السيادية من مؤشرات تكلفة المديونية التي تستطيع الحكومة مجاهاتها إنه أمر أساسي وله عاقبتان:

— كلما انخفض مؤشر المخاطر السيادية كلما ارتفعت تكلفة المديونية، وكلما ارتفعت هذه التكلفة انخفضت القدرة على إدارة السياسة الاقتصادية زاد خطر عدم تنفيذ الالتزامات مما يؤدي إلى ارتفاع مؤشر المخاطر السيادية.

— يؤثر المؤشر المرتفع للمخاطر السيادية على القرارات المتعلقة بالاستثمار مما يثير انخفاض التدفقات المالية إلى الدولة وارتفاع مستويات أسعار الفائدة. أي لا يرفع تكلفة المديونية الحكومية فقط بل يرفع تكلفة مديونية القطاع الخاص مما يؤثر بشكل سلبي على الاستثمار والنمو ومستوى التوظيف للموارد البشرية والطبيعية.

على الرغم من قدرة المؤشر على قياس سداد الدين لا يستطيع مؤشر المخاطر السيادية وحده إظهار اتجاه الدورة الاقتصادية. إن المحللين يعتقدون في العادة أن انخفاض مؤشر المخاطر السيادية مرتبط بانخفاض تكلفة المديونية في القطاع الخاص وبزيادة الاستثمار والنمو والتوظيف، ويستند هذا الرأي على النمط الكلاسيكي الجديد الذي يفترض سهولة الحركة التامة للموارد الطبيعية ورؤوس المال والمعلومات الكاملة.

تصدر هذه المؤشرات عن وكالات التصنيف؛ مثلاً فإن مؤشر GBI ومؤشر EMBI اللذين قدّرتهما وكالة JP Morgan للمخاطر السيادية عبارة عن المؤشرين الرئيسيين في الاقتصادات النامية، يختص أولهما بالسندات المالية الخارجية وثانيهما بالسندات المالية المحلية.

— **وكالات التقييم:** تعرف على أنها مؤسسات تتولى تقييم وتنقيط خطر مؤسسة ما قصد إعلام المؤسسة المعنية نفسها الخاضعة للتنقيط وكذا مختلف المتعاملين والمستثمرين الراغبين في شراء أو تملك الأوراق المالية التي تطرحها المؤسسة المعنية بمدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية في الآجال المحددة.<sup>1</sup>

الهدف الرئيسي لوكالات التصنيف الائتماني هو الحد من عدم تناسق المعلومات بين المقرضين والمقترضين من خلال تحديد قدرة واستعداد المقترضين المحتملين على الوفاء بالالتزامات بشأن خدمة الدين، وقد أعطت الأزمة المالية العالمية دفعة جديدة لمناقشة دور وفعالية وكالات التصنيف الائتماني وأثرها على استقرار النظام المالي العالمي.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Onathan Katz, and others , **Credit Rating Agencies, no easy regulatory solutions**, the world bank, October 2009, p3.

<sup>2</sup> تقرير الأمين العام للأمم المتحدة (الجمعية العامة)، الدورة السابعة والستون، القدرة على تحمل الدين الخارجي والتنمية، 24 جويلية 2012، ص 8.

## المطلب الرابع: الجدارة الائتمانية والتصنيف الائتماني لديون الخارجية:

## أولاً: الجدارة الائتمانية

## 1- تعريف الجدارة الائتمانية:

يعرف البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي الجدارة الائتمانية بأنها هي " التي تقيس المقدرة والرغبة في الماضي والمستقبل لسداد الائتمان"<sup>1</sup>.

يوضح هذا التعريف بأن توفر المقدرة على السداد وحدها لا يكفي كي يكون العميل جديراً بالحصول على الائتمان والالتزام بالسداد مستقبلاً، إذ لابد من توفر الرغبة في السداد لدى المقترض، وإذا كانت المقدرة على السداد يمكن تقييمها من خلال تحليل البيانات المالية للعميل، فإن الرغبة يمكن التعرف عليها من خلال دراسة العوامل الشخصية (غير المالية) لدى العميل، ودراسة هذه العوامل (المالية والشخصية).

وتعرف الجدارة الائتمانية على أنها الثقة بتوفر السلامة المالية الكافية لدى المقترض وعليه فإن التوسع في الائتمان يولد فرص تعثر طفيفة<sup>2</sup>.

كما يشير اصطلاح الجدارة الائتمانية إلى إجمالي حجم القروض الخارجية التي تستطيع الدولة المدينة استيعابها، أي يمكنها إعادة سدادها في الوقت المتفق عليه، وذلك من إيراداتها (المستقبلية من الصرف الأجنبي)<sup>3</sup>.

ينطلق هذا التعريف من التركيز على الجوانب المالية في الحكم على الجدارة الائتمانية وصولاً إلى التعثر الناجم عن عدم قدرة المقترض على سداد التزاماته، فهو يلغي أي تأثير للعوامل الشخصية في الحكم على جدارة العميل. ويعرف القاموس الدولي الجدارة الائتمانية بأنها "الحصول على تصنيف ائتماني مقبول"<sup>4</sup>.

وإجمالاً الجدارة الائتمانية هي مقدرة الدولة على الاستمرار في خدمة ديونها الخارجية والوفاء بالالتزامات المترتبة على هذه الديون في مواعيدها وبدون الحاجة إلى (طلب إعادة الجدولة أو الفشل في السداد)<sup>5</sup>.

وتحدد الجدارة الائتمانية للاقتصاد المدين بمدى قدرته على أداء مدفوعات خدمة الدين الخارجي، الأمر الذي يتطلب من وجهة نظر الدائنتين ما يلي:

- أن يكون الاقتصاد المدين قادراً على إنتاج فائض من سلع وخدمات قابلة للبيع في الأسواق الدولية مقابل الحصول على عملات أجنبية يمكن استخدامها في أداء مدفوعات خدمة الدين.
- أن تكون موارد النقد الأجنبي للاقتصاد المدين تحت سيطرة السلطات الموكلة إليها خدمة الدين الخارجي.

<sup>1</sup> رضوان العامر، حسين قصري، دراسة مقارنة لنماذج الجدارة الائتمانية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد 37 العدد (2)، 2012، ص322.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص322.

<sup>3</sup> محمد خالد أبو الفهم، محددات الجدارة الائتمانية للسلطة الوطنية الفلسطينية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول للاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية، في الفترة من 8 إلى 9 ماي 2005، ص 7.

[ieffpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/10/ghg1.pdf](http://ieffpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/10/ghg1.pdf)

<sup>4</sup> رضوان العامر، مرجع سابق ص322.

<sup>5</sup> محمد خالد أبو الفهم، مرجع سابق، ص 7.



**2\_ أهمية ارتفاع مستوى الجدارة الائتمانية للدول المقترضة:** وترجع أهمية ارتفاع مستوى الجدارة الائتمانية للدول المقترضة إلى عدد من العوامل منها:

- **التأثير على تكلفة الاقتراض الإجمالية:** تمنح البنوك التجارية القروض المشتركة إلى العميل على أساس أسعار فائدة ثابتة وهي ما تسمى بالسعر مضافا إليه الهامش الإضافي كل فترة ملائمة (ثلاثة أو ستة أشهر وربما سنة كاملة) وذلك لتحديد إجمالي تكلفة الفائدة والتي تعتبر مؤشرا لإجمالي تكلفة الاقتراض في أسواق المال الدولية.

وترجع أهمية ارتفاع مستوى الجدارة الائتمانية للدولة المدينة إلى التأثير على مستوى أسعار فائدة للدولة المدينة، فعلى سبيل المثال، نجد أن دول منظمة التعاون والتنمية OECD تحصل على قروض بهامش إضافي على السعر الأساسي أقل في مقارنة بالدول النامية (غير البترولية) تحصل على القروض بهامش إضافي على سعر الفائدة الأساسي.

- **تحقيق استمرارية عملية النمو الاقتصادي:** من المتوقع أن تستمر معظم الدول في الاقتراض وذلك إذا أرادت استمرار عملية النمو الاقتصادية بما عند معدلات مقبولة، وذلك في ضوء محدودية التوسع في الاقتراض من المصادر الرسمية (الثنائية والمتعددة الأطراف) لذلك نجد أن النمو الاقتصادي يعتمد في جزء منه على قدرتهم على جذب رؤوس الأموال الأجنبية في شكل استثمارات أو قروض، والذي يرتبط بمستوى الجدارة الائتمانية.

- **عرض الأموال القابلة للإقراض:** القدرة على إمكانية الدخول الميسر لأسواق رأس المال الدولية للحصول على احتياجاتها التمويلية، وأنه يجب على الدول المدينة الاحتفاظ أو تحسين مستوى الجدارة الائتمانية لها من أجل حصولها على الحجم الأمثل من الأموال القابلة للإقراض، حيث يرتبط عرض تلك الأموال في الأسواق المالية الدولية بمستوى الجدارة الائتمانية للدولة المدينة.

**3\_ محددات الجدارة الائتمانية:** يقصد بمحددات الجدارة الائتمانية، أهم العوامل (المتغيرات التفسيرية) التي تؤثر على طاقة الدول المقترضة، أي على قدرتها ورغبتها في خدمة ديونها الخارجية، وتتمثل أهم هذه المحددات فيما يلي:

\_ **معدل النمو (مستوى التنمية الاقتصادية)** مقياس كلي للأداء الاقتصادي GDP يعتبر معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي للدولة، كما يستخدم من قبل الدائنين كمؤشر هام لقياس مستوى الجدارة الائتمانية للدولة المدينة، وإذا كانت الدولة المدينة لديها القدرة على استخدام القروض الأجنبية الاستخدام الأمثل بحيث تتحقق الشروط النظرية للاقتراض وهي أن يكون الناتج الحدي لرأس المال المقترض أكبر من التكلفة الحدية لسعر الفائدة على القروض الأجنبية.

ويعتبر تحقيق الشرط النظري للاقتراض الأمثل من أهم العوامل التي يركز عليها الدائنون، وبالتالي فإن الدولة المدينة التي تحقق معدلات نمو مرتفعة في الدخل، سوف توفر موارد إضافية تستطيع من خلالها أن تحافظ على مستوى معيشة سكانها وأيضا الوفاء بخدمة ديونها الخارجية .

ويعتبر مستوى التنمية الاقتصادية من أهم الاعتبارات المؤثرة على مستوى الجدارة الائتمانية للدولة لأنه يعطي مؤشرا عن الطاقة الاقتصادية للدولة الحالية والمستقبلية، على خدمة ديونها الخارجية، ولذلك فإنه من المتوقع أن يرتفع مستوى الجدارة الائتمانية للدول التي تحقق معدلات نمو مرتفعة في الناتج المحلي الإجمالي.

ـ **السيولة:** وتنشأ هذه المخاطرة من عدم كفاية السيولة لمتطلبات التشغيل العادية وتقلل من عدم قدرة البنك على تسديد التزاماته قصيرة الأجل عند مواعيد استحقاقها<sup>1</sup>، وقد تنتج عن سوء إدارة السيولة في المصرف وعن صعوبة الحصول على السيولة بتكلفة معقولة وهو ما يدعى بمخاطرة تمويل السيولة.

أما بالنسبة للدول فهي أحد المحددات الهامة في تحديد مستوى الجدارة الائتمانية للدولة المقترضة في الأجل القصير ويعتبر عدم توافر السيولة من أهم العوامل المسببة لصعوبات خدمة الديون الخارجية والتي قد تنشأ من التقلبات الدورية أو الفجائية في إيرادات الصادرات، تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية الداخلة، الواردات، والتزامات المدفوعات المستحقة الدفع، كما تنشأ أزمات السيولة نتيجة لضعف الهيكل الاقتصادي للدولة، وبعبارة أخرى، تنشأ أزمات السيولة نتيجة العوامل قصيرة الأجل أو طويلة الأجل أو الاثنين معا .

وتستخدم مؤشرات السيولة في الحكم على قدرة الدولة المدينة على مواجهة التزامات ديونها الخارجية في الأجل القصير، كما أنه من خلالها يمكن معرفة موقف الصرف الأجنبي الحالي المتاح للدولة وقدرتها على الاحتفاظ باليسر المالي دون حدوث أزمات، كما أنها تفيد في المقارنة بين الالتزامات قصيرة الأجل والموارد قصيرة الأجل من أجل مقابلة تلك الالتزامات. ومن أهم مؤشرات السيولة:

\* **نسبة خدمة الديون:** وهي عبارة عن نسبة إجمالي الفوائد وأقساط الديون الخارجية إلى إجمالي قيمة الصادرات من السلع والخدمات، وتشير نسبة خدمة الديون إلى مدى قدرة الصادرات وخاصة أنها المصدر الأساسي للنقد الأجنبي، على مواجهة أعباء الديون، وتستخدم هذه النسبة كأداة نظرية في قياس الجدارة الائتمانية للدولة المدينة.

\* **نسبة الاحتياطيات الدولية إلى الواردات:** وهي عبارة عن نسبة إجمالي الاحتياطيات الدولية إلى إجمالي الواردات من السلع والخدمات وقد تبين أن ثمة علاقة وثيقة بين أزمة المديونية الخارجية والاحتياطيات الدولية فقد ثبت أن الاقتصاد الذي يتمتع بمستوى آمن وملائم من الاحتياطيات الدولية يستطيع، عادة أن يواجه مصاعب خدمة ديونه الخارجية دون ضغوط خارجية، كما أتضح أيضا أن البلد الذي يملك احتياطيات ملائمة وكافية يتمتع بقدرة واضحة في التعامل مع أسواق النقد الدولية، حيث يعد مستوى هذه الاحتياطيات من العوامل المحددة لثقة الدائنين في البلد.

ـ **هيكل الدين:** يعتبر هيكل الدين الخارجي من أهم المحددات المؤثرة على الجدارة الائتمانية للدولة المدينة، لأن الديون الخارجية التي يكون آجال سدادها على فترات زمنية طويلة نسبيا تجعل الدولة المقترضة أكثر قدرة على التكيف مع صعوبات خدمة تلك الديون قياسا إلى الديون التي تقترضها الدولة وتكون آجال سدادها قصيرة نسبيا.

ومؤشر نسبة الدين قصير الأجل إلى إجمالي الدين يبين نسبة تلك الديون المستحقة السداد في الفترة القصيرة إلى إجمالي الديون الخارجية، وتتغير هذه النسبة سنويا تبعا للهيكل الزمني للدين، وكلما ارتفع حجم الديون قصيرة الأجل شكل ذلك أعباء ضخمة على اقتصاد الدولة المقترضة، فيدفع الدولة ثانيا إلى الاقتراض إلى أن تجد نفسها غير قادرة على السداد وبذلك تلجأ إلى طلب إعادة جدولة ديونها الخارجية.

<sup>1</sup> Sophie Brana, Michel Cazals, Pascal Kanffmann, *économie monétaire et financière*, 2ème Édition Dunod, Paris, 2003, p 114.

— **نسب التغطية:** تأخذ تدفقات رأس المال الأجنبي الداخلة للدولة أشكال متعددة منها (المنح-القروض-ائتمان الموردين-الاستثمار الأجنبي المباشر-التحويلات... إلخ) وتتأثر التدفقات الأجنبية الداخلة بالأوضاع الاقتصادية والسياسية للدولة، وأنه إذا كان رأس المال الأجنبي الداخل بالقدر الكافي الذي يمكنها من مواجهة التزاماتها التعاقدية وخدمة ديونها، فإن تلك الدول لا تعاني من مشاكل في خدمة ديونها الخارجية، وأنه من المتوقع أن انخفاض نسبة مدفوعات خدمة الديون إلى إجمالي التدفقات الرأسمالية الداخلة للدولة المقترضة، ما يساهم في تحسن مستوى الجدارة الائتمانية للدولة.

— **عدم الاستقرار السياسي:** تؤثر العوامل السياسية للدولة بجانب العوامل أو المتغيرات الاقتصادية على تقييم الجدارة الائتمانية للدولة المقترضة، وتعرف حالة عدم الاستقرار السياسي للدولة بأنها أحداث سياسية غير عادية ومخالفة أو غير مسموح بها من جانب قوانين الدولة وتشمل أحداث عدم الاستقرار السياسي، المظاهرات، الاضطرابات، الثورات الاغتيالات السياسية الانقلابات الحروب الأهلية، حرب العصابات.

وهناك أشكال متعددة لتحليل حالة عدم الاستقرار السياسي للدولة وتمثل فيما يلي:

\***الشكل الأول:** وهو يعتمد على التقديرات الشخصية لسياسات الدولة تجاه الدائنين الأجانب، وسياسات الأحزاب المعارضة، وكذلك قدرة الحكومة على تحقيق المعايير اللازمة من أجل استقرار الاقتصاد ومواجهة المدفوعات الخارجية.

\***الشكل الثاني:** تعتمد على قياس حالة عدم الاستقرار السياسي للدولة باستخدام الأحداث غير العادية ومعدل حدوثها، لأنها لها تأثيرات مختلفة على حالة الاستقرار السياسي.

— **الرغبة في السداد:** قد تلجأ الدولة المدينة إلى خيار إنكار ديونها الخارجية إذا أصبح عبء السداد ثقيلًا جدًا، وثقل عبء الدين يتحدد بمقارنة نفقات خدمة الدين (مقاسه بالمنفعة المضحى بها) بنفقات قبول اختيار إنكار الدين، أي قرار الدولة لهذا الاختيار يمكن أن يخضع للحسابات الاقتصادية (تحليل التكلفة/العائد).

وقد يكلف هذا الاختيار اتخاذ تدابير انتقامية من طرف الدائنين على الدولة التي تتوقف عن سداد ديونها الخارجية ومن أهمها الاستبعاد من الأنشطة المالية الدولية وفرض نوع من الحظر الاقتصادي على الدولة المعنية.

وتتحدد رغبات الدولة في السداد بالاقتراض المستقبلي، لأنه إذا كانت الدولة تستطيع أن تستمر في الحصول على القروض الخارجية فإنها قد لا تلجأ إلى خيار إنكار ديونها الخارجية السابقة، لأن هذا الخيار سوف يتسبب في التدهور الحاد لمستوى الجدارة الائتمانية لتلك الدولة، الأمر الذي يترتب عليه التناقص الحاد لقدرة الدولة المستقبلية على الدخول إلى أسواق رأس المال الدولية، وكذلك الاقتراض من المؤسسات المالية الدولية، ولذلك فإن تقييم الدائنين للجدارة الائتمانية للدولة المدينة يجب أن يعتمد على رغبة المقترض في الوفاء بالتزامات خدمة الديون الخارجية.

**ثانياً: التصنيف الائتماني:**

## 1 \_ مفهوم التصنيف الائتماني:

يعكس التصنيف الائتماني السيادي مدى استقرار وتنافسية وقدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها، ويعتبر مؤشراً للأوضاع الاقتصادية والمالية والسياسية والاجتماعية والتوقعات المستقبلية للدولة، كما يعتبر التصنيف السيادي من عوامل جذب ورفع

ثقة المستثمرين في مجمل البيئة الاستثمارية بالإضافة إلى تأهيل الدولة للحصول على التمويل اللازم للمشاريع التنموية من مصادر دولية وبكلفة تنافسية، وتمكين الدولة من طرح سندات الدين والإقراضات الحكومية في الأسواق المالية العالمية.<sup>1</sup> يعرف التصنيف الائتماني بأنه عبارة عن عملية تهدف إلى توفير المعلومات والتقييم المستقل بشأن مدى ملائمة المؤسسة المالية وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية، أو جودة الأوراق أو المنتجات المالية، وفي نفس الوقت لا يعتبر التصنيف ضمانا بقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها.<sup>2</sup>

كما يعرف التصنيف الائتماني على أنه عبارة عن رأي محلل متخصص أو مؤسسة متخصصة في الملاءة الائتمانية العامة للمؤسسة؛ أي قدرتها ورغبتها في الوفاء بالتزاماتها المالية ودرجة المخاطر المالية التي تواجهها، أو الملاءة الائتمانية لإدارة معين من السندات أو أي التزامات مالية أخرى، وذلك اعتمادا على المخاطر ذات العلاقة.<sup>3</sup> ويعد التصنيف من قبل شركات التصنيف العالمية بمثابة الهوية للبنوك والمؤسسات المالية والدول أمام العالم ومقياس لمعرفة الأوضاع المالية لأي منها، فالتصنيف الائتماني عبارة عن رأي محلل متخصص أو مؤسسة متخصصة حول:

- الملاءة الائتمانية العامة للطرف المقابل أي قدرة الطرف المقابل ورغبته في الوفاء بالتزامات المالية.

- الملاءة الائتمانية لإدارة معين من السندات أو أي التزامات مالية أخرى.

وإجمالاً فالائتماني السيادي هو رأي وكالة التصنيف الائتماني في تقويم الحالة المستقبلية للمقدرة المالية السيادية ورغبتها في الوفاء بالتزاماتها المالية بشكل كامل وفي الوقت المحدد، وكلما حصل البلد على تصنيف ائتماني سيادي مرتفع، كلما انخفضت احتمالات عدم الوفاء بالتزامات المالية في حال تعرض البلد للأزمات المالية والاقتصادية.<sup>4</sup> ظهرت وكالات التنقيط لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث برزت أول وكالة تنقيط سنة 1841 تحت مسمى 'the mercantile agency'، حيث جاء ظهورها كرد فعل على الأزمة المالية التي حدثت سنة 1837 والتي اعتبرت كنتيجة لضعف انتقال المعلومات والبيانات بين مختلف المتعاملين وبالتالي جاءت هذه الوكالة لتتولى جمع وتوزيع البيانات على مختلف المتعاملين بما يساعد على اتخاذ أفضل القرارات الاقتصادية التجارية والمالية.

وبدأت عملية التصنيف لأول مرة سنة 1909 من طرف مؤسسة 'moody's' التي كانت أول مؤسسة تضع نظاما تنقيطيا خاصا بشركات السكة الحديدية وذلك من طرف مؤسسها 'John Moody'، وذلك ابتداء من Aaa التي تعني وضعية مالية جيدة إلى غاية F التي تعني وضعية مالية سيئة، وابتداء من منتصف سنة 1910 برزت كل من مؤسستا 'standard and poor's' و 'Fitch' كمؤسستان مختصان في مجال التنقيط، ثم شهدت سنة 1918 بروز تنقيط الخطر السيادي المرتبط بتحديد ملاءة الدولة والذي تولت إعداده مؤسسة 'moody's'.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> نبيل حشاد، العولة ومستقبل الاقتصاد العربي الفرص والتحديات، دار ابجي لنشر، مصر، 2006، ص 257.

<sup>2</sup> بلعزوز بن علي، مداني أحمد، التصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة المالية العالمية والبحث عن مخرج لها دراسة وضعية وشرعية، مقدمة للمؤتمر الدولي الرابع بالكويت حول: "الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، أيام 15 - 16. 2010.

<sup>3</sup> معهد الدراسات التوعوية الكويت، اضاءات مالية ومصرفية، التصنيفات الائتمانية، نوفمبر 2010 العدد الرابع، ص 2.

<sup>4</sup> World Economic Forum, **The Financial Development Report 2008**, World Economic Forum", Geneva (2008), P: 08.

<http://akgul.bilkent.edu.tr/WEF/2008/FinancialDevelopmentReport2008.pdf>

<sup>5</sup> Ilanah Jospé et autre , les failles des agences de notation, 2012, p5.

[http://www.infoguerre.fr/fichiers/Les\\_failles\\_des\\_agences\\_de\\_notation\\_2012.pdf](http://www.infoguerre.fr/fichiers/Les_failles_des_agences_de_notation_2012.pdf)

## 2 \_ أهم الوكالات الدولية للتصنيف الائتماني:

هناك نحو 150 وكالة تصنيف ائتماني تعمل في 32 دولة حول العالم، لكن اثنتين فقط من هذه الوكالات تحتكران 80% من سوق التصنيف العالمي، وهما وكالة موديز ووكالة ستاندرد أند بورز، تليهما وكالة فيتش التي تهيمن على 14% من سوق التصنيف العالمي المقدرته قيمته بنحو 250 مليار دولار، فيما تتنافس باقي الوكالات على حصة سوقية لا تزيد قيمتها على 6% من حجم السوق<sup>1</sup>.

\_ وكالة Moody's للتصنيف الائتماني<sup>2</sup>:

تعد من أهم مصادر التصنيفات الائتمانية، فهي توفر بيانات بحثية وأدوات تحليلية لتقويم مخاطر الائتمان، وتستفيد منها أكثر من 2400 مؤسسة في جميع أنحاء العالم، يعمل لديها ما يقارب 4000 موظف، منهم أكثر من 1000 محلل ائتماني، وتقوم وكالة موديز بإجراء التصنيفات الائتمانية التالية:

100 - تصنيف ائتماني سيادي.

12000 - تصنيف للشركات.

29000 - تصنيف للسندات المالية العامة.

96000 - تصنيف للمنتجات المالية المركبة عالية المخاطر.

## \_ وكالة Standard &amp; Poor's للتصنيف الائتماني

هي فرع من شركة "Mcgraw-Hill" التي تنشر تقارير عن التحليل المالي للقيم المنقولة من أسهم وسندات هي أحد الشركات الثلاث المعروفة في مجال التصنيف الائتماني مع منافسيها Moody's et Fitch ratings تعرف في السوق المالي الأمريكي من خلال، مؤشر البورصة الأمريكية "S&P 500" تنشر هذه الوكالة 48 تقريراً للاستعلام في السوق المالي تسمى "The Outlook".

## \_ وكالة Fitch IBCA للتصنيف الائتمانية:

وكالة التصنيف فيتش هي مؤسسة تقييم دولية، مختلطة أمريكية وبريطانية، يتواجد هيكلها في نفس الوقت بنيويورك ولندن، وهي أصغر مؤسسة من بين الثلاثة، تأسست هذه الوكالة في 24 ديسمبر 1913 بنيويورك.

## 3 \_ محددات التصنيف الائتماني السيادي :

لا يوجد نموذج يمكن أن يحدد جميع العوامل التي تؤثر على الملائمة المالية السيادية والعوامل التي تأخذها وكالات التصنيف الائتمانية بالاعتبار من أجل إعطاء درجة التصنيف الائتماني السيادي يمكن إبرازها من خلال النقاط التالية:<sup>3</sup>

-التوازن الاقتصادي الكلي.

-التركيب الهيكلي للاقتصاد، ومدى حساسيته للتعرض للصدمات الاقتصادية، والمخاطر السياسية.

-المالية العامة للدولة والتمويل النقدي.

<sup>1</sup> معهد الدراسات التوعوية الكويت، اضاءات مالية ومصرفية، مرجع سابق، ص 2. [http://www.kibs.edu.kw/upload/CreditRatings\\_375.pdf](http://www.kibs.edu.kw/upload/CreditRatings_375.pdf)

<sup>2</sup> مداني أحمد، دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الازمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد- 10 جوان 2013، ص 56.

<sup>3</sup> Fitch Ratings, *Sovereign Rating Methodology*, Fitch Ratings, NY (2007), P 04.

-قوة القطاع المالي والمصرفي، وعلاقته باستقرار الاقتصاد الكلي والالتزامات السيادية الطارئة.

-الموارد المالية الخارجية، وميزان المدفوعات، وتدفق رأس المال، بالإضافة إلى تركيبة الدين الخارجي.

فتقيم مؤسسة ستاندرد اند بور (Standard & Poor's (S&P) للدين العام هو تقييم كمي ونوعي في الوقت نفسه، والقابلية للدفع هي مسألة نوعية تميز الحكومية عن الأطراف الأخرى من المصدرين، لأن الحكومة يمكنها أن تتخلف عن تسديد بعض أو جميع التزاماتها حتى وإن كانت تملك المقدرة المالية على خدمة الدين بشكل سريع، والمخاطر السياسية والاقتصادية الرئيسية التي تأخذها مؤسسة (S&P) بعين الاعتبار عند تقييم الدين الخارجي مايلي<sup>1</sup>:

**المؤسسات السياسية:** إن شرعية وثبات شكل الحكومة للدولة يحددان المعالم لصنع السياسة الاقتصادية، وتصدير البضائع والخدمات تحدد المؤشرات لصانعي السياسة الاقتصادية، فـ [ي]يد القرض الفرنسي AAA على سبيل المثال يعكس من ناحية جزئية إطار العمل السياسي الديمقراطي الذي يساعد على شفافية عملية [ن]ع السياسة ويجعل الحكومة تستجيب لأخطاء السياسة المتوقع حدوثها مع مرور الوقت.

**التضخم والدين العام:** من الممكن أن تؤدي عملية تثبيت أسعار العملة في ظل التضخم وعجز الموازنة إلى انخفاض الدعم الشعبي للحكومات ومثل تلك الظروف من الممكن أن تكون أرضاً خصبة لعجز الدين ومثل تلك الأسباب فإن (S&P) ترى بأن معدل التضخم هو المؤشر الوحيد الأكثر أهمية على اتجاهات القروض العامة بالعملات المحلية.

**الدين الخارجي:** لتقييم حجم الدين العام الخارجي، تقوم مؤسسة (S&P) بمقارنته مع [ن]افي التدفقات الدين الخارجي السنوية من الصادرات من البضائع والخدمات، والتي توفر العملات الأجنبية المطلوبة لخدمة الدين الخارجي .

**الاحتياطيات:** تعتبر احتياطيات البنك المركزي مؤشر خارجي آخر، ولكن أهميتها تتفاوت بحسب اتجاهات التقييم، والاحتياطيات تعمل عادة كواق مالي للحكومة خلال فترات ضغط ميزان المدفوعات، وتقاس كفاءة الاحتياطيات وفقاً للمستوردات وعجز الحسابات الجارية المتوقعة وإجمالي خدمة الدين.

#### 4\_ شروط الاعتراف بشركات التصنيف العالمية:

**الموضوعية:** أن يكون للوكالة أسلوب قياس دقيق ومنظم، ويتم اختبار النتائج على أساس تاريخي، وأن تخضع التصنيفات للمراجعة المستمرة وأن تستجيب للتغيرات في الحالة المالية.

**الاستقلالية:** لا توجد ضغوط سياسية أو اقتصادية على وكالة التصنيف الائتماني تؤثر على تقييمها.

**الشفافية:** إتاحة التقييمات لكل من يريد الاطلاع عليها وبشروط متساوية.

**الإفصاح:** الإفصاح عن طريق التقييم، تعريف التعثر، البعد الزمني، معاني التصنيفات المختلفة، بيانات التعثر.

**الموارد:** ينبغي أن يكون لشركة التصنيف الائتماني موارد مادية وبشرية ذات كفاءة تسمح لها بالقيام بأعمال تقييم ذات جودة مرتفعة.

<sup>11</sup> المنظمة الدولية للأجهزة العليا للرقابة، دليل بشأن التخطيط و إجراء الرقابة على وحدات المراقبة الداخلية للدين العام، تقرير نهائي مايو 2000 ترجمة: عصام الدين محمد رشاد المكسيك، أبريل 2001. [www.wgpd.org.mx/anexos/products/planconducting\\_a.pdf](http://www.wgpd.org.mx/anexos/products/planconducting_a.pdf)

**المصدقية:** إن الاعتماد على تقييم مؤسسة التصنيف الخارجي من جانب أطراف مستقلة (المستثمرين، البنوك) يعتبر دليلاً على مصداقية المؤسسة، كما أن المصدقية تعتمد على وجود إجراءات داخلية تمنع إساءة استخدام المعلومات السرية.

**5 \_ الترميز بالنسبة لمؤسسات التصنيف الدولي:** تقوم مؤسسات التصنيف بإخراج التصنيف الائتماني للدول والمؤسسات من خلال مجموعة من الرموز (الأحرف والاشارات) حيث يعبر كل منها عن وضعية اقتصادية معينة من حيث الخطورة ودرجة الأمان ويمكن توضيح من خلال الدول التالي:

**الجدول (03 . 01): التصنيف المالي لمؤسستي (S&P/Moody)**

تعريف الدرجة الائتمانية	Moody	S&P
تسمى سندات الحافة الذهبية لقدرتها العالية لدفع الفائدة أو المبلغ و ضمانات القوة.	Aaa	AAA
سندات النوعية العالية قدرة قوية لدفع الفائدة أو المبلغ.	Aa	AA
قدرة لدفع الفائدة أو المبلغ، عن ضمان تتأثر بتغير الظروف الاقتصادية تؤثر بسندات الدرجة الاستثمارية	A	A
لها قدرة لدفع الفائدة أو المبلغ، ومركزها قد تضعف بتغيير الظروف الاقتصادية لذلك تؤثر التزاماتها من الدرجة الاستثمارية.	Baa	BBB
ذات درجة نوعية منخفضة للفائدة أو المبلغ وطبقاً لأجل السند على الرغم من توفر درجة النوعية والحماية لعناضر الضمان.	Ba B	BB B
ذات درجة مضاربة لأجل المبلغ، والفائدة مرتفعة على الرغم من امتلاكها لدرجة النوعية والحماية.	Caa Ca	CCC CC
تقترب من سندات الدخل في حالة عدم دفع الفائدة وتسمى سندات المضاربة إلى حد ما.	C	C
سندات النكول واحتمالات الافلاس عالية للجهة المصدرة وتسمى بسندات الخردة Junk.	D	D

**المصدر:** ارشاد فؤاد التميمي، الأسواق المالية (إطار في التنظيم وتقييم الأدوات)، مرجع سابق، ص 261 ولكي تتأهل الجهة الراغبة بالاقتراض يجب أن لا يقل تصنيفها الائتماني عن درجة الاستثمار BBB. وفي حال كون التصنيف BB أو أقل تعتبر درجة التصنيف مضاربة حيث تتميز بارتفاع كلفة إدارتها وبشكل خاص كلفة تعهد التغطية وإدارة إدار السندات وبيعها، كما وتتميز بارتفاع سعر الفائدة عليها. **والجدول رقم (3. 1)** يعطي قراءة لرموز مؤسسات التصنيف الدولي.

- فالديون التي تحمل التصنيف AAA تكون ضمان استثنائية للمصدر ووضعية قوية في السوق والقدرة على التجديد والتكيف عالية، الحساسية على التغيرات والتطورات التقنية والبيئة الانتاجية ضعيفة جداً، والسيولة استثنائية<sup>1</sup>، أما أضعف

<sup>1</sup> وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، دار المنهل، لبنان، 2003، ص 317.

الديون أو ما يطلق عليها ديون الخرد التي تحمل التصنيف D والذي يعبر على أن القدرة على تسديد الديون تساوي صفر أو بمعنى آخر تعبر عن حالة الإفلاس التام.

ودائما ما يصحب التصنيف الائتماني للدولة ما يسمى النظرة المستقبلية Outlook للتصنيف الائتماني للدولة، الذي يعكس تقييم مؤسسة التصنيف حول وضع التصنيف الممنوح للدولة في المدى المتوسط (بين سنة إلى ثلاث سنوات)، الذي يأخذ بشكل عام إحدى صور ثلاث وهي إيجابي Positive، ويعكس تفاعلاً المؤسسة باستمرار احتمالات تحسن أداء الحكومة الائتماني واحتمالات ارتفاع تصنيفها في المستقبل، وسلي Negative ويعكس تشاؤم المؤسسة باستمرار احتمال تراجع أداء الحكومة وتراجع التصنيف الممنوح لها في المستقبل، ومستقر Stable ويعكس ثقة المؤسسة باستمرار التصنيف الحالي للدولة كما هو عبر المدى المتوسط.

#### 4 \_ دور وكالات التصنيف وآثارها:

إن وكالات التصنيف هي وسائل تلخيص كثير من المعلومات المتوفرة عن دولة وتحديد المعايير والمستويات لمختلف المؤشرات التي تم تحليلها فوكالات التصنيف مؤسسات خاصة تقوم بتقييم دولة - من وجهات النظر السياسية والاقتصادية والاجتماعية - ويتم التصنيف الذي يُستعمل كأداة لاتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمار وتتيح تخفيض خطر الاستثمار في الأصول المالية لشقي المقرضين.

تشدد الوكالات في تصنيفها على الأوضاع المحتملة في السياسات المالية والنقدية، والمستويات والنزعات الناتجة عن الميزان المالية العمومية للحكومة، وحجم دين القطاع العام والتضخم، ويتم تحليل هذه المؤشرات المالية والنقدية في ضوء استقرار سير السياسة وهيكل الاقتصاد والإيرادات. ويؤثر التصنيف الائتماني السيادي على الاقتصاديات من خلال ما يلي<sup>1</sup>:

- يعتبر التصنيف الائتماني السيادي أحد أهم العوامل في تحديد معدل الفائدة والذي بموجبه تقتض الحكومات من المؤسسات المالية الدولية، ومن أجل الحصول على تكاليف تنافسية وفعال واسع إلى أسواق رأس المال العالمية، يتعين الحصول على درجة تصنيف ائتماني مرتفعة ضمن درجة الاستثمار من قبل وكالة موديز أو وكالة ستاندر آند بورز ووكالة فيتش، حيث يعكس التصنيف الائتماني المرتفع معدل الفائدة المنخفض.

- يؤثر التصنيف الائتماني السيادي على التصنيف الائتماني للمصارف والشركات والأوراق المالية في البلد بشكل إيجابي أو سلي، ذلك أنه لا يمكن للشركات أو الأوراق المالية المصنفة أن تحصل على تصنيف إئتماني أعلى من التصنيف الائتماني السيادي، إذ لا يمكن لها أن تتخطى المخاطر السيادية للدولة بأي حال من الأحوال، وبالتالي فإن رفع أو تخفيض التصنيف الائتماني يؤدي إلى رفع أو تخفيض الوحدات تحت السيادية المصنفة.

- إن التصنيف الائتماني السيادي المنخفض يؤثر بشكل سلي على النمو في الاقتصاديات الناشئة، ذلك أنه يزيد من تكلفة الإقراض اللازمة لتحقيق معدلات النمو المطلوبة.

واكتسبت وكالات التصنيف دوراً مهماً بعد الأزمة المالية العالمية والتي أحدثت مشاكل القطاع المالي للولايات المتحدة الأمريكية وجميع الاقتصادات للعالم، وأجبرت الحكومات القطرية على اتخاذ التدابير اللازمة لتخفيف الآثار المعاكسة، لا يمكن

<sup>1</sup> مداني أحمد، مرجع سابق، ص 57.



للتحليل المالي التركيز في الالتزامات المباشرة الظاهرة للدولة والتي تضم دفع الأقساط لمبلغ الدين السيادي والمصاريف التي خصصتها الميزانية للسنة المالية المعنية.

وقد أدت هذه الاهتمامات إلى طرح عدد من اقتراحات الإصلاح، وتحديد الاقتراح الذي يهدف إلى الحد من تضارب المصالح عن طريق فصم الصلة التجارية بين مصدري الأوراق المالية ووكالات التصنيف. وطرح العديد من اقتراحات تهدف إلى زيادة التنافس في صناعة التصنيف الائتماني<sup>1</sup>.

وإجمالاً، تستهدف مبادرات الإصلاح هذه تحقيق أربعة أهداف رئيسية هي<sup>2</sup>:

- تقليل اعتماد النظام المالي على خدمات وكالات التصنيف وزيادة الحوافز كي يجري المستثمرون تقييم المخاطر الخاص بهم، وكالات التصنيف والكيانات التي تخضع للتصنيف الكشف عن معلومات أكثر وأفضل من المعلومات التي تشكل أساس قرارات التصنيف التي تتخذها.

- الحد من تأثير آثار الجرف عن طريق توفير تصنيفات للدين أكثر شفافية وبصورة أكثر تواتراً، ويتسم هذا بأهمية خاصة بالنسبة للتصنيفات السيادية التي تنحو إلى أن تكون ذات مفعول عام.

- القضاء على تضارب المصالح وإدراج آراء مختلفة في عملية التصنيف مما يتطلب النظام الجديد تقديم تصنيفين من وكالتين مختلفتين للصكوك المركبة المعقدة ويتطلب من الجهات المصدرة تناوب وكالتها للتصنيف الائتماني كل ثلاث سنوات، ويحظر القانون الأوروبي الجديد تبادل حيازة الأسهم على نطاق واسع فيما بين وكالات التصنيف ويتطلب القانون الأمريكي أن يكون ما لا يقل عن نصف أعضاء مجالس إدارة منظمات التصنيف الإحصائي المعترف بها وطنياً مستقلين، وليست لهم أي مصلحة مالية في التصنيفات الائتمانية.

- زيادة الحوافز لتقديم تصنيفات دقيقة عن طريق جعل وكالات التصنيف تتحمل المسؤولية في حالة ارتكاب مخالفة للأنظمة (أو ارتكاب تقصير جسيم) عمداً مما يؤدي إلى إلحاق الضرر بالمستثمرين الذين يعتمدون على تصنيفاتهم.

### المبحث الثالث: أزمة الديون السيادية

#### المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول الأزمة المالية

أولاً\_ تعريف الأزمة: تعرف الأزمة لغة على أنها الشدة والضييق والقحط، ومنها قولهم أزمة سياسية وأزمة اقتصادية، وأزمة مالية، والمأزم الممر الضيق، المضيق، ومنه قيل لموضع الحرب المأزم لضيق المجال وعسر الخلاص منه. وأزما أزما من باب تعب لغة في الكل.<sup>3</sup>

أما من الناحية الاصطلاحية فتعرف بحسب المجال المستخدمة فيه فمن الناحية الاجتماعية هي توقف الأحداث المنظمة والمتوقعة واضطراب العادات والعرف مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن لتكوين عادات جديدة أكثر ملائمة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> تقرير الأمين العام للأمم المتحدة (الجمعية العامة)، القدرة على تحمل الدين الخارجي والتنمية، مرجع سابق، ص 8. 9.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 9.

<sup>3</sup> محمد إبراهيم الخطيب، الأزمة المالية المعاصرة أسباب وعلاج، المؤتمر العالمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، عمان، الاردن، 21 ديسمبر 2010، ص 5.

<sup>4</sup> السيد عليوة، إدارة الأزمات والكوارث-مخاطر العولمة والإرهاب الدولي، مركز القرار للاستشارات، الطبعة الثالثة، القاهرة، 2004، ص 13.

كما تعريف الأزمة من الناحية الاداري على أنها: "حالة أو موقف يتسم بالتهديد الشديد للمصالح والأهداف الجوهرية، وكذلك يتسم بضغط الوقت أو الضغط الزمني"<sup>1</sup> وتتركز الأزمة من الناحية الادارية على متخذ القرار باعتباره العنصر الفاعل في تحديد مصير ومستقبل المنظمة.

يمكن تعريف الأزمة من الجانب السياسي على أنها حدث أو موقف مفاجئ يؤدي إلى التغير في البيئة الداخلية أو الخارجية للدولة، ينشأ عند تهديد القيم وأهداف أو مصالح أو أمن الدولة الخارجي أو الشرعية الدستورية، أما من الناحية الاقتصادية فهي عبارة عن اضطراب في الحالة الاقتصادية العادية أو في التوازن الاقتصادي الكلي<sup>2</sup>.

بمعنى وضع اقتصادي عارض يسبب تغييرا في الحياة العادية للمجتمع ويؤدي إلى إحداث أوضاع غير مستقرة، مما يهدد المجتمع والمصالح الوطنية والبنية الأساسية، ويحدث نتائج غير مرغوب فيها. كما يؤثر على تحقيق الأهداف الوطنية إذ أنه ينشأ في وضع اقتصادي عالمي أو إقليمي أو داخلي، ويحتاج إلى بذل الجهود لاجتيازه.

### ثانياً \_ الأزمات المالية

وورد في قاموس العلوم الاقتصادية أن "الأزمة المالية تنتج عند اجتماع أو توافق أزمة بورصة (أو إنحيار في البورصة) أزمة بنكية، وفي أغلب الأحيان أزمة الصرف"<sup>3</sup>.

فالأزمة المالية تعريف على أنها تلك التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات، وكذلك اعتمادات الودائع المصرفية، ومعدل الصرف<sup>4</sup>.

وتشمل الأزمة المالية التدهور الحاد وغير المرتقب في الأسواق المالية لدولة ما أو لمجموعة من الدول، ومن أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، مما يولد إختلالات في ميكانيزمات هذا النظام، فينعكس سلبياً في تدهور قيمة العملة وأسعار الأسهم بصورة حادة، ويفضي إلى آثار سلبية في قطاعي الإنتاج والعمالة، يترتب عنها إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية وكذلك الدول<sup>5</sup>.

وعادة ما تحدث الأزمات المالية بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة ثقة في النظام المالي مسببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال ضخمة للداخل يرافقها توسع مفرط وسريع في الإقراض دون التأكد من الملاءة الائتمانية للمقرضين، وعندها يحدث انخفاض في قيمة العملة، مؤدياً إلى حدوث موجات من التدفقات الرأسمالية إلى الخارج<sup>6</sup>.

يمكن تعريف الأزمة المالية بأنها وقوع خلل خطير ومفاجئ نسبياً يضرب السلوك المعتاد للمنظومة المالية ويتضمن أخطاراً وتهديدات مباشرة وكبيرة للدولة والمنظمات والأفراد وجميع أصحاب المصالح، ويتطلب هذا الخلل تدخلات سريعة وفاعلة من جميع الأطراف ذات العلاقة، وتؤدي الأزمة المالية إلى نتائج سلبية واضحة على مستوى الاقتصاد الجزئي والاقتصاد

<sup>1</sup> نعيم ابراهيم الظاهر، إدارة الازمات، عالم الكتب الحديث وجدارا للكتاب العالمي، 2009، ص10.

<sup>2</sup> محسن أحمد الخضيري، إدارة الأزمات، مكتبة مدبولي، الطبعة الثانية، مصر، ص 55.

<sup>3</sup> A Beitone , A Cazorla , C Dollo , A-Mary Draï, **Dictionnaire des sciences économiques**, Armand Colin, 2<sup>e</sup> édition, Paris 2007, P115.

<sup>4</sup> زكرياء سلامة عيسى شنطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية ( من منظور الاقتصاد الإسلامي)، دار النفاثس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى ، 2009 ، ص161 .

<sup>5</sup> عرفان تقي الحسني، مرجع سابق، ص200 .

<sup>6</sup> معهد التخطيط القومي، تطوير أساليب وقواعد المعلومات في إدارة الأزمات المهتدة لا طرد التنمية-المرحلة الأولى، القاهرة، سلسلة قضايا التخطيط والتنمية رقم 105 ، 1996ص10 .

الكلي وخسائر في الموارد المادية والموارد البشرية، وتؤدي إلى اضطرابات حادة في التوازنات الاقتصادية قد يعقبها اختيارات حادة لمؤسسات مالية ومؤسسات أخرى<sup>1</sup>.

كما تتجلى الأزمة المالية في الانخفاض المفاجئ بأسعار نوع واحد أو أكثر من الأسهم، والأسهم، وإما رأس مال مادي كالمعدات وإما أسهم مالية كالأسهم والسندات أو حقوق ملكية للأسهم المالية وتسمى مشتقات مالية، فإذا انهارت أسهم فجأة فإن ذلك يعني إفلاس المؤسسات التي تمتلكها، وقد تأخذ الأزمة المالية شكل اختيار مفاجئ في سوق الأسهم أو سوق العقارات<sup>2</sup>.

قد يحدث مثل هذا الاختيار المفاجئ في أسعار الأسهم نتيجة انفجار فقاعة سعرية "مثلاً"، والفقاعة المالية أو السعرية أو فقاعة المضاربة كما تسمى أحياناً، هي بيع وشراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الأسهم أو المادية، الأسهم أو المنازل مثلاً، بأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية، والسعر "الحقيقي" هو مجموع القيم الحالية للعائد المستقبلي المتوقع للأسهم، لعوائد السهم أو السند أو العقار في المستقبل مثلاً.

هناك خصائص أساسية تبرزها مهما كانت طبيعتها والمتمثلة في:

— حدوثها بشكل عنيف ومفاجئ، واستقطابها لاهتمام الجميع.

— التعقيد، والتشابك، والتداخل في عواملها وأسبابها.

— تصاعدها المتواصلة مما يؤدي إلى درجات عالية من الشك في البدائل المطروحة لمواجهة الأحداث المتسارعة.

— نقص المعلومات الكافية عن الأزمة وسيادة حالة من الخوف من آثارها وتداعياتها.

### ثالثاً: أنواع الأزمات المالية

#### 1\_ الأزمات المصرفية

تحدث الأزمات المصرفية عندما يؤدي اندفاع فعلي أو محتمل على سحب الودائع من إحدى البنوك، أو إخفاق البنوك في قيامها بإيقاف قابلية التزاماتها الداخلية، ولها آثار أقسى على النشاط الاقتصادي، وقد كانت الأزمات نادرة نسبياً في الخمسينات والستينات بسبب القيود على رأس المال والتحويل، ولكنها أصبحت أكثر شيوعاً منذ السبعينات، وتحدث بالتراكم مع أزمة العملة<sup>3</sup>. وتتخذ هذه الأزمة شكلين أساسيين:

— **أزمة السيولة**: وتحدث هذه الأزمة عندما يفاجئ بنك ما بزيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع، حينها يصعب على هذا البنك الإستجابة لطلبات المودعين المتزايدة، وتحدث "أزمة سيولة" حادة تصل آثارها إلى نسبة الإيداع المخصصة لمواجهة السحب اليومي؛ وإذا ما انتقلت هذه الحالة إلى بنوك أخرى، تظهر عندها "أزمة النظام المصرفي" "Systematic Banking Crisis".

<sup>1</sup> خضيرات، عمر، الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية الراهنة 2008 وموقف الاقتصاد الإسلامي منها، جامعة البلقاء التطبيقية، ص2.

<sup>2</sup> محمد ابراهيم الخطيب، مرجع سابق، ص6.

<sup>3</sup> زكرياء سلامة عيسى شنتاوي، مرجع سابق، ص1

\_\_ أزمة الائتمان: لما تتوافر الودائع لدى البنوك، وترفض تلك البنوك منح القروض خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب، تظهر بهذه الحالة أزمة الإقراض أو أزمة الائتمان "Credit Crunch"<sup>1</sup>، وتعرف هذه الحالة عند نمو معدل "عدم أداء الأصول" والذي يساوي إلى الأصول المعطلة إلى إجمالي الأصول عموم.

2 \_\_ أزمات أسواق المال (حالة الفقاعات): يحدث هذا النوع من الأزمات في أسواق المال بسبب ما يعرف اقتصاديا بظاهرة (الفقاعة). أي عندما ترتفع أسعار الأصول بحيث تتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرر. وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل والمضاربة على سعره وليس شراءه من أجل الاستثمار لتوليد الدخل، وهنا يصبح انهيار أسعار هذه الأصول مسألة وقت فقط، بحيث لما يكون هناك اتجاه قويا لبيع تلك الأصول تبدأ أسعارها في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأصول الأخرى في ذات القطاع أو في القطاعات الأخرى.<sup>2</sup>

3 \_\_ أزمة المديونية: وهي محل الدراسة في المطلب أدناه.

وإجمالاً فحسب إحصائيات صندوق النقد الدولي لشهر سبتمبر 2008، فقد شهدت الفترة 1970-2007 ما يقارب 124 أزمة مصرفية، و207 أزمة عملة، و63 أزمة مديونية. وأشهر هذه الأزمات: أزمة المديونية الخارجية العالمية سنة 1982، أزمة سعر الصرف في النظام النقدي الأوروبي بين سنتي 1992-1993، وفي المكسيك خلال الفترة 1994-1995، ووصل إلى منطقة شرق آسيا في أندونيسيا وكوريا الجنوبية وتايلاند في الفترة 1997-1998، وإلى تركيا سنة 2000.<sup>3</sup>

### المطلب الثاني: أزمة الديون السيادية

#### أولاً: تعريف أزمة الديون السيادية:

تعد الوظيفة الأساسية للديون السيادية مساعدة التمويل الحكومي، فالموازنة العامة ليست في حالة توازن بشكل دائم فهي بحاجة إلى مصدر خارجي ومن غير المنطق ترك الميزانية للضبط التلقائي<sup>4</sup>.

وتحدث أزمة الديون إما عندما يتوقف المقرض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة.<sup>5</sup> وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي (عام)، كما أن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته، قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل، وإلى أزمة في الصرف الأجنبي<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> الجوزي جميلة، "أسباب الأزمة المالية وجذورها"، المؤتمر الدولي حول: "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 مارس 2009. ص 01.

<sup>2</sup> Robert Boyer, Mario dehove, Dominique plihon, **les crises financières**, paris, la documentation française, 2004, p1.

<sup>3</sup> علي توفيق الصادق، "تطور دور الدولة في التنمية أثناء وبعد الأزمة المالية العالمية"، المؤتمر العلمي العاشر: الاقتصاديات العربية والتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية"، بيروت، لبنان، 19-20 ديسمبر 2009. ص 2.

<sup>4</sup> JEAN-PIERRE, **Quelle politique pour la dette souveraine ?**, Banque de France . Revue de la stabilité financière • N° 16. Avril 2012 .P214.

<sup>5</sup> رايس حدة، الآثار الاقتصادية لأزمة العقود العقارية ب الو. م. أ، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 16، 2009، ص 67.

<sup>6</sup> زكرياء سلامة عيسى شنتاوي، مرجع سابق ص 1.

وقد شاع استخدام مصطلح الديون السيادية **Sovereign debts** بصورة كبيرة، خصوصا مع تعرض اليونان لمخاطر التوقف عن سداد التزاماتها نحو دائئتها، وبدأت تقرُّ العبارة بشكل شبه دائم. عندما تقوم حكومات دول العالم بإصدار سنداتٍ فإنها تكون دائما أمام خيارين، الأول أن تقوم بإصدار هذه السندات بعملتها المحلية، وغالبا ما تكون هذه السندات موجهة نحو المستثمرين في السوق المحلي، وفي هذه الحالة يسمى الدين الناجم عن عملية الإصدار "الدين الحكومي **Government debt**"، أو تقوم الحكومة بإصدار سندات موجهة للمستثمرين في الخارج بعملة غير عملتها المحلية، والتي غالبا ما تكون بعملة دولية مثل الدولار أو اليورو ويطلق على الدين الناجم عن هذه العملية عبارة "الدين السيادي **Sovereign debt**"<sup>1</sup>.

### ثانيا: الديون السيادية وديون القطاع الخاص:

تختلف عقود الدين سواء كان محليا أو خارجيا التي يكون فيها المقترض حكومة سيادية، عن عقود دين القطاع الخاص، وفي حالة الدين المحلي، تؤدي الجهة ذات السيادة دورا كبيرا وهي عادة ما تكون المقترض الأكثر أمانا في البلد وعادة ما تكون صكوك دينها الأكثر سيولة وتستخدم كمعيار لتسعير صكوك الدين المحلي، وعندما يكون الدين مقوِّما بالعملة المحلية ويكون للبلد عملته الخاصة به، تستطيع الحكومة دائما تحويل دينها العام إلى نقد، ويختلف الوضع حينما يصدر بلدا دينا بعملة أجنبية أو، بصورة أعم بعملة ليست لها سيطرة كاملة عليها<sup>2</sup>.

تختلف الديون السيادية عن ديون القطاع الخاص لسببين أساسيين:

\_\_ المقرضون الخواص لا يمكن أن يرفضوا سداد ديونهم المستحقة لأن القوانين المحلية والمحاكم يمكن أن تجبرهم على ذلك أو تسديدها من خلال عملية الإفلاس وتحويل أموالهم للدائنين، على النقيض من ذلك، ليس هناك قوانين أو محاكم الإفلاس ضد الحكومات التي ترفض سداد ديونها.

\_\_ يختلف الدين العام الديون الخاصة باعتبار أن الديون السيادية "غير مضمونة"، أو لا تدعمها ضمانات. لا يمكن للحكومات أن تلتزم بتسليم الأصول إذا كانوا غير قادرين على سداد ديونهم، لأنه، ليس هناك سلطة دولية تجبرهم على القيام بذلك، وهذا يتناقض مع القطاع الخاص، حيث عقود الدين هي في كثير من الأحيان بدعم من ضمانات على سبيل المثال، تعمل الملكية كضمان لقروض الرهن العقاري في معظم البلدان.<sup>3</sup>

وحيثما يوجد دين بعملة أجنبية، يمكن أن تجد الحكومات أنفسها في وضع لا تستطيع فيه خدمة ديونها، إلا أنه في حين تتضمن القوانين التجارية الوطنية إجراءات محددة تحديدا جيدا لإنفاذ عقود الدين الخاص ولتناول حالات الإفلاس في القطاع الخاص، في حالة الدين السيادي، يكون حق رجوع الدائنين للقانون محدودا. وترد القدرة المحدودة على الإنفاذ جزئيا فقط إلى مبدأ الحصانة السيادية التي تحمي الدول ذات السيادة من الدعاوى القضائية في محاكم أجنبية. وتشير تفسيرات قانونية صدرت مؤخرا إلى أن الحصانة السيادية قد لا تنطبق على عقود الدين ويمكن للمقترضين ذوي السيادة التنازل عن حصانتهم

<sup>1</sup> ابراهيم السقا، ماهي الديون السيادية، مجلة الاقتصادية الالكترونية، السعودية، تاريخ الاطلاع، 2012/09/10، <http://alpha.argaam.com/?p=14786>

<sup>2</sup> تقرير الأمين العام للأمم المتحدة (الجمعية العامة)، مرجع سابق، ص 10.11.

<sup>3</sup> Rebecca M. Nelson, **Sovereign Debt in Advanced Economies** : Overview and Issues for Congress ,October 28, Congressional Research Service2013.p3. <https://fas.org/sfp/crs/misc/R41838.pdf>

إلا أنه ما زال من الصعب إنفاذ الأحكام التي تصدرها محاكم أجنبية لأنه لا يمكن للدائنين سوى ضم أصول تقع خارج حدود البلد<sup>1</sup>.

كما أن هناك ثلاث طرق مستعملة لتحديد الديون السيادية (الخارجية):<sup>2</sup>

✓ الأول تركز على العملة التي يتم بها إصدار الدين وبالتالي تعريف الدين السيادي على أنه جميع الديون الصادرة بالعملات الأجنبية.

✓ أما الثاني تركز على إقامة الدائن وعليه فالدين السيادي هو الديون المستحقة لغير المقيمين.

✓ الثالثة تركز على مكان الإصدار والتشريع الذي ينظم عقد الدين فالدين الخارجي هو الدين الصادر في الدول الأجنبية وتحت الولاية القضائية لمحكمة أجنبية.

إن تعريف الدين السيادي على أساس العملة التي تم بها الإصدار غير ملائمة لأن العديد من البلدان تصدر الديون المقومة بالعملة الأجنبية في الأسواق المحلية وبدأت مؤخرا في إصدار الديون المقومة بالعملة المحلية في الأسواق الدولية، علاوة على ذلك، هذا التعريف يواجه إشكالية بالنسبة للبلدان التي تعتمد عملة بلد آخر، أما التركيز على إقامة المدين فمنطقي من وجهة النظر النظرية لأنه يركز على نقل الموارد بين المقيمين وغير المقيمين، ويسمح بقياس الموارد مقدار تقاسم المخاطر الدولية وآثار الدخل من الاختلافات في مخزون الديون وإلى تقييم التكلفة السياسية للتخلف عن السداد على الدين العام . ومع ذلك، فإن هذا التعريف يكاد يكون مستحيلا لتطبيق في البيئة الحالية حيث حصة كبيرة من الديون الخارجية بسبب الدائنين من القطاع الخاص نتيجة لذلك، فإن معظم البلدان في نهاية المطاف أرقام التقرير على أساس التعريف الثالث الذي يركز على مكان الإصدار والولاية القضائية التي تنظم عقد الديون.

وبالإجمال تتمثل الديون السيادية في سندات تقوم الحكومة بإصدارها بعملة أجنبية وطرحها للبيع لمستثمرين من خارج الدولة، ولهذا فعلى الحكومة أن تكون قادرة على الوفاء بديونها المقومة في شكل سندات بالعملة الأجنبية، وأن يكون لديها هيكل تدفقات نقدية من النقد الأجنبي والذي يسمح لها بذلك، حرصا منها على ثقتها لدى المستثمرين الأجانب، وكذلك على تصنيفها الائتماني في سوق الإقراض<sup>3</sup>.

إن نوع العملة المصدر بها السندات السيادية للدولة يعد في غاية الأهمية، فالسندات المصدرة بعملة الدولة تنخفض درجة المخاطر المحيطة بها إلى حد كبير، حيث يمكن للدولة في حالة مواجهة أزمة في خدمة تلك الديون أن تصدر المزيد من عملتها المحلية وتتجنب مخاطر إعلان التعثر، بعكس الحال بالنسبة للسندات المصدرة بعملة أجنبية، حيث أن توقف الدولة عن خدمة هذه الديون سيؤدي إلى إعلان إفلاس الدولة بصورة رسمية، ولهذا السبب تتمتع الولايات المتحدة بميزة مهمة مقارنة بباقي دول العالم، حيث إن دينها العام بجميع أشكاله وباختلاف مالكية مصدره بالكامل بالدولار الأمريكي.

<sup>1</sup> تقرير الأمين العام للأمم المتحدة (الجمعية العامة)، القدرة على تحمل الدين الخارجي والتنمية، مرجع سابق، ص 11.

<sup>2</sup>Ugo Panizza, Federico SturzeneggerJeromin Zettelmeyer, **INTERNATIONAL GOVERNMENT DEBT**, United Nations Conference on Trade and Development, June 2010, No. 199.p02.

<http://debt-and-finance.unctad.org/Documents/Discussion-papers/International-Government-Debt-PANIZZA-STURZENEGGER-ZETTELMEYER-2010.pdf>

<sup>3</sup> الغرفة التجارية الصناعية بالرياض، الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوروبية، مركز البحوث والدراسات، إصدار سنوي، العدد 19، 2011، ص 16.

## ثالثاً \_ مراحل أزمة الديون السيادية:

إن أزمة الديون السيادية هي الحالة التي تواجه فيها الدولة تزايداً مستمراً في مستويات ديونها بحيث تصبح هذه المستويات من الدين والفوائد عليها غير مستدامة (غير قابلة لسداد) ما يؤدي في النهاية بالدولة إلى التوقف عن خدمة ديونها وإعلان عجزها أو حتى إفلاسها ويمكن تتبع أزمة الديون السيادية من خلال المراحل الخمس التالية<sup>1</sup>:

\_ في المرحلة الأولى: ترتفع مستويات الدين القائم على الدولة نتيجة مجموعة من العوامل المسببة لتصاعد الدين، التي يمكن أن تكون بسبب ضعف المالية العامة للدولة نتيجة عدم كفاية الإيرادات الضريبية أو انخفاض كفاءة عملية تحصيلها أو ارتفاع مستويات الإنفاق العام للدولة على نحو [ ] يتماشى مع قدرتها على جمع الضرائب... إلخ. ويترتب على استمرار هذه الأوضاع استمرار ارتفاع الدين كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي للدولة.

\_ في المرحلة الثانية: ترتفع درجة القلق في الأسواق نتيجة تفاقم مستويات الدين القائم على الدولة، وهو ما يؤدي إلى اهتزاز ثقة المستثمرين بسندات الدولة، نظراً لتراجع الثقة بقدرتها على خدمة ديونها، الأمر الذي يدفعهم إلى طلب معدلات أعلى من العائد على سندات الدين الخا[ ]ة بالدولة لمواجهة ارتفاع مخاطر توقفها عن خدمة الديون، ويعني ذلك بالتالي ارتفاع معدلات الفائدة على [ ]داراتها الجديدة من السندات.

\_ في المرحلة الثالثة: ترتفع تكلفة خدمة الدين نتيجة [ ]ارتفاع مستويات الدين القائم على الدولة من ناحية وارتفاع معدلات الفائدة على السندات الجديدة من ناحية أخرى، ومن ثم تكون المحصلة النهائية لذلك هي ارتفاع مستويات الإنفاق العام للدولة على نحو أكبر ومن ثم ارتفاع العجز المالي إلى الناتج في الدولة.

\_ في المرحلة الرابعة يترتب على ارتفاع تكلفة [ ]اقتراض محاولة الدولة السي[ ]رة على إنفاقها العام من خلال محاولة زيادة الضرائب أو رفع درجة كفاءة التحصيل لها، أو من خلال طلب المساعدة من المؤسسات الدولية مثل [ ]ندوق النقد الدولي، أو تلجأ الدولة إلى خيار التقشف، حيث تقوم الدولة بتخفيض مستويات الإنفاق بهدف السي[ ]رة على العجز المالي ومن ثم النمو في الدين العام للدولة، غير أن تلك السياسة يترتب عليها انخفاض معدلات النمو وقد تدخل الدولة في حالة كساد، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع نسبة الدين إلى الناتج.

\_ في المرحلة الخامسة ونتيجة لهذه الت[ ]ورات يصبح من الصعب على الدولة أن تقوم بخدمة دينها القائم ويقل إقدام المستثمرين على شراء سندات الدولة وهو ما قد يؤدي إلى توقف الدولة عن خدمة ديونها، حتى ينتهي الأمر بالدولة إلى إعلان إفلاسها.

## المطلب الثالث: آثار أزمة الديون على اقتصاد

يذهب الرأي السائد في الدراسات التي تتناول التمويل الدولي إلى أن ارتفاع مستويات الدين الخارجي يقوض الأداء [ ]اقتصادي، لأن ذلك بمثابة ضريبة على مشروعات [ ]استثمار في المستقبل ويقيد تمويل تلك المشروعات.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> ابراهيم السقا، حلزون الديون، تاريخ [ ]طلاع، مجلة [ ]اقتصادية [ ]إلكترونية 2012/09/10.

[http://www.aleqt.com/2012/06/01/article\\_662710.html](http://www.aleqt.com/2012/06/01/article_662710.html)

<sup>2</sup> رباح أريزكي وماركز بروكر، الديون والديمقراطية، مجلة التنمية والتمويل الدولي، يونيو 2010، العدد 2، المجلد 47، ص 30.

وقد تكون هذه الآثار الاقتصادية التي تمارسها القروض العامة، بمختلف عملياتها، من طبيعة انكماشية، أو من طبيعة توسعية، أو من طبيعة تضخمية، وهو ما يتوقف: بصفة أساسية على ثلاثة عوامل، وهي:<sup>1</sup>

- التنظيم الفني للدين العام: حجمه ومدته، والمكتتبين فيه، وكيفية استهلاكه، والموارد المالية التي تغطي عملية الاستهلاك هذه، فكل هذه العوامل تؤثر بالضرورة في توجيه آثار الدين العام نحو الانكماش، أو التوسع، أو التضخم.

- مستوى الدخل القومي، ومستوى التشغيل القومي، ومدى مرونة العرض الكلي ارتفاع الطلب الكلي.

- طبيعة النفقات العامة التي تمولها هذه الديون، وهل هي نفقات استهلاكية أم نفقات استثمارية؟

وهذه العوامل الثلاثة تعمل معاً في تحديد طبيعة الآثار الاقتصادية للدين العام في الاقتصاد القومي.

فالعجز المالي ومن ثم الدين العام للدولة ليس ضاراً على طول الخط، بل إنه في الكثير من الأحيان يصبح ضرورة، مثل العجز الذي تحققه الدولة لكي ترفع به معدلات التوظيف وتقاوم ارتفاع معدلات البطالة، حيث يصبح العجز من أدوات الناعة الرفاهية في المجتمع وتحسين مستوياتها، ومن ثم فإن الأثر الصافي للدين يعتمد إذن على السبيل الذي تم استخدامه فيه ويمكن إيجازها فيما يلي:

**1 \_ الأثر على الطلب الكلي:** يوجد قدر من الاتفاق بين الاقتصاديين حول أن الدين له آثار طيبة على الطلب الكلي في الأجل القصير حيث يمكن الحكومة من زيادة الإنفاق العام بما تستدينه، ولكن في الأجل الطويل يحجم هذا الطلب عندما تقتض الحكومة لسداد ديونها السابقة والذي يمثل طلباً.

**2 \_ الأثر على المالية العامة:** ويظهر ذلك من جانبين الجانب الأول أن الدين السيادي يستخدم لتمويل عجز الموازنة، والجانب الثاني: فإن أعباء خدمة الدين العام تمثل نفقات إضافية في الموازنة العامة للدولة، ونظراً لسوء إدارة المالية العامة فإن الإنفاق العام يتزايد من سنة لأخرى وبمعدل نمو أكبر من معدل نمو الإيرادات العامة وبالتالي فإن عجز الموازنة يتزايد ويستمر الأمر الذي يترتب عليه مباشرة تزايد الدين واستمراره في حلقة خبيثة مفرغة مما يؤثر على الأداء المالي العام بشكل سيء، ومن الجانب الثاني فإن تخصيص مبالغ كبيرة تصل إلى أكثر من ربع النفقات، وحوالي نصف الإيرادات لخدمة الدين يعني حرمان المواطنين من الاستفادة من هذه المبالغ المخصصة لخدمة أعباء الدين.<sup>2</sup>

**3 \_ ثمة علاقة بين الديون وأعباء خدمتها ومعدل الادخار المحلي:** إذ تمثل خدمة الدين ونسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي الجزء المقتطع من الناتج أي من الدخل لسداد الدين والفوائد، وعليه فإن العلاقة عكسية بين مقدار هذا الجزء المقتطع وبين معدل ادخار المحلي.<sup>3</sup>

**4 \_ الأثر على ميزان المدفوعات:** إذا كان الدين الخارجي يمثل تدفقات نقدية داخلية في ميزان المدفوعات مما يساهم في تخفيض العجز الكلي في هذا الميزان فإن خدمة هذا الدين من فوائد وأقساط تمثل تدفقات خارجة تزيد في العجز في الميزان، وهذا ما يحدث في كثير من الدول نظراً لتزايد أعباء خدمة الدين الخارجي وخفض الاستثمارات والقروض الأجنبية الواردة، وهذا فضلاً على أن الاقتصاد يتحمل الفوائد لصالح المستثمرين من الخارج.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> رفعت المحجوب، مرجع سابق، ص 507.

<sup>2</sup> محمد عبد الحليم عمر، مرجع سابق، ص 16.

<sup>3</sup> طلال أبو غزالة، رمزي ركي، الارصدة والمديونية العربية للخارج، مكتبة الفكر العربي، الأردن، 1987، ص 305.

<sup>4</sup> محمد عبد الحليم عمر، مرجع سابق، ص 16.



5- الأثر على العدالة بين الأجيال من المواطنين: عادة ما يتم الاقتراض في وقت ويتم السداد في زمن آخر، وإذا كان الجيل الذي حدث في ظلّه الاقتراض يستفيد بالأموال المقترضة فإن الجيل التالي له هو الذي يتحمل أعباء خدمة هذه القروض بالاقتطاع من الأموال المتاحة للإنفاق على الخدمات اللازمة له، ويمكن القول أن الجيل التالي قد أنتفع بالقروض لو استخدمت في الإنفاق على المشروعات الاستثمارية التي يطول أمد الانتفاع بها إلى سنوات تزيد عن سنوات سداد القرض اللاحقة.

#### المطلب الرابع: أزمة المديونية في التسعينات

لقد طرأت تغيرات على القروض الدولي، فقد كانت الولايات المتحدة الأمريكية المقرض الرئيسي للعالم، وبعد عام 1973 التحقت بها الدول الغنية المصدرة للنفط. أما المقرضون الرئيسيون وخاصة خلال عام 1970 فكانوا من الدول النامية، ولكن في منتصف عام 1980 تحولت الولاية المتحدة إلى أكبر مقرض، أما مجموعة الدول المصدرة للنفط فكانت تقريبا تقترض نفس الكمية التي كانت تقترضها، ولعبت كندا وبعض الدول الأوربية دورا ثانويا في الإقراض، وقد تغير نمط الإقراض وذلك بالعودة إلى القروض الخاصة لكل من الدول والمقرضين الخاصين.<sup>1</sup>

لكن الإقراض الدولي كانت تسوده حالة من الأزمات الحادة، وفي المدة بين 1974 . 1981 منحت قروض إلى دول العالم الثالث وانتهت موجة هذه القروض بأزمة انخيار الثقة بين المقرضين والمقرضين، وفشلت حكومات 38 دولة في الدفوعات المجدولة لديونهم منذ 1975. ولقد تعرضت أكثر البنوك في العالم إلى خسارة كبيرة وذلك نتيجة للقروض الكبيرة التي منحتها.<sup>2</sup>

ارتفعت ديون الدول النامية الخارجية من 68.6 بليون دولار عام 1970 إلى أكثر من 71.9 بليون دولار عام 1981 وبعد ذلك إلى 1279 بليون دولار عام 1989 وأما خدمة هذه الديون فقد ارتفعت من 9.3 بليون دولار عام 1970 إلى 127 بليون دولار عام 1981 ثم إلى 182.7 بليون دولار عام 1986. إن الانطلاق الحقيقي لأزمة الديون السيادية بدأ في أوت من سنة 1982 عندما أعلنت المكسيك عن عدم قدرتها على مواجهة التزاماتها في سداد الديون واعتبارا من ذلك التاريخ.

وأدى ارتفاع خدمة الديون الخارجية إلى استنزاف موجودات الدول النامية من النقد الأجنبي. مما أعاق برامج التنمية في هذه الدول. كما أن الزيادة في الديون الخارجية أدى إلى ارتفاع نسبة الديون إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث بلغ 38.4% عام 1987 بالمقارنة مع 15.8% عام 1970. ويدل ارتفاع هذه النسبة على اعتماد الدول على الخارج في حل مشكلاتها الاقتصادية المحلية، وتحويل جزء كبير من الناتج القومي للوفاء بالالتزامات المترتبة على هذه الدول للخارج.<sup>3</sup> ويوضح الجدول رقم (01-04): الديون الخارجية وأعباء خدماتها للدول النامية والعربية (1975 - 1992).

<sup>1</sup> على عبد الفتاح أبو شرارة، اقتصاد الدولي (نظريات وسياسات)، دار المسير، عمان، الطبعة الأولى، 2007، ص 209.

<sup>2</sup> على عبد الفتاح أبو شرارة، مرجع سابق، ص 209.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص 218.

## الجدول رقم (01-04): الديون الخارجية وأعباء خدماتها للدول النامية والعربية (1975 - 1992).

1992	1991	1990	1985	1980	1975	
اجمالي الديون الخارجية (بليون دولار)						
1662.2	1605.9	1518.3	952.3	658.2	166.7	الدول النامية
	155.8	156.7	106.2	49.2	4.2	الدول العربية
خدمات الديون الخارجية (بليون دولار)						
178.5	175.6	176.3	136.3	99.5	14.5	الدول النامية
104.1	95.9	99.4	66.6	46.2	9.0	أقساط
74.4	79.7	76.8	69.6	73.8	5.5	فوائد
	16.7	17.7	10.4	7.8	0.43	الدول العربية
	12.1	12.8	6.8	4.9		أقساط
	4.6	4.9	3.6	2.9		فوائد
نسبة الدين للصادرات						
174.4	170.3	162	170.3	212.1	89	الدول النامية
	122.5	111.3	98.4	26.7	22.3	الدول العربية
نسبة الدين للنتائج المحلي						
37.6	38.3	36.7	45.6	26.4		الدول النامية
	35.4	34.2	28.0	11.3	28.8	الدول العربية
معدل خدمة الديون للصادرات						
18.7	18.6	18.8	30.4	13.5		الدول النامية
	13.1	12.6	4.6	3.8	8.7	الدول العربية
هيكل الديون الخارجية (الدول العربية)						
	38.8	42.3	27.8	44.1	39.7	مصادر خاصة
	61.2	57.7	72.2	55.9	60.3	مصادر رسمية
هيكل الديون الخارجية (الدول النامية)						
55.6	56.6	56.2	63.8	35.7	22.6	مصادر خاصة
44.4	44.2	43.8	36.2	64.3	77.4	مصادر رسمية

المصدر: على عبد الفتاح أبو شرارة، مرجع سابق، ص ص 120 121.

ويتضح من الجدول رقم (1-4) مايلي:

— ارتفعت ديون الدول النامية الخارجية الإجمالية من 166.7 بليون دولار عام 1975 إلى 658.2 بليون دولار عام 1980 لتصل إلى 1662.2 بليون دولار عام 1992، أي أنها تضاعفت إلى ما يقارب عشرة أضعاف من عام 1975 إلى عام 1992 ويلازم الازدياد المطرد للمديونية الخارجية في الدول النامية مع مرور الزمن زيادة مماثلة في عبء خدمة الدين الخارجي، حيث ارتفعت تكاليف خدمة الديون من 14.5 بليون دولار في عام 1975 إلى 99.5 بليون دولار في عام 1980 وتصل إلى 178.5 بليون دولار في عام 1992.

— إجمالي الديون الخارجية للدول العربية من 4.2 بليون دولار عام 1975 إلى 49.2 بليون دولار عام 1980 لتصل إلى 155.8 بليون دولار عام 1991، حيث أن ديون عام 1991 تساوي 37 ضعفا من ديون عام 1975. أما خدمة الديون الخارجية في الدول العربية فإنها ارتفعت من 0.43 بليون دولار عام 1975 إلى 7.8 بليون دولار عام 1980 وإلى 16.7 بليون دولار في عام 1991.

— وانطلاقاً من الجهة المانحة للدين، فإن هيكل الديون الخارجية يتكون من الديون الرسمية المستحقة لحكومات، أو من الديون الخاصة المستحقة لأفراد أو بنوك تجارية، وبالاعتماد على الزمن فإن هيكل الديون الخارجية يتكون من ديون قصيرة الأجل، ومدة استحقاقها أقل من سنة، أو طويلة الأجل ومدة استحقاقها أكثر من سنة. وتمنح هذه القروض بأسعار فائدة ثابتة أو متغيرة أو تجارية أو تيسيرية، ويصاحب التطور والزيادة في حجم الديون الخارجية تغير في هيكلها، حيث زاد دور مصادر التمويل الخاص مقابل انخفاض دور المصادر الرسمية في التمويل. ففي الدول النامية كانت نسبة الدين الخاص إلى إجمالي الدين الخارجي تساوي 22.6% عام 1970، وأصبحت 63.8% عام 1985 و 55.6% عام 1992 ويبدو أن هذه الدول واجهت صعوبات كثيرة للحصول على القروض من مصادر رسمية، ولذلك لجأت إلى الاقتراض من مصادر التمويل الخاصة، علماً بأن القروض الخاصة تثقل كاهل الدول المقترضة أكثر من القروض الرسمية، وذلك بسبب ارتفاع أسعار الفائدة وانخفاض متوسط مدة السداد.

— ارتفاع نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي في الدول النامية، حيث ارتفعت هذه النسبة من 26.4% عام 1980 إلى 45.6% عام 1985 وكذلك ارتفعت نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية من 28.8% عام 1978 إلى 35.4% عام 1991، وارتفاع مثل هذه النسب يدل على أن الدول النامية والعربية منها تعتمد في حل مشاكلها الاقتصادية على التمويل الخارجي، وتقوم بتحويل جزء كبير من ناتجها القومي وحصيلتها من النقد الأجنبي إلى الدول الدائنة.

### المطلب الخامس: طرق معالجة أزمة الديون الخارجية

إن النظام الدولي يحتاج لآلية لمعالجة التخلف عن تسديد الديون السيادية، وقد قامت منظومة الأمم المتحدة منذ البداية بدور رائد في المناقشات بشأن إعادة هيكلة الديون السيادية. ففي عام 1977، دعا مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (الأونكتاد) إلى وضع مبادئ واضحة لإعادة جدولة الديون، وفي عام 1986، تضمن تقرير التجارة والتنمية الذي أصدره الأونكتاد اقتراحاً مفصلاً لوضع إجراء لإعادة هيكلة الديون السيادية على أساس الفصل 11 من قانون إصلاح

الإفلاس في الولايات المتحدة لعام 1978. كما نوقشت الحاجة إلى اتخاذ إجراءات بشأن الإعسار بالنسبة للديون السيادية في الأعداد التي صدرت في أعوام 1998 و 2001 و 2009 من تقرير التجارة والتنمية<sup>1</sup>.

وفي عام 2001 طرحت إدارة صندوق النقد الدولي اقتراحاً لإنشاء آلية لإعادة هيكلة الديون السيادية تهدف في الأغلب إلى معالجة مشاكل العمل الجماعي التي تنجم عن وجود حملة سندات متفرقين. وقد جاء في بيان أصدرته مجموعة الأربعة والعشرين الحكومية الدولية المعنية بالشؤون النقدية والتنمية الدولية في 2012 أن أزمة منطقة اليورو أبرزت أيضاً الحاجة إلى إخضاع آليات إعادة هيكلة الديون السيادية لمزيد من الدراسة<sup>2</sup>.

والمنطلق المثالي لهذه المناقشات هو إجراء تحليل دقيق للمشاكل التي ينبغي لهذه الآلية أن تعالجها، وقد أبرز ما كتب عن الديون السيادية والتخلف عن تسديد الديون السيادية خمس مشاكل في النهج الحالي القائم على السوق لإعادة هيكلة الديون السيادية وهي: 3

— كثيراً ما يؤدي عدم وجود إجراء ثابت ومجموعة واضحة من القواعد لمعالجة حالات الإعسار السيادية إلى إعادة التفاوض على الدين لفترة طويلة مما لا يؤدي، في بعض الحالات إلى استعادة القدرة على تحمل الدين وتكمن أوجه القصور هذه في جذور الاقتراحات الأصلية بإنشاء آلية لإعادة هيكلة الديون السيادية.

— لدى الدائنين وحاملي السندات المتفرقين حافز لرفض صفقات إعادة هيكلة الديون، وتتفاقم مشاكل التنسيق والرفض بسبب وجود دائنين جشعين، يشترطون الدين بخضم كبير في السوق الثانوية بقصد المقاضاة، بعد توصل أغلبية الدائنين إلى تسوية مع البلد المتخلف عن تسديد الديون.

— لا تستطيع البلدان التي تمر بعملية إعادة هيكلة ديونها، الحصول على تمويل مؤقت خاص لأن هذا التمويل لا يسبق على المطالبات القائمة. وقد يؤدي عدم إمكانية الحصول على تمويل مؤقت خاص إلى تضخيم الأزمة وزيادة تقليل القدرة على الدفع لأن البلدان قد تحتاج، أثناء فترة إعادة الهيكلة، إلى الحصول على أموال خارجية، إما لدعم التجارة وإما لتمويل عجز أولي في الحساب الجاري، وعادة ما يوفر صندوق النقد الدولي ومقرضون رسميون آخرون التمويل المؤقت الذي تكون له الأسبقية بحكم الواقع (ولكن ليس بحكم القانون) على المطالبات الخاصة. بيد أنه قد لا تتوفر لدى القطاع الرسمي ما يكفي من الأموال وقد يولد تدخله مشاكل مجازفة سوء النية.

— قد يؤدي عدم وجود هيكل للأسبقية إلى الإفراط في الاقتراض نتيجة تخفيف الدين (أي الحالة التي يلحق فيها مصدر الدين الجدد الضرر بالدائنين الحاليين عندما يقترب بلد من حالة الضائقة المالية) وزيادة تكلفة الاقتراض السابق، وفي عالم الشركات، لا يسبب تخفيف الدين مشكلة لأنه يمكن للمحاكم أن تفرض قواعد بشأن الأسبقية، إلا أن هذا يتسبب في مشكلة بالنسبة للدين السيادي لأنه بعد التخلف عن تسديد الدين السيادي، يلقي جميع الدائنين، القدامى والجدد

<sup>1</sup> تقرير الأمين العام للأمم المتحدة (الجمعية العامة)، القدرة على تحمل الدين الخارجي والتنمية، مرجع سابق، ص 12.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 12.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص 13.

معاملة متماثلة. وبناء على ذلك هناك ميزتان لوضع آلية لتسوية الديون قادرة على إنفاذ الأسبقية ستسمح بالتمويل المؤقت (عن طريق أحكام المدين الحائز للملكية) وستحول دون تخفيف الدين ومن ثم تقلل تكاليف الاقتراض والإفراط في الاقتراض.

\_\_ وتعلق آخر مشكلة بتوقيت التخلف عن تسديد الديون السيادية. وفي حين أن معظم النماذج الاقتصادية للدين السيادي تفترض أن لدى البلدان حافزا للتخلف عن التسديد في حالات أكثر مما ينبغي أو في وقت مبكر للغاية، هناك أدلة الآن على أن البلدان كثيرا ما تحاول تأجيل لحظة الحساب وقد تؤخر بدء عملية إعادة هيكلة الدين التي لا يمكن تجنبها تأخيرا أدنى من الحد الأمثل. وقد تؤدي متأخرات التخلف عن التسديد، بدورها، إلى تدمير القيمة لأن طول أمد أزمة ما قبل التخلف عن تسديد الدين قد تقلل القدرة على الدفع والاستعداد للقيام بذلك أيضا، مما يلحق المزيد من الضرر بكل من المقرضين والمقترضين.

### أولا: إعادة جدولة الديون:

**1 \_ تعريف إعادة الجدولة:** إعادة الجدولة مصطلح قانوني يقصد به الاتفاق من جديد بين المدين والدائن على شروط جديدة تخص القرض السابق لم يلتزم المدين بتنفيذها أي تعني إعادة ترتيب شروط سداد أقساط الدين الأجنبي والفوائد عند الاستحقاق<sup>1</sup>.

فهي إعادة ترتيب شؤون الدين الأجنبي وقبل الوفاء إلى اتفاق إعادة الجدوى تجري مفاوضات الدول المدينة والدائنة قد تؤدي إلى فرض شروط على الدول المدينة وهي تهدف إلى إتاحة فرصة زمنية أمام الدول التي تطالب بجدولة ديونها لفرض سياسات اقتصادية تؤدي إلى تصحيح الاختلالات في ميزان المدفوعات مما يؤهلها إلى الوفاء بالالتزامات الدين الخارجي<sup>2</sup>. وعملية تأجيل وتمديد مدة تسديد الأقساط/ أو الفوائد المستحقة أو التي ستستحق السداد من أجل الفرض لمدة محدودة وبشروط جديدة<sup>3</sup>. ونميز بين حالتين لإعادة الجدولة:

\_\_ اللجوء الإرادي إلى إعادة الجدولة: وهي الحالة التي تلجأ فيها الدولة المدينة إلى إعادة جدولة ديونها وتكون الدولة في موقف قوة خلال طلبها مع الدائنين.

\_\_ اللجوء الإجباري إلى إعادة الجدولة: وهي الحالة التي تكون فيها الدولة المدينة في مركز ضعف أثناء طلبها مما يؤدي إلى فرض شروط قياسية عليها تكون مضطرة لقبولها من طرف الدائنين، وهي الحالة التي مرت بها الجزائر سنة 93-94 عندما وُجِّد معدل خدمة الدين أكثر من 80%.

### 2- شروط إعادة جدولة الديون

-العجز عن السداد فإذا كان الإنفاق الحكومي يفوق الموارد المتاحة في الدولة المدينة فإن هذا يعتبر دليلا

<sup>1</sup> عجاج هيثم، صاحب، علي محمد سعود، مرجع سابق، ص255.

<sup>2</sup> علي عبد الفتاح أبو شرارة مرجع سابق، ص 229.

<sup>3</sup> عرفان تقي الحسني، مرجع سابق ص94.

على وجود العجز في السداد.<sup>1</sup>

-لا تشمل إعادة جدولة الديون سوى القروض المقدمة من الجهات الرسمية للدول الدائنة.

-تعيد جدولة ما بين 85% إلى 90% من الديون المستحقة في الفترة المحددة بفترة سماح خمس (5) سنوات

-تحمل الدول المدينة بالفوائد الناجمة عن التأخير على الأقساط المؤجلة.

-مشروطة صندوق النقد الدولي وهذا يعني أنه بدلا من أن تتفاوض الدول الدائنة مع الدول المدينة مباشرة للإقرار بسياسيات اقتصادية تهدف إلى تخفيف حدة أزمة الديون الخارجية وذلك من خلال إصلاح الاختلالات الداخلية والخارجية، فإن الدول الدائنة تطالب بضرورة اتفاق الدول المدينة مع صندوق النقد الدولي على تطبيق سياسات اقتصادية وإصلاحية ويعتبر هذا الشرط ضروريا لإعادة جدولة الديون<sup>2</sup>، المتمثلة فيما يلي:

-العمل على تخفيض القيمة الخارجية للعملة الوطنية .

-تحرير الأسعار العامة.

-تحرير التجارة الخارجية.

-رفع الرقابة عن الأسعار المحلية.

- رفع الدعم عن المواد الضرورية وتجميد الأجور .

- رفع أسعار الفائدة المدينة للبحث على الادخار والاستثمار لرفع نمو الناتج المحلي على المدى الطويل.

**ثانيا -إعادة التمويل:**

مصطلح (Reprofilage) يعني تغيير تشكيلة الديون ومواعيد استحقاقات التسديد مما يؤدي إلى تخفيض خدمة

الديون المسددة سنويا.

فإذا كان حجم الديون كبيرا ومدته طويلة فإن خدمة الديون المدفوعة سنويا تكون متوسطة أو ضعيفة أي بتعويض

الديون المستحقة التسديد على المدى القصير بديون أخرى تستحق التسديد على المدى المتوسط والطويل، ويؤدي ذلك إلى تمديد مدتها وتخفيض عبء المديونية على موارد التصدير.

**ثالثا: أساليب أخرى**

تعمل هذه الأساليب على تخفيض عبء الدين الخارجي وتتمثل فيما يلي:

**- عمليات تحويل الديون:**

يمكن النظر إلى تحويل الدين الخارجي على أنه إلغاء دين مقابل شيء آخر ويعرفه «MOYE»، تحويل الدين الخارجي

العملية التي تستدعي التبادل الإرادي بين المدين ودائنة لقرض مقابل سيولات، أصل آخر أو حق<sup>3</sup> وتتم عمليات تحويل الدين عادة بالنسبة للمستثمرين والمقيمين وغير المقيمين والذين يحتفظون بعملة أجنبية في الخارج.

<sup>1</sup> على عبد الفتاح أبو شرارة، مرجع سابق، ص 229.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص ص 229 . 230.

<sup>3</sup> Moye. M, *Vue d'ensemble des conversions de dettes*, Debt Relief International Ltd, Londres.2001 p 1.

فمثلا عندما تكون دولة مدينة لأحد المصارف أو أي جهات مقرضة، فإنه يمكن لهذه الجهات الدائنة أن تبيع هذا الدين لطرف ثالث وذلك بمنحه خصما معنا على هذا الدين، ويحصل الطرف الثالث بعد شرائه للدين على عملة محلية بقيمة هذا الدين، وبسعر الصرف السائد بين العملتين أي العملة المحلية والعملة التي تم بها تقييم الدين. ولهذا فإن نظام تحويل الدين يستفيد منه كل من الدائن والمدين والطرف الثالث، فالدولة المدينة يمكنها خفض رصيد الدين الخارجي مع توفير الجو المناسب لعودة رؤوس الأموال الوطنية. أما الجهة الدائنة فإنها تسترد دينا منقوصا بنسبة الخصم بشكل مضمون أفضل من أن توضع ديونها في بند الديون المشكوك في تحصيلها.

أما الطرف الثالث وهو الذي قام بشراء الدين وتحويله بالعملة المحلية فإنه يكون قد استفاد من نسبة الخصم المقررة على الدين، أما سلبات هذا النظام هي مشاكل زيادة التوسع النقدي أو الاقتراض الداخلي مما يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم.

### – مبادلات الدين بأسهم:

وتتمثل في سماح المدين للبنوك الدائنة من بيع ديونها في سوق التداول وبخصم يحصل الدائن بالمقابل عند بيعه دينه على عملة محلية بالقيمة الاسمية للدين وبسعر الصرف الرسمي<sup>1</sup>، كما تعرف على أنها قيام البلد الأصلي، أو أي جهة قامت بشراء الدين بخصم في سوق التداول، بتحميل دين البلد مقابل حصوله على العملة المحلية للبلد المدين بقيمتها الاسمية الكاملة وبسعر الصرف الرسمي شريطة أن تستخدم هذه العملة في شراء أسهم محلية<sup>2</sup>. أي عملية استبدال حقوق مصرفية بأصول ثابتة أو حقوق ملكية على شكل أسهم. تلجأ الدولة المدينة إلى هذه التقنية بهدف تخفيض الديون الخارجية، وتتم العملية بعد بيع البنك الدائن لحقوق ملكيته بسعر غالبا ما يكون أقل من القيمة الاسمية للإصدار يتم استبدال هذه الحقوق بعملة وطنية للبلد المدين، بحيث تستعمل الموارد المالية لشراء أصول إنتاجية بالبلد المدين (أراضي، مباني... إلخ) أو أوراق مساهمة في مؤسسات ولقد استعملت الأرجنتين هذه التقنية في سنة 1984، وبعدها الشيلي في سنة 1985، ثم كل من المكسيك والفلبين والإكوادور في 1986<sup>3</sup>.

وهناك عقبات ومشاكل تواجه هذه الطريقة كأداة لتخفيف مشكلة هذه الديون الخارجية وهي:

- ضعف أسواق المال المحلية في عدد كبير من البلدان المدينة وهو ما يعيق إمكانية شراء أسهمها لإحدى الشركات.
- القوانين والتشريعات لبعض الدول المدينة قد لا تسمح بامتلاك الأجانب لخصم □ في راس مال الشركات الوطنية، إذ أن معظم هذه الشركات هي شركات عمومية
- انعدام وجود المناخ السياسي والاقتصادي الملائم لجذب الاستثمارات الأجنبية.
- ضعف دور القطاع الخاص وتزايد تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي وقد تكون العملة مقومة بأكبر من قيمتها الحقيقية وهو ما يضعف الخصم الذي حصل عليه المستثمر عند شرائه للدين.

<sup>1</sup> على عبد الفتاح أبو شرارة، مرجع سابق، ص 231.

<sup>2</sup> عرفان تقي الحسني، مرجع سابق، ص 92.

<sup>3</sup> Jean Claude Berthelemy, **les nouvelles stratégies d'allégement de la dette des PVD**, Revue d'économie politique, N° 101, juillet et août 1991, p538 .

— وجود مشكلة خارجية ترتبط بقيام بعض الدائنين ببيع الديون الخارجية المستحقة على دولة مدينة مقابل خصم معين مع امتناع بنوك أخرى دائنة عن الاشتراك في هذه العملية، ويؤدي ذلك إلى وجود ظاهرة تسمى بـ "الراكب المجاني" (Free Rider) حيث تستفيد البنوك الدائنة والتي لم تشارك في عملية تخفيض الدين الاختياري من خلال تحسن المركز المالي للدولة المدينة وارتفاع القيمة السوقية لدينه بعد ذلك دون أن يتحمل أية تكاليف.

— مشكلة القيم السوقية المناسبة للدين، حيث تعارض بعض البنوك الدائنة التسليم بالخسائر الكامنة في الخصم الذي يتم على القيمة التعاقدية للقرض وذلك عند محاولة بيع الدين في سوق التداول.

### — إعادة شراء الدين:

في هذا النوع من العمليات يقوم المدين دينه من الدائن نقدا وبخصم، في حال موافقة الدائن على بيع مستندات القرض إلى المدين مباشرة ويحصل المدين على خصومات عالية<sup>1</sup>. فبوليفيا قامت في عام 1988 بشراء 40% من دينها الأصلي 89% أي بنسبة 11% من القيمة الاسمية للدين علما أنه لا يشترط دفع قيمة الدين المعاد شراءه بالنقد، بلى يمكن مقايضته من خلال أسهم لشركات القطاع العام أو الخاص في البلد نفسه<sup>2</sup>.

حسب هذا الأسلوب تقوم الدولة المدينة بشراء ديونها من البنوك التجارية وعلى الرغم من أن هذه الديون القائمة لم تستحق بعد إلا أن الدولة المدينة قد ترغب في تخفيض رصيد الدين الخارجي والاعباء المترتبة عليه عن طريق إعادة شراء أو سداد هذا الدين بالقيمة السوقية له وهي اقل من القيمة الاسمية للدين

وما يواجه هذا الأسلوب من مشاكل عدم توافر الموارد التمويلية الكافية للدولة المدينة لشراء ديونها الخارجية غير انه يمكن أن يتاح هذا التمويل عن طريق مصادر أخرى بشروط ميسرة من حيث أعباء التسديد قد يمكن الدولة من إعادة شراء دينها وتخفيف أعبائها الخارجية، ويمكن للمؤسسات الدولية أن تساعد في هذه العملية بتوفير الموارد المالية اللازمة المسيرة لإعادة شراء الديون التجارية.

### — توريق الدين (Securitization)

تتم من خلال هذه الوسيلة مقايضة الديون الحالية بسندات تحمل مبالغ الدين الأصلي ولكنها تخضع إلى مبادلات خصم أو أسعار فائدة أقل من الأسعار السائدة في السوق وتكون محددة سلفا وفي هذه الحالة يتحول دين الدولة إلى أوراق مالية<sup>3</sup>. أي عملية تحويل الدين إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية وتسمى الأدوات المالية التي تسمى في هذه التقنية بسندات التخارج، إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول، وعادة ما تعكس القيمة السوقية للورقة أي قيمة التداول في السوق الثانوية مستوى الجدارة الائتمانية للدولة المدينة، ومقدار الخصم من القيمة التعاقدية قبل تحويله إلى ورقة مالية بالإضافة إلى المستويات النسبية لأسعار الفائدة السائدة على هذه الأوراق.

وهذا الأسلوب تواجهه مشكلة وهي كيفية تحديد القيمة السوقية للورقة المالية التي تكون اقل من القيمة التعاقدية

لأصل الدين

<sup>1</sup> عجام هيثم صاحب، علي محمد سعود، مرجع سابق، ص 308.

<sup>2</sup> عرفان تقي الحسيني، مرجع سابق، ص 93.

<sup>3</sup> على عبد الفتاح أبو شرارة، مرجع سابق، ص 231.



والقيمة التعاقدية للدين هي القيمة الحالية للمدفوعات من (الأقساط + الفوائد) المبينة في العقد الأول بين الدائن والمدين على أساس افتراض أن هذه المدفوعات ستكون في الوقت المحدد لها، أما القيمة السوقية لهذا العقد فهي القيمة الحالية لتوقع السوق عن تيار المدفوعات الذي سيتم فعلاً بمقتضى العقد وتحدد القيمة السوقية للورقة المالية بأسلوب فني دقيق يأخذ في عين الاعتبار كافة التوقعات المتعلقة بالمركز المالي للدين اعتماداً على مؤشرات تقييم الجدارة الائتمانية.

— **تخفيض قيمة الدين:** أي قيام البنوك والمؤسسات التي امتنعت عن تقديم قروض جديدة للدول المدينة المثقلة بالديون ببيع مستحقاتها القائمة بأسعار فائدة منخفضة مقابل سندات ملغاة ويتم هذا الأسلوب وفقاً للحالة بعد سلسلة من المفاوضات ما بين الطرفين بشأن رسم إطار لبرنامج التكييف الهيكلي الذي يتفق عليه<sup>1</sup>.

— **إلغاء الديون:** وهي شطب الديون غير أن هذه العملية لا يمكن أن تمس إلا الديون العمومية؛ ويتم ذلك سواء في إطار متعدد الأطراف مثل ما جرى به العمل في نادي باريس في إطار مبادرة تورنتو Toronto في سنة 1988، ومبادرة ترينيداد Trinidad في سنة 1990. وقد استفادت بعض الدول ذات الدخل الضعيف على الأخص من إلغاءات جزئية لديونها. إن عملية إلغاء الديون حالياً تثير المخاوف وتخلق جواً غير مريح، إذ إنها تنطبق على الديون قبل إعادة جدولتها لأول مرة وليس على أصل الدين الحالي؛ كما أنها تلغي الديون العسكرية التي تنسجم مع مصالح الدول المانحة وليس الديون المخصصة للتنمية، ولا المساهمة في تحسين الصادرات الكفيلة بسداد الدين.

<sup>1</sup> عرفان تقي الحسني، مرجع سابق، ص 93 . 94.

## خلاصة الفصل:

إن ما يمكن استخلاصه من هذا الفصل مايلي:

- ✓ يعتبر التمويل الدولي أحد أهم مصادر التنمية في حال استغلاله بما يسمح من تحقيق عائد إضافي، أما في حال العكس قد يتحول هذا التمويل إلى ديون تهدد الاقتصاد المحلي والعالمي.
- ✓ مفهوم الديون السيادية بشكل دقيق والفرق بينها وبين الديون الأخرى من حيث طبيعة العملة التي يتم من خلالها الإصدار والجهة المصدرة ومكان الإصدار.
- ✓ تحديد المؤشرات المحددة لحجم الديون السيادية ودرجات الخطر التي تم التحذير منها من طرق المنظمات الدولية والتي يمكن أن تشكل تهديدا للاقتصاد المحلي.
- ✓ أهمية التصنيف الائتماني للديون السيادية، ودور مؤسسات التصنيف الائتماني الدولية ومدى مصداقيتها وتأثيرها على حجم الأزمة حيث لعبة دورا كبيرا في توجيه القرارات الاقتصادية.
- ✓ أزمة الديون السيادية وتأثيرها على الجوانب الاقتصادية المختلفة والطرق التي يمكن من خلالها معالجة الأزمة.

## الفصل الثاني

# تحليل أزمة الديون السيادية في الدول المتقدمة

تمهيد:

بعد الأزمة المالية العالمية وقعت العديد من الدول الصناعية وبصفة خاصة الدول الأوروبية في عجزا ماليا غير مسبوق، أدى إلى ارتفاع مستويات الديون السيادية في تلك الدول إلى مستويات حرجة، وذلك في ظل التوقعات السائدة بارتفاع مخاطر التوقف عن السداد والدخول في مرحلة الإفلاس، وقد بدأت أزمة الديون السيادية الأوروبية في نهاية 2009، عندما تم اكتشاف أن المخاطر المصاحبة للدين السيادي اليوناني هي أسوأ بكثير مما كان معلنا، وهو ما أدى إلى إثارة الشكوك حول مدى قدرة عدد من أعضاء منطقة اليورو على إعادة سداد ديونها، وهو ما أدى إلى زيادة تكلفة الاقتراض.

وقد قام الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي بعمليات إنقاذ، من خلال توفير الأموال لكل من اليونان وإيرلندا وغيرها، ولكن هذا لا يعني انتهاء مخاطر إعادة هيكلة ديون هذه الدول في المستقبل، وخلال أقل من عامين، تحولت مشكل الديون السيادية اليونانية إلى أزمة حادة، كادت تعصف بالنظام الاقتصادي والسياسي لهذه الدولة، وأثير مخاوف متصاعدة حول مستقبل العملة الأوروبية الموحدة، واستمرار مشروع الوحدة الأوروبية ذاته، كما هددت باندلاع أزمة مالية عالمية جديدة، قد تفوق في قسوتها أزمة عام 2008.

ولم تقتصر الأزمة على دول منطقة اليورو التي كانت الأكثر تضرر بل امتدت إلى كل من المملكة المتحدة واليابان وبرزت أزمة رفع سقف الدين الأمريكي، حيث وصل حجم الدين في هاته الدول أرقاما خيالية تفوق حجمها الاقتصادي بشكل كبير جدا وهو ما أندر بأزمة كارثية وهو ما ألق عليه العديد من الاقتصاديين "قنبلة الديون السيادية". سنحاول التطرق من خلال هذا الفصل إلى أزمة الديون السيادية في الدول المتقدمة، وقد تم تصنيف الدول المتقدمة حسب تصنيف صندوق النقد الدولي (الملحق رقم 01) وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو.

المبحث الثاني: أزمة الديون السيادية في الولايات المتحدة الأمريكية.

المبحث الثالث: أزمة الديون السيادية في بقية الدول المتقدمة.

**المبحث الأول: أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو:** يعتبر الاتحاد النقدي الأوربي النموذج في التكامل الاقتصادي التام لذا شكلت أزمة الديون السيادية داخل المنطقة محل اهتمام ودراسة من حيث التكامل الكامل النقدي ودوره من جهة وحجم الأزمة وأسبابها وتداعياتها ومعالمها من جهة أخرى وهو ما يتناوله هذا المبحث.

**المطلب الأول: الوحدة النقدية الأوروبية (اليورو) بين النظرية والتطبيقي:**

**أولاً: مفهوم الوحدة النقدية (تعريفها \_ مستوياتها \_ أهدافها):** لقد اهتمت النظريات الاقتصادية بموضوع الوحد النقدية والتكامل النقدي فتناولته العديد من البحوث والنظريات من حيث المضمون والأهداف والشروط اللازمة لتحقيقه.

**1\_ تعريف الوحدة النقدية:** هي مجموعة من الترتيبات التي تهدف إلى ضمان تسهيل المدفوعات الدولية من خلال تحقيق توحيد العملات المختلفة للدول الأعضاء بعملة واحدة، ويشترط تحقيق الاتحاد النقدي أن يعد في مراحل تؤدي في النهاية إلى إنشاء عملة موحدة بين الدول الأعضاء<sup>1</sup>. فالوحدة النقدية تمثل أعلى مراحل التكامل النقدي بين بلدين أو أكثر، دون الحاجة إلى وجود تميز واضح بين كل منهما<sup>2</sup>.

كما تعرف الوحدة النقدية على أنها إحلال عملة واحدة محل العملات الوطنية المتعددة المستخدمة فيها من قبل، ويتم التعامل بها بين هذه الأقطار وداخل كل منها ويتطلب بالضرورة أن يكون هناك بنك مركزي واحد لكل المنطقة التي يتكون منها الأقطار والأطراف، وأن تكون هناك سلطة نقدية واحدة تحدد السياسة النقدية الواجبة التطبيق في كل هذه المنطقة، وتمثل هذه الترتيبات فيما يلي<sup>3</sup>:

- التزام الدول الأعضاء بالحد من القيود التي تؤثر على المعاملات النقدية وتحقيق حرية حركات رؤوس الأموال فيما بينها.
- التنسيق بين السياسات النقدية والمالية للدول الأعضاء بغية تحقيق التقارب الاقتصادي بينها.
- تأسيس بنك مركزي ذو طابع فوق قومي يكلف بإصدار العملة الموحدة وتوزيعها، كما تلتزم الدول الأعضاء بالخضوع إلى السياسة النقدية التي يفرضها هذا البنك قصد تحقيق الاستقرار.

**2 \_ مناطق العملة المثلى\*:** تعتبر نظريات منطقة العملة المثلى أول من أسس لمفهوم الوحدة النقدية ووضع لها جميع الأطر النظرية اللازمة بما يمكن من تحديد الخيارات بناء على إيرادات وتكاليف التي يجنيها كل طرف من الانضمام لمنطقة العملة المثلى.

**\_ تعريف مناطق العملة المثلى:** نجاح التكامل الاقتصادي قد يستلزم إقامة منطقة أو كتلة نقدية تكون فيها العملات القومية لمجموع الدول الأعضاء قد ربط عن طريق أسعار صرف ثابتة بصفة دائمة<sup>4</sup>.

وتعتبر المنطقة منطقة عملة مثلى إذا استخدم فيها عملة واحدة أو عملتين أو أكثر من العملات، وترتبط قيمتها ببعضها البعض لتكون في الحقيقة عملة واحدة، ولكي يكون أداء عملتين كأداء عملة واحدة يتوجب أن يكون سعر الصرف ثابتاً

<sup>1</sup> مغاوري شلي علي، اليورو والآثار على اقتصاديات البلدان العربية والعالم، مكتبة زهران الشرق، مصر، 2000، ص133.

<sup>2</sup> علي القزويني، التكامل الاقتصادي الدولي والإقليمي في ظل العولمة، منشورات الدراسات العليا، ليبيا، 2004، ص166.

<sup>3</sup> فحاييرة آمال، الوحدة النقدية الأوروبية (الاشكاليات والآثار على المديونية لدول الجنوبية)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر 2005/2006، ص201.

<sup>4</sup> كامل البكري، الاقتصاد الدولي (التجارة الخارجية والتمويل)، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 216.

\* المثلى : وتشير إلى ما تشير إليه "نظرية الرفاه" وهو استهداف تحقيق تعظيم في استقرار الأسعار، والاستخدام الشامل وتوازن المدفوعات. للمزيد راجع عبد المنعم السيد علي، الاتحاد النقدي الخليجي والعملية الخليجية المشتركة، مرجع سابق، ص36.

غير قابل لتعديل وجامد وسهل التحويل، فمناطق العملة المثلى هي أن يتم إنشاء أسعار صرف ثابتة داخل مجموعة دول ترتبط بشكل كبير ببعضها البعض.<sup>1</sup> أي أنها منطقة العملة التي توفر أفضل عمليات التكيف كفاءة في استجابتها للاضطرابات الداخلية والخارجية.<sup>2</sup>

ـ **نظريات المناطق العملة المثلى:** ساهم مجموعة من الاقتصاديين أبرزهم وأولهم روبرت موندل (1961)<sup>3</sup> إذ قام هذا الأخير في عام 1961 بمجلة الاقتصاد الأمريكي، بنشر مقالا علميا أصيلا موسوما بـ "نظرية مناطق العملة المثلى" **Optimum Currency Areas Theory** التي تقوم على أساس المفاضلة بين أسعار الصرف الثابتة مقابل أسعار الصرف المرنة، تبعتها دراسة ماكينون (Mckinnon) عام 1963، وكينن (Kenen) عام 1969 وقد حاول هؤلاء من خلال محاولاتهم تلك تحديد الأقطار، أو الأقاليم التي يمكن أن تؤلف أمثلها "اتحاد عملة".

✓ **نظرية مندل:** يرى مندل أن العامل الأساسي لقيام منطقة للعملة المثلى هو درجة قدرة عناصر الإنتاج على التنقل بين الإقليم داخل المنطقة الواحدة أو بين دول مختلفة، فإذا كانت القدرة على التنقل محدودة يكون الاتحاد النقدي أمرا غير مرغوب فيه، ويمكن أن يعني ذلك أيضا انهيار اتحاد نقدي قائم فعلا.<sup>4</sup>

فيحدد مندل منطقة العملة المثلى على أنها إقليم تظهر فيه قابلية كبيرة لعوامل الإنتاج على الانتقال داخليا وقابلية محدودة على الانتقال خارجيا، ويعني ذلك تدفق العوامل من المناطق ذات الكلفة المنخفضة أو المتدنية إلى المناطق ذات الكلفة المرتفعة أو المردود المرتفع، مما يمكن معه منع حدوث مشاكل مدفوعات ناشئة عن الاختلافات الحدية الناشئة عن الزيادات في التكاليف والأسعار بين أعضاء منطقة العملة، فتدفع العوامل هنا يعتبر بديلا من تعديل سعر الصرف، وهو البديل الذي يعتبر ذاته بديلا من تغير مستويات الأجر الحقيقي نتيجة تغير ظروف العرض والطلب.<sup>5</sup> إذا مندال يفترض في تحليله على أن التغير في هيكل الطلب على منتج ما يشكل السبب الرئيسي والأساسي في اختلال التوازن الخارجي وأن تصحيحه يتم من خلال تحرير حركات عناصر الإنتاج (العمل ورأس المال) بين الدول الأعضاء بدون تغيير أسعار الصرف.

### ✓ **نظرية ماكينون (1963) Robert Mckinon:**

حسب نظرية ماكينون، تقوم المنطقة النقدية المثلى على أساس شرط درجة انفتاح الاقتصاد القومي والذي يتم قياسه من خلال قياس العلاقة النسبية بين السلع التجارية والسلع غير التجارية، حيث إذا فاقت الأولى عن الثانية يدل على أن الاقتصاد أكثر انفتاحا والعكس صحيح. انطلاقا من هذا الشرط اعتبر ماكينون أنه تقوم المنطقة النقدية المثلى على أساس تنسيق السياسات النقدية والمالية بين الدول الأعضاء.<sup>6</sup> فكلما كان الاقتصاد أكثر انفتاحا كان مستعدا أكثر إلى استخدام

<sup>1</sup> مردخاي كريانين، ترجمة محمد ابراهيم منصور، على مسعود عطية، الاقتصاد الدولي مدخل السياسات، دار المريخ، السعودية، 2007، ص 386.

\* تعني بكلمة ثابت أي أن سعر الصرف لا يسمح له بالتذبذب بأي قيمة مهما كانت صغيرة، على عكس نظام بريتن ودرز فلا يمكن أن يتقلب حتى في نطاق حدي بسيط.

<sup>2</sup> جون هادسون، مارك هرنندر، ترجمة طه عبد الله، منصور محمد عبد الصبور محمد علي، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 1983، ص 599.

<sup>3</sup> Francesco Paolo Mongelli, **European economic and monetary integration and the optimum currency area theory**, European economy, European Commission, Economic Papers 302 | February 2008, p1 .

[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication\\_summary12083\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication_summary12083_en.htm)

<sup>4</sup> سي بول هالوود، رونالد مكدونالد، ترجمة محمود حسن حسني، النقود والتمويل الدولي، دار المريخ، السعودية، 2007، ص 558.

<sup>5</sup> عبد المنعم السيد علي، مرجع سابق، ص 37.

<sup>6</sup> قحارية آمال، مرجع سابق، ص 112.

أسعار صرف الثابتة، وبالتالي ستزيد المنافع الناجمة عن إقامة منطقة العملة المثلى، وتقل درجة الحاجة إلى استخدام السياسات المالية والنقدية في الحفاظ على التوازن الخارجي بمعنى أن أسعار الصرف المرنة هي أكثر فائدة بالنسبة للاقتصادات المغلقة إلى حد ما<sup>1</sup>.

### ✓ نظرية كينن Kenen:

يقول Kenen إن الدول ذات الهياكل الصناعية والتصديرية المتنوعة يجب أن تحاول جني منافع سعر الصرف الثابت، لأن تقلبات الطلب وصدمات العرض على المستوى الاقتصادي الجزئي تلغي بعضها البعض، لذلك نجد أن التغييرات في أسعار الصرف الحقيقية (عن طريق مواءمة أسعار الصرف الاسمية) نادرا ما تكون مطلوبة<sup>2</sup>. إذا فهو يربط بين منطقة العملة المثلى وبين مدى تنوع الميزج أو الهيكل الإنتاجي لمجموعة من البلدان، فكلما زاد مثل هذا التنوع زادت امكانات تحقيق منطقة عملة مثلى فيما بينها وتحققت الفائدة من تثبيت أسعار الصرف بين عملات البلدان المكونة لها، فحين يتنوع إنتاج بلد ما وصادراته يزيد استقلاله عن التقلبات الأجنبية، أي يقل أثر هذه الأخيرة على مركز دفعاته واستقرار أسعاره ودخله القومي، وذلك لتعادل الآثار السلبية مع الآثار الايجابية لهذه التقلبات بالنسبة لسلع المختلفة والمتنوعة التي ينتجها البلد<sup>3</sup>.

### ✓ نظرية فليمنج:

يمكن للاختلالات الخارجية أن تنشأ عن الاختلافات المستمرة في معدلات التضخم الوطنية الناتجة عن الاختلافات في التطورات الهيكلية وسوق العمل، والسياسات الاقتصادية، والتفضيلات الاجتماعية، كما يلاحظ أنه عند معدلات التضخم المنخفضة والمماثلة بين البلدان بمرور الوقت سوف تكون معدلات التبادل التجاري أيضا مستقرة إلى حد ما، وهذا يعزز أكثر معاييرها المعاملات في الحساب الجاري والتجارة، وتقليل الحاجة إلى تعديلات سعر الصرف الاسمي<sup>4</sup>. من هنا يرى فليمنج أن العنصر الأساسي لانضمام دولة إلى منطقة نقدية، هو أن تكون ظروف الدول تتقارب فيها معدلات التضخم حيث يكون اعتماد نظام سعر صرف مرن ملائم لتصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات.

### ثانيا: النظام النقدي الأوربي

#### 1 \_ تطور الجماعة الأوروبية الاقتصادية

لقد شجعت الولايات المتحدة الأمريكية دعاوى الاندماج الأوربي، وعدت أن هذا التكتل سيشكل ركيزة أخرى أساسية من ركائز القوة الغربية<sup>5</sup>. عندما أعلن جورج مارشال وزير خارجية الولايات المتحدة الأمريكية عام 1947 عن ضرورة قيام دول أوروبا بالتعاون الاقتصادي فيما بينها لإعادة بناء اقتصادها بعد الحرب العالمية الثانية في مقابل تخصيص جزء كبير من المساعدات الأمريكية وهو ما يعرف بمشروع مارشال لإعادة بناء أوروبا وقد أسفر عن ذلك ما يسمى "بالمنطقة الأوروبية لتعاون الاقتصادي"<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> عباس بلقاسمي، هل يشكل مجلس التعاون لدول الخليج العربي منطقة عملة مثلى، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسير، جامعة فرحات عباس، 2011، العدد 10، ص 4847.

<sup>2</sup> سي بول هالوود، رونالد مكدونالد، مرجع سابق، ص 561.

<sup>3</sup> علي القزويني، مرجع سابق، ص 172.

<sup>4</sup> Francesco Paolo Mongelli, op. cit, p3.

<sup>5</sup> خليل حسن، النظام العالمي الجديد والمتغيرات الدولية، دار المنهل، لبنان، 2009، ص 161.

<sup>6</sup> عبد المطلب عبد الحميد، النظام الاقتصادي العالمي الجديد وآفاقه المستقبلية بعد أحداث 11 سبتمبر، مجموعة النبل العربية، مصر، 2003، ص 122.

كانت البداية سنة 1948 حيث شكلت كل من هولندا وبلجيكا ولكسمبورغ اتحادا جمركيا أطلقت عليه اتحاد دول البنيولوكس حيث تم ازالة الحواجز الجمركية بين الدول الأعضاء فيه ويعتبر ذلك أول مرحلة من مراحل التكامل الاقتصادي. ثم إنشاء أول منظمة لتعزيز التكامل الأوروبي في 5 ماي 1949 ممثلة في مجلس أوروبا، بعدها بعام تقريبا في 9 ماي 1950 إعلان روبرت شومان وزير خارجية فرنسا تجدد التعاون بين فرنسا وألمانيا، واقترح تشكيل "السوق المشتركة" للصناعات الأساسية تحديدا الفحم والصلب.

وفي عام 1951 شكلت فرنسا وألمانيا، إيطاليا، بلجيكا، هولندا، ولوكسمبورج المجتمع (ECSC) الأوروبية للفحم والصلب لتكون أول مجمع أوروبي فوق قومية<sup>1</sup>، كانت السمة الأساسية لهذه الهيئة وضع صناعات الفحم والحديد والصلب تحت سيادة هيئة عليا، تشمل سلطاتها تحديد الحصص الإنتاجية في كل البلدان الأعضاء ووضع بعض القواعد لمنع المنافسة غير العادلة وشملت المعاهدة أيضا تكوين مجلس وزراء يخول له سلطة اتخاذ بعض القرارات المهمة.

بعدها قامت هذه الدول الست بتطوير التعاون بينها إلى أبعد الحدود وذلك بالتوقيع على معاهدين في روما 1957 كانت المعاهدة الأولى متعلقة بالجماعة الاقتصادية الأوروبية، والثانية بتشكيل وكالة الطاقة النووية الأوروبية. ومع حلول 1967/01/01 نجحت الدول الست في دمج كل من المنظمين في منظمة واحدة هي "الجماعة الأوروبية" والتي أطلق عليها اسما "السوق الأوروبية المشتركة" وتتلخص أهداف تلك السوق كالتالي:<sup>2</sup>

- إلغاء الرسوم الجمركية ونظام الحصص بين الدول الأعضاء.
- إزالته العوائق التي تحول دون انتقال السلع والخدمات ورؤوس الأموال بين الدول الأعضاء.
- توحيد التعريفات الجمركية التي تتعامل بها الأعضاء مع العالم الخارجي ووضع سياسة موحدة في مجال التجارة الخارجية.
- وضع سياسة موحدة في مجال الزراعة والنقل.
- تطبيق إجراءات تسمح بالتنسيق بين السياسة الاقتصادية والاجتماعية بين الدول الأعضاء.
- إقامة بنك استثماري أوروبي لدعم النمو الاقتصادي.

ويشكل إزالة عوائق المبادلات ورسوم الجمارك ونظام الحصص الهدف الرئيسي للمعاهدة، ويجب أن تتم هذه الإزالة خلال إثني عشرة سنة، وهذه الفترة التي تعتبر انتقالية قسمة إلى مراحل ثلاث، خلال المرحلة الأولى يتم تخفيض التعريفات الجمركية بنسبة 30 بالمائة وتخفيضها بالنسبة ذاتها في المرحلة الثانية، على أن يتم في نهاية المرحلة التحرير الكامل للتجارة وذلك بإلغاء ما تبقى من التعريفات الجمركية.<sup>3</sup>

## 2 \_ تطور النظام النقدي الأوروبي

لم تكن فكرة توحيد أوروبا فكرة جديدة في التوجه السياسي لأوروبا، فقد كانت لها عدة محاولات للوحدة النقدية حيث شهد النصف الثاني من القرن التاسع عشر أشكالا مختلفة للاتحاد النقدي بين الدول الأوروبية إلا أنها لم تكمل بالنجاح مثل الاتحاد النقدي اللاتيني خلال الفترة 1865-1927 بين كل من فرنسا، بلجيكا، إيطاليا، سويسرا، اليونان وانتهى بسبب

<sup>1</sup> G E J Llewellyn; Peter Westaway; et al , **Europe will work But it needs to strengthen its governance, fix its banks, and reform its structural policies**, London: Nomura Global Economics, March 2011,p10 .

<sup>2</sup> علي عبد الفتاح أبو شرار، الاقتصاد الدولي نظريات وسياسات، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص446.

<sup>3</sup> Marie Annick, **Economie de L'Union Européenne**, Paris, Economica, 2000, p. 16.



ضعف التنسيق بين الدول الأعضاء، واتحاد الدول الاسكندنافية في الفترة 1872 - 1924 بين السويد والنرويج والدانمارك وانتهى بسبب الحرب العالمية الأولى<sup>1</sup>، وقد مر النظام النقدي الأوروبي بعدد من المراحل:

— **تقرير وارنر**: قدمت هذه الدراسة برئاسة" بيير وارنر" وزير المالية ورئيس وزراء لوكسمبورغ، على إثر الاقتراح الذي قدمته ألمانيا لإنشاء اتحاد نقدي أوروبي، وتضمنت هذه الدراسة وضع خطة مفصلة لتحقيق الوحدة النقدية الأوروبية بصورة تدريجية عام 1971، والتي اقترحت إنشاء اتحاد نقدي أوروبي خلال مدة تتراوح من 7 إلى 10 سنوات.<sup>2</sup>

يحتوي مخطط Werner على كل العناصر المكونة للاتحاد الاقتصادي والنقدي المستقبلي وقد نص هذا التقرير على تأسيس بنين لتحضير إنشاء الاتحاد الأوروبي النقدي حيث تم توقع الشروع فيها سنة 1980، من خلال الخطوات التالية.<sup>3</sup>

- المرحلة الأولى: تخفيض من هوامش التقلبات بين العملات للدول الأعضاء.

- المرحلة الثانية: التحرير الكلي لحركات رؤوس الأموال مع اندماج الأسواق المالية ولاسيما الأنظمة البنكية.

- المرحلة الثالثة: التثبيت القاطع لأسعار الصرف بين مختلف العملات.

كما اقترح التقرير تأسيس مركز قرار للسياسة الظرفية (معدل الفائدة، تسيير الاحتياطات، تكافؤ أسعار الصرف...).

بالنسبة لتنسيق السياسات الاقتصادية، خاصة بالنسبة للميزانية وكيفية تمويل العجز، اقترح Werner، تنسيق التشريعات الضرائبية القومية والتركيز على السياسات الهيكلية والجهوية للشراكة الأوروبية.

— **نظام الثعبان داخل النفق**: ولقد تم الاتفاق أثناء الاجتماع الذي عقد بمدينة بازل السويسرية في العاشر من أبريل سنة 1972 على تحديد هوامش تذبذب عملات المجموعة الاقتصادية الأوروبية بالنسبة لبعضها البعض بـ  $1.25 \pm$  بالمائة، وهو بمثابة الحدود المسموح بها لتقلبات أسعار صرف عملاتها، كما تم الإبقاء على الهامش المقرر لتقلبات أسعار الصرف مقابل الدولار وهو  $2.25 \pm$  بالمائة<sup>4</sup> وهذا يعني أنه أصبح هناك هامشين لتحرك أسعار الصرف الأوروبية الأولى بالنسبة إلى أسعار صرف العملات الأوروبية، والثانية بالنسبة إلى أسعار صرف العملات الأوروبية مع بعضها البعض. حيث اتفقت ست دول أوروبية على تقويم أسعار صرف عملاتها بالنسبة للدولار الأمريكي بهامش تذبذب قدر بـ: 2.25 بالنسبة لأسعار صرف عملاتها مع بعضها البعض و4.5 بالنسبة لأسعار صرف عملاتها مقابل الدولار.<sup>5</sup>

إن حركة أسعار صرف العملات الأوروبية عند الارتفاع والانخفاض ضمن الحدود المتفق عليها تكون مشابهة لحركة الثعبان داخل النفق، حيث تقع العملات القوية أعلى هامش التقلب (على ظهر الثعبان). أما العملات الضعيفة أدنى هامش التقلب (على بطن الثعبان). وكلما كان الفارق بين أسعار الصرف العملات بالنسبة للدولار كبيراً كان الثعبان سميكاً وفي حال العكس يكون الثعبان رفيع ومتى اقتربت العملات من بعضها البعض ويلتصق ظهر الثعبان ببطنه إذا كانت أسعار الصرف العملات بالدولار هي نفسها أسعار التعادل. وهذا ما سيتم توضيحه من خلال الشكل أدناه.

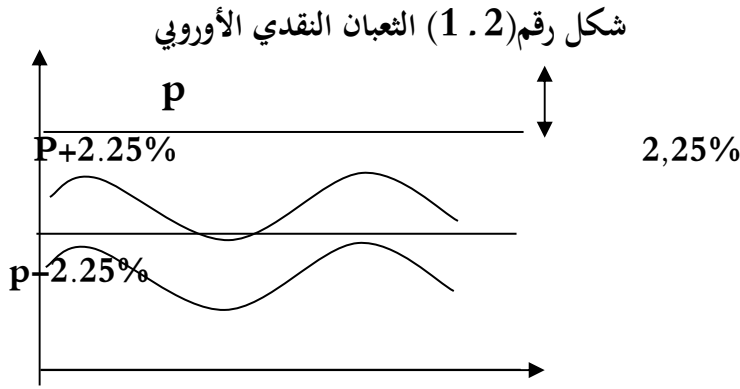
<sup>1</sup> فاروق محمود الحمد، الوحدة النقدية الأوروبية واليورو، النشأة، والتطور، والآثار، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد، 61 الكويت، 2000، ص 13.12.

<sup>2</sup> مصطفى كامل، العملة الأوروبية الموحدة وانعكاساتها على المصارف العربية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 24، 2009، ص 48.

<sup>3</sup> قحيلية آمال، مرجع سابق، ص 173.

<sup>4</sup> مجدي محمود شهاب، الوحدة النقدية الأوروبية الإشكاليات والآثار المحتملة على المنطقة العربية، الإسكندرية، مصر، الدار الجامعية، بدون سنة النشر، ص 70.

<sup>5</sup> جون هاد سون، مارك هرنر، مرجع سابق، ص 605.



Source Pascal Kauffman, *l'euro*, Dunod, 2ème édition, Paris, 1999. P56.

إن العمل بنظام الثعبان النقدي يستلزم تدخل البنوك المركزية لدول المجموعة الأوروبية للمحافظة على أسعار صرف عملاتها في حدود الهوامش المسموح لها بالتحرك في إطارها وذلك عن طريق التدخل في أسواق الصرف الأجنبي سواء بالبيع أو الشراء للعملات الأوروبية.<sup>1</sup> إذ يعرض البنك المركزي للعملة القوية كمية من عملته في السوق في مقابل العملة الضعيفة، كما يضع كمية أخرى منها تحت تصرف البنك المركزي للعملة الضعيفة تمكنه من بيعها في السوق في مقابل عملته الضعيفة<sup>2</sup> إلا أن التذبذبات الناجمة عن عدم استقرار النظام النقدي الدولي وقيام بريطانيا في 1972 بالإعلان عن تعويم عملتها "الجنيه الإسترليني" وذلك بسبب التدهور الشديد في قيمتها نتيجة لعمليات المضاربة الواسعة على هذه العملة أعقب ذلك انخفاض شديد في أسعار صرف الليرة الإيطالية والكرون الدانماركي وحدث اضطراب واسع في أسواق المال الأوروبية<sup>3</sup>، مما دفع كل من ألمانيا الغربية، فرنسا، إيطاليا، هولندا، بلجيكا، لوكسمبورغ في 1973، إلى إتباع التعويم الجماعي لعملاتها، وذلك بالمحافظة على هامش التقلب المسموح به بين أسعار صرف عملاتها بنسبة 2,25% كحد أقصى وإعفاء بنوكها المركزية من التدخل في أسواق الصرف الأجنبي لتدعيم سعر الدولار وذلك بعدم السماح لسعره بالانخفاض عن نسبة 2,25% عن سعر التعادل، وهذا ما يعني في الأخير أن النفق أصبح غير موجود.

ـ **الوحدة النقدية الإيكونو**: اتفقت فرنسا وألمانيا الغربية في عام 1975 على وضع مشروع لخطوة اقتصادية تهدف إلى إنشاء الوحدة النقدية الأوروبية بحيث تحل محل الدولار الأمريكي في التسويات والمعاملات الخارجية وفي الوقت نفسه إنشاء صندوق التعاون النقدي الأوروبي بمبلغ 50 مليار دولار تتكون موجوداته من الذهب والاحتياطيات العالمية، وتمت الموافقة على هذا المشروع من قبل زعماء دول المجموعة في عام 1978. وبدأ العمل بالنظام النقدي الأوروبي الجديد اعتباراً من جويلية 1979. وهنا تجدر الإشارة إلى أن الإيكونو هي عبارة عن سلة من الأوزان المرجحة لعملات الدول الأعضاء، ويتحدد النصيب النسبي لكل دولة بمدى مساهمة العملة في الناتج القومي، وفي التجارة الخارجية لكل دولة<sup>4</sup> ويتم تغيير الأوزان بالنسبة للعملة دورياً كل 5 سنوات أو في حالة حدوث تغيير في قيمة أي عملة بنحو 25 بالمائة أو أكثر<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> صالح فلاح، نظام النقد الدولي ومعضلة الدول الفقيرة، مجلة اتحاد الجامعات العربية للعلوم التطبيقية، المجلد الأول، العدد الثالث، سبتمبر 1999، ص 73.

<sup>2</sup> مفتاح صالح، المالية الدولية، مطبوعة غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2004.

<sup>3</sup> مغاوري شلبي علي، مرجع سابق، ص 09.

<sup>4</sup> محمود حميدات، أسامة الفولي، مبادئ الاقتصاد النقدي، دار الجامعة الجديدة، مصر، ص 170.

<sup>5</sup> عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات المشاركة الدولية من التكتلات الاقتصادية حتى الكوز، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص 102-103.

وتصدر وحدة النقد الأوربية للبنوك المركزية عن طريق صندوق النقد الأوربي مقابل احتياطي الذهب أو الدولار ولم ينشأ صندوق النقد رسمياً فقد تم خلق وحدة النقد الأوربية عن طريق ترتيبات المبادلة (وحدة عملة أوربية مثلاً مقابل دولارات أو ذهب) بين البنوك المركزية ومادياً تأخذ وحدة العملة الأوربية شكل الائتمان في دفاتر صندوق النقد الأوربي فعندما تحول دولة ما وحدات عملة أوربية إلى أخرى تتحول تلك الائتمان من حساب الدولة الأولى إلى حساب الدولة الثانية في دفاتر الصندوق<sup>1</sup>.

جدول رقم (2 . 1): تطور الأوزان النسبية لعملات الدول الأوربية في العملة الأوربية.

العملة المشاركة/السنوات	1979	1984	1989	1995	فيفري 1997
المارك الألماني	33	32	30.1	33.33	31.9
الجنيه الإسترليني	13.3	15	13	10.44	12.4
الفرنك الفرنسي	19.8	19	19	20.49	20.2
الليرة الإيطالية	9.5	10.2	10.15	7.17	7.9
الجيلدر الهولندي	10.5	10.1	9.4	10.47	10
الفرنك البلجيكي	9.6	8.5	7.9	8.57	8.5
الكرون الدنماركي	3.1	2.7	2.45	2.72	2.6
الجنيه الإيرلندي	1.2	1.2	1.1	1.04	1.2
الدراخمة اليونانية	0	1.3	0.8	0.47	0.5
البيزيتا الإسبانية	0	0	5.3	4.24	4.2
الإسكودو البرتغالي	0	0	0.8	0.71	0.7
الفرنك اللوكسمبورجي	0	0	0	0.34	0
إجمالي الأوزان	% 100	% 100	% 100	% 100	% 100

المصدر: مغاوري شلبي علي، اليورو والآثار على اقتصاديات البلدان العربية والعالم، مرجع سابق، ص 153

الوحدة: نسبة مئوية

### 3 \_ المحاور الرئيسية للنظام النقدي الأوربي.

لتحقيق أهداف النظام النقدي اتفقت الدول على أن يقوم هذا النظام على المحاور التالية:

\_ آلية سعر الصرف: تعد المحور الأساسي للنظام النقدي الأوربي، وتقوم على مبدئين أساسيين هما:

✓ ألا يؤدي هامش التغير في سعر الصرف عملة أي دولة عضو مقابل عملة بقية الدول الأعضاء عن 2.25% وفق هذه الآلية قامت كل دولة من الدول الأعضاء بتحديد سعر مركزي لعملتها مقابل وحدة النقد الأوربية الإيكون وتوضع هذه الأسعار في جدول، وبالرجوع إلى الأسعار المركزية الخاصة بكل عملة يتم تحديد أسعار مركزية ثنائية

<sup>1</sup> جون هيدسون، مرجع سابق، ص 608-609.

لكل العملات. وقد تم استثناء الجنيه الإسترليني بعد دخوله في سنة 1990 إلى آلية سعر الصرف الأوروبي حيث سمح لسعر صرفه أن يتحرك في هامش مقداره +0,6% مقابل عملات دول المجموعة الأخرى<sup>1</sup>. كما هو موضح في هذا الجدول رقم (2.2).

الجدول رقم (2.2): الأسعار المركزية لعملات الدول مقابل وحدة النقد الأوروبية الإيكو

الدولة	الفرنك البلجيكي	الجيلدر البلجيكي	الفرنك الفرنسي	المارك الألماني
بلجيكا	42.6263	0.05393	0.16259	0.04779
هولندا	18.5424	2.29886	3.01489	0.88630
فرنسا	6.1503	0.33169	2.93082	0.29397
ألمانيا	20.9211	1.12828	3.40166	2,03748

المصدر: مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، الطبعة الأولى (القاهرة: دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، 1997)، ص. 84

✓ كما تشترط هذه الآلية ضرورة عدم تعديل أسعار الصرف المركزية إلا باتفاق دول المجموعة، ويقتضي الأمر أن يقوم محافظو البنوك المركزية الأوروبية بتبليغ صندوق النقد الأوروبي عن الاختلالات التي تعاني منها الدول الأوروبية لئتم اتخاذ الإجراءات المناسبة، وللإشارة فقد انضم إلى عضوية آلية صرف العملات الأوروبية كل الدول الأعضاء في الجماعة الاقتصادية آنذاك ما عدا بريطانيا التي انضمت إليها عام 1990<sup>2</sup>.

ـ آليات الائتمان: نظرا لاختلاف الأوضاع الاقتصادية من دولة إلى أخرى وخصوصا العوامل التي تؤثر في سعر صرف العملة فقد تم توصل المجموعة إلى ضرورة توفير تسهيلات ائتمانية قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل بالإضافة إلى تقديم دعم نقدي قصير الأجل<sup>3</sup>. ويقوم على أساس النقاط الرئيسية التالية<sup>4</sup>:

✓ تسهيلات ائتمانية قصيرة الأجل جدا: ومدتها 45 يوم وتبدأ من نهاية الشهر الذي يجري فيه استخدام التسهيل ويمكن أن يمتد أجل هذا الائتمان ثلاثة شهور إذا ما توفرت ظروف معينة ثم تمتد ثلاثة شهور أخرى إضافية بموافقة البنوك المركزية الدائنة.

ومن الناحية الفنية فإن التسهيلات يتم منحها من قبل كل مصرف مركزي لكل من المصارف الأخرى وهي تأخذ شكل مبيعات (مشتريات) فورية لعملات الجماعة في المقابل الحسابات الدائنة (المدينة) مقومة بوحدات العملات الأوروبية، أما سعر الفائدة المدين أو الدائن التي تطبق على التسهيلات البالغة القصر في أمدها فهي متوسط أسعار الخصم الرسمية لجميع مصارف الجماعة الاقتصادية الأوروبية، مرجحا حسب أوزان العملات المعنية على نحو ما يستخلص من الأسعار المركزية لوحدة العملة الأوروبية السائدة<sup>5</sup>.

1 هورست أونجر، أوروبا تسعى إلى الوحدة النقدية، مجلة التمويل والتنمية، العدد 4، ديسمبر 1990، ص 14.

2 أحمد فاروق محمود، مرجع سابق، ص 24.

3 حشاد نبيل، الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي (من الفكرة إلى اليورو)، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 55، الكويت، 1998، ص 33.

4 مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1997، ص 84.

5 محمد لبيب شفيق، مرجع سابق، ص 383.

✓ **المساندة النقدية القصيرة الأجل:** وهو نظام لتسهيلات المتبادلة بين البنوك المركزية لدول الجماعة الأوروبية والتي تمنح لغرض مواجهة العجز المؤقت في ميزان المدفوعات والذي ينشأ نتيجة صعوبات كان من المتعذر التنبؤ بها، ومدة التسهيل ثلاثة أشهر ويمكن أن يمتد إلى تسعة أشهر.

✓ **التسهيل الائتماني متوسط الأجل:** انشئت هذه الآلية بقرار مجلس الجماعة الأوروبية في 22 مارس 1971 وهذه التسهيلات تخضع لبعض الشروط المتعلقة بالسياسة الاقتصادية لدولة التي تستخدم التسهيل، ويتراوح أجل هذا التسهيل بين عامين وخمسة أعوام وقد تقرر أن يبلغ الحجم الإجمالي لهذه التسهيلات ما قيمته 25 بليون ايكو منها 14 بليون ايكو لتسهيلات قصيرة الأجل و 11 بليون ايكو لتسهيلات متوسطة الأجل.

– **وحدة النقد الأوروبية:** لم تكن الإيكو في شكل عملة ورقية، أو في شكل قطع نقدية معدنية منذ نشأتها إلى أنها من الناحية العملية تتمتع بخصائص النقد وتعد وحدة حسابية تستخدم كوحدة لحساب التبادل الاحتياطي بين البنوك المركزية.

ووفقاً للقرارات التي صدرت عن المجلس الأوروبي في 5 ديسمبر 1987 في بروكسل، فإن هذه الترتيبات الائتمانية سوف يعمل بها في المرحلة الأولى من النظام النقدي الأوروبي وتدمج جميعها بعد ذلك في صندوق واحد في المرحلة النهائية من هذا النظام.

#### 4 – معاهدة ماستريخت والتدرج نحو الوحدة

– **تقرير ديلور\*:** لقد أصبحت الوحدة النقدية والاقتصادية الأوروبية موضوعاً بارزاً في اجتماعات المنظمة للمجلس الأوروبي الذي يضم رؤساء دول وحكومات بلدان (الاتحاد الأوروبي)، وأنشأ المجلس الذي انعقد في هانوفر في جوان 1988 لجنة خاصة برئاسة "جاك ديلور" رئيس لجنة الاتحاد الأوروبي وتضم محافظي البنوك المركزية للدول الأعضاء، لوضع مراحل محددة تقضي في نهاية الأمر إلى اتحاد اقتصادي ونقدي.

وقد قامت اللجنة بإعداد وثيقة عرفت بتقرير ديلور يحتوي على خطة تنفذ على ثلاث مراحل<sup>1</sup>:

- المرحلة الأولى: يتم خلالها إنجاز ما تبقى من خطوات التعاون استكمال إقامة السوق الأوروبية الموحدة، وإقامة سوق موحدة للخدمات المالية والمصرفية ومن ثم إقامة منطقة مالية موحدة لجميع دول المنطقة.

- المرحلة الثانية: الانتقال إلى الوحدة النقدية الأوروبية عبر المزيد من التنسيق في السياسات الاقتصادية، مع العمل على إيجاد مؤسسة تعمل على تحقيق الوحدة النقدية من خلال توحيد السياسات النقدية لكل الدول والعمل على تقليد هوامش تحرك أسعار الصرف بين عملات الدول الأعضاء.

- المرحلة الثالثة: بدء الوحدة النقدية الأوروبية وتولي البنك المركزي الأوروبي المستقل أمر وضع السياسات النقدية ومن ثم تحقيق الوحدة النقدية الأوروبية على أن يتم التعامل بعملة أوروبية موحدة.

<sup>1</sup> Jean-Pierre Faugère, **Economie Européenne**. Paris: Presse de Sciences Po. 1999. pp. 52-53.

\*رأس جاك ديلور المفوضية الأوروبية سنة 1985، أطلق عدة مبادرات لتحقيق الوحدة الأوروبية، قام بتأليف "الكتاب الأبيض" ورسم فيه إستراتيجية لإنشاء سوق أوروبية مشتركة. وفي عام 1989 وضع "خطة ديلور" رسم فيها تصور بشأن قيام الوحدة النقدية بين الدول الأوروبية

وكان القصد الأصلي من تقرير ديلور تقديم مسار الوحدة النقدية من خلال مبدأ الثالث المستحيل\* أسعار الصرف الثابتة وحركة رأس المال الكامل، ومنع سياسة نقدية مستقلة. فاستقرار سعر الصرف يعزز التجارة في حين تقلب سعر الصرف لها تأثير عكسي عليها، وبإحكام السياسة النقدية يمكن تثبيت أسعار الصرف لفرض انضباط كافية بالنسبة للدول الأعضاء<sup>1</sup>.

ـ بنود معاهدة ماستريخت: بهدف استكمال الخطوات السابقة عقدت الدول الأعضاء في الجماعة الاقتصادية الأوروبية مؤتمر في 7 فيفري 1992 بالمدينة الهولندية ماستريخت لوضع التعليمات النهائية لمعاهدة روما، وقد ركزت هذه التعديلات على موضوعين هامين وهما البنك المركزي الأوروبي، ووحدة النقد الأوروبية<sup>2</sup>، كان من الطبيعي أن تهتم الحكومات الأوروبية باستكمال الخطوات السابقة، لذلك وقعت الدول الأعضاء للاتحاد الأوروبي في مدينة ماستريخت الهولندية على اتفاقية حملت اسم هذه المدينة والتي وقع عليها رؤساء حكومات دول المجموعة الأوروبية، وتم المصادقة عليها رسمياً في 07 فيفري 1992. قد وقعت 11 دولة من أصل 15 دولة التي تشكل المجموعة الأوروبية على هذه الاتفاقية وهذه الدول هي: بلجيكا فرنسا، اليونان، اللوكسمبورغ، إيرلندا، إيطاليا، البرتغال، إسبانيا بريطانيا، هولندا والدانمارك.

### ✓ نقاط الاتفاقية ما يلي: <sup>3</sup>

- إقامة أوروبا الموحدة على شكل اتحاد فيدرالي يشمل 340 مليون مستهلك هم عدد سكان دول المجموعة الأوروبية.
- تحقيق السوق الداخلية.
- تحقيق الوحدة الاقتصادية والنقدية، وما يرتبط بذلك من مؤسسات كالمصرف المركزي الأوروبي الموحد.
- التنسيق الكامل في مجالات السياسة الداخلية والقضاء، ومكافحة الجريمة والإرهاب، وتجارة المخدرات.
- تحقيق سياسة خارجية وأمنية دفاعية مشتركة.
- إتباع طرق جديدة في إصدار القوانين، وإعطاء صلاحيات أوسع للبرلمان الأوروبي.
- حق مشاركة المواطنين على اختلاف جنسياتهم وأماكن سكنهم في الانتخابات الأوروبية والمحلية.
- إعطاء جنسية أوروبية موحدة إلى جانب الجنسية الوطنية.

ولكي تصبح معاهدة ماستريخت سارية المفعول يتعين التصديق عليها بواسطة جميع الدول الأعضاء ذلك الوقت، وقد كان القادة السياسيون الذين وافقوا على المعاهدة في ديسمبر 1991 واثقين أنه سيصادق عليها من دون صعوبة وتصبح نافذة المفعول مع بداية 1993 ولكن هذا لم يحدث، ففي جويلية 1992 صدم الدانمارك الجماعة برفض المعاهدة في استفتاء شعبي، وفي سبتمبر وافق الفرنسيون بأغلبية ضئيلة جدا على المعاهدة في استفتاء شعبي<sup>4</sup>. ولكن الاتفاقية اعتبرت سارية المفعول من قبل جميع الأعضاء بمجرد التوقيع عليها.

<sup>1</sup> Francesco Paolo Mongelli, op. cit, p14

\* الثالث المستحيل" يشير إلى حقيقة أن ثلاثة من الأمنيات الحكومات - أي التجارة الحرة وحركة رأس المال، استقلالية السياسة النقدية، أسعار الصرف الثابتة - لا يمكن التوفيق بينها. فيجب على الحكومات أن تختار، في التوفيق بينها.

<sup>2</sup> بسام الحجار، العلاقات الاقتصادية الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2003، ص 213.

<sup>3</sup> سمير صارم: البورو، دار دمشق، سوريا، 1999، ص ص 91-92.

<sup>4</sup> كامل بكري، مرجع سابق، ص ص 182 . 183.

## ✓ نتائج اتفاقية ماستريخت:

طبقا لاتفاقية ماستريخت قد تم تحقيق السوق الأوروبية الموحدة بدءا من الأول من جانفي 1993 وبذلك حققت دول المجموعة الأوروبية حلما مشتركا قضى بضرورة إنشاء سوق اقتصادية مشتركة، ويعتبر إنجاز السوق الأوروبية الداخلية الموحدة خطوة أساسية على طريق تحقيق الوحدة الأوروبية الكاملة وتظهر أهمية السوق الأوروبية المشتركة من خلال تأمينها لحرية انتقال البضائع انتقال الأشخاص، انتقال رأس المال وحرية انتقال الخدمات.

## \_ معايير التقارب والاستقرار

وضعت خمسة معايير تتعلق بالسياسات المالية والنقدية المطبقة في اقتصاداتها، اثنان في السياسة المالية الداخلية نسبة عجز الموازنة إلى الناتج المحلي الإجمالي ونسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي، وثلاثة معايير في السياسة النقدية (معدل التضخم، وسعر الفائدة، وسعر الصرف).

## ✓ معيار استقرار الأسعار "معدل التضخم":

بينت معاهدة ماستريخت شرط التقارب المؤهل لدول المعنية للانضمام إلى الوحدة النقدية الأوروبية من حيث معدلات التضخم التي يجب أن تقترب من المعدلات التي حققتها اقتصاديات أفضل ثلاث دول من حيث قدرتها على تحكم في معدلات المرتفعة لتضخم أي عدم تجاوز معدل التضخم في الدولة المعنية 1.5% عن متوسط معدل التضخم في الدول الثلاث.<sup>1</sup> ويهدف هذا المعيار أساسا إلى ما يلي:<sup>2</sup>

\_ أن يكون عائد الاستثمارات المباشرة في المشروعات الأوروبية أكبر من العائد المتحقق عن الادخار المصري بهدف ضمان التمويل للأنشطة الاستثمارية.

\_ أن يكون هناك مجال تمويل مستقر سواء من تدفقات داخلية أوروبية أو من تدفقات خارجية.

وهذا المعيار ضروري من أجل التمهيد لسياسة مالية ونقدية مستقرة ومستمرة وفي الوقت ذاته لمكافحة التأثيرات الانكماشية السلبية التي تحدث نتيجة ارتفاع معدلات الفائدة لتتجاوز معدل 5.7% سنويا، ومن ثم الإبقاء على قوة الدفع الذاتي المستمر نحو المزيد من الاستثمار الفاعل في إطار حركي تدافعي.

## ✓ نسبة عجز الموازنة إلى الناتج المحلي الإجمالي:

اشتراطت معاهدة ماستريخت ألا تتجاوز نسبة العجز السنوي للموازنة في الدولة حدود 3% من ناتجها المحلي الإجمالي ووفقا لهذا المعايير فإنه لا يمكن للدول الأعضاء في منطقة اليورو بالتوسع في الإنفاق غير المبرر، الذي لا يؤدي إلى زيادة الناتج المحلي لكل دولة ومن ثم فإن السبيل الوحيد أمام أي دولة من دول المجموعة لزيادة انفاقها هو زيادة الناتج المحلي الإجمالي للدولة، بما يعنيه من رفع كفاءة جهاز الإنتاج الوطني وبما يتناسب مع الزيادة المرغوبة للوصول إليها في الإنفاق، ويهدف هذا المعيار إلى تقوية النظام المالي للدولة من خلال رفع قدرته على تحصيل الموارد، ومنع ومحاربة التهرب الضريبي.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> François Descheemakere, **Mieux comprendre L'EURO**, Paris : édition d'organisation, 1998, p. 25

<sup>2</sup> محسن الحضيري، البوروا الإطار الشامل والكامل للعملة الأوروبية الموحدة، مجموعة النيل العربية، مصر، 2002، ص. 88.

<sup>3</sup> محسن الحضيري، مرجع سابق، ص. 84.

## ✓ نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي:

نصت الاتفاقية على ألا يتعدى إجمالي الديون الحكومية المستحقة إجمالي ناتجها المحلي للدول المنضمة للاتحاد النقدي عن 60% في العام السابق على الانضمام، إلا إذا كانت هذه النسبة تتجه نحو الانخفاض وتقترب من القيمة المحددة 60% بسرعة مرضية<sup>1</sup>. ومع توقيع معاهدة ماستريخت وجد أن كلا من ألمانيا وفرنسا ولوكسمبورغ وإسبانيا والمملكة المتحدة حققت هذا المعيار 60 بالمائة وأقل بينما كانت هذه النسبة مرتفعة في دول أخرى ولاسيما في بلجيكا 129 بالمائة، أيرلندا 103 بالمائة، إيطاليا 101 بالمائة<sup>2</sup>.

ويحتل المعيار المالي المرتبة الأولى من حيث الأهمية، لأن الميزانية العامة تلعب دورا مهما في الحياة اليومية للأفراد وفي الأنشطة الاقتصادية للشركات، فعن طريقها تفرض الضرائب، وتقرر النفقات العامة المدنية والعسكرية. ويؤثر هذا المعيار على المعايير الأخرى، فعجز الميزانية يؤدي إلى هبوط الاحتياطيات الرسمية وارتفاع المديونية العامة وزيادة معدلات التضخم وأسعار الفائدة. وقد قرر الأوروبيون تحديد المعيار المالي على أساس عجز بنسبة لا تزيد على 3% من الناتج المحلي الإجمالي لكل دولة<sup>3</sup>.

## ✓ سعر الصرف:

يجب الحفاظ على سعر الصرف ضمن آلية سعر الصرف SME من دون تخفيض قيمة العملة، لمدة سنتين على الأقل قبل الانضمام إلى الاتحاد النقدي الأوروبي<sup>4</sup>. وهدف هذا المعيار هو تلافي سلبات ومحاطر تقلبات أسعار الصرف بين عملات الدول الأعضاء بالاتحاد، وتأثير هذه التقلبات على أداء الشركات، وحركة رؤوس الأموال بين الدول الأعضاء.

## ✓ معيار أسعار الفائدة:

إن تقارب معدلات الفائدة خلال مدة سنة قبل الاختبار يعني أن البلد العضو قد تحصل على معدل فائدة اسمي طويل الأجل لا يزيد أكثر من 2% على متوسط هذا المعدل في ثلاثة دول من الاتحاد التي تتمتع بأكثر الأسعار استقرارا، حيث يتم حساب معدلات الفائدة على أساس سندات الدولة أو ما يشابهها، وقد اعتمد نسبة 7.8% كحد أقصى لسعر الفائدة<sup>5</sup>.

## 5 \_ دول الاتحاد النقدي الأوروبي:

في الفاتح ماي 2004 توسع الاتحاد الأوروبي ليصبح يضم خمسة وعشرون دولة، ثم اتجه هذا التوسع نحو شرق أوروبا بعد الموافقة على انضمام عشر دول أوروبية جديدة، كان بعضها ضمن نطاق الاتحاد السوفياتي سابقا مثل ليتوانيا، لاتفيا وأستونيا والبعض الآخر يقع في نطاق أوروبا الشرقية سابقا وتتمثل هذه الدول في المجر، بولونيا، جمهورية التشيك، سلوفاكيا، وسلوفينيا، وأيضا دول أخرى هي قبرص ومالطا. وهذا ما نتج عنه توسع عضوية الاتحاد الأوروبي بمقدار الثلثين، وزيادة مساحة أراضيه بمقدار الربع حوالي 3.325 مليون كلم. وانضمام كل من بلغاريا ورومانيا في الفاتح من جانفي 2007، كما

<sup>1</sup> Andrew Harrison et Ertugrul et Dalkiran, *Ena Elsey, business international et mondialisation Vers une nouvelle Europe* ; 1<sup>e</sup> édition .Paris: mai 2004p.423

<sup>2</sup> فاروق محمود الحمد، مرجع سابق، ص 40 .

<sup>3</sup> صباح نعوش، التقارب المالي في منطقة اليورو النص والتطبيق، تقرير مركز الجزيرة لدراسات، 22 جانفي 2013، ص 3.

<sup>4</sup> Paul Krugman et Maurice Obstfeld, *ECONOMIE internationale* ; 7<sup>e</sup> édition , Paris, 2006, P598 .

<sup>5</sup> Didier Cahen : *l'Euro (1997-1998) l'heure des préparatifs*, les Editions d'Organisation 1997. P97.



انضمت كرواتيا كآخر دولة في الأول من جانفي 2013 ليصبح عدد دول الاتحاد الاوربي 28 دولة، غير أن بريطانيا قررت في استفتاء شعبي جرى يوم 23 جويلية 2016 الخروج من حوض الاتحاد، وهي خطوة أثارت قلقا كبير داخل الاتحاد الأوروبي، وسط تحذيرات من مستقبل مجهول ينتظر اقتصاد المملكة المتحدة. يمكن تقسيم الدول 28 في الاتحاد الاقتصادي الأوروبي إلى قسمين دول منطقة اليورو ودول أخرى خارج الوحدة النقدية الاوربية.

— **دول منطقة اليورو:** دول منطقة الأورو وهي: ألمانيا، فرنسا، إيطاليا، إسبانيا، هولندا، النمسا، بلجيكا، لكسمبورغ فنلندا، البرتغال، أيرلندا وهو ما يعرف بدول "الموجة الأولى" وقد اختيرت هذه الدول من بين أعضاء الاتحاد الأوروبي في القمة الأوروبية المنعقدة في بروكسل 02 ماي 1998، رغم الخلافات في وجهات النظر حول تفسير معايير الانضمام. وقد تم قبول عضوية إيطاليا رغم ارتفاع الديون العمومية حيث بلغت سنة 1997 ما قيمته 121% من الناتج المحلي الإجمالي مع تعهدا بمواصلة جهودها في تخفيض نسبة الديون العمومية، أما العضو الثاني عشر فهو اليونان الذي انضم بتاريخ 01/01/2001.

كما تمكنت كل من سلوفينيا وجمهورية السلوفاك من الوفاء بكل معايير ماستريخت ودخلتا منطقة اليورو، وكانت سلوفينيا هي أول دولة عضو جديد تعتمد اليورو في جانفي 2007 ويمثل دخل الفرد في هذه الدولة النسبة الأعلى بين الدول الأعضاء الجدد إلى نحو 80% من المتوسط في الاتحاد الأوروبي في 2006، مما وضعها على قدر المساوات مع اليونان وجعلها تزيد عن البرتغال.<sup>1</sup> ثم انضمت كل من مالطا وقبرص في 1 جانفي 2008 بعد استيفائها إلى جميع المعايير المحددة في معاهدة ماستريخت لتمثل العضو الثالث والرابع عشر في منطقة اليورو.

أما جمهورية السلوفاك والتي انضمت في جانفي 2009 تعتبر أقوى الدول الاعضاء الجدد في الاداء الاقتصادي، وعززت مكاسب الانتاجية والصادرات فيها، وهي تشكل إلى جانب سلوفينيا وجمهورية التشيك اقتصادا متقدما وليس ناشئا في الوقت الراهن.<sup>2</sup> وانضمت استونيا في 1 جانفي 2011، ولاتفيا في 1 جانفي 2014 وكانت آخر دولة انضمت إلى نادي اليورو هي لتوانيا في 1 جانفي 2015 ليصبح عدد دول المنطقة تسعة عشرة دولة أوروبية.

— **الدول خارج مطقة اليورو:** وهي تسعة بلغاريا والتشيك، المجر، بولندا ورومانيا والسويد والمملكة المتحدة، الدنمارك وترجع أسباب عدم الانضمام إلى ما يلي:

✓ **الدانمارك:** أبدت الدانمارك نيتها في عدم المشاركة في العملة الموحدة عقب قيامها بإجراء استفتاء شعبي والذي نتج عنه رفض الدانماركيين لفكرة الانضمام لمنطقة اليورو، حيث وافق الشعب الدانماركي على التوقيع على معاهدة ماستريخت بعد التزام الحكومة الدانماركية بعدم الانضمام إلى الوحدة النقدية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>مارتن شيهك، سيزيونا متيرا، مرجع سابق، ص 12.

<sup>2</sup>نفس المرجع، ص 12.

<sup>3</sup> فاروق محمود الحمد، مرجع سابق، ص. 46

✓ **السويد:** تعتبر عضو في الاتحاد الأوروبي منذ 1995 ومع ذلك لم تشارك في آلية الصرف الأوروبي وعلى الرغم من استيفائها لمعظم معايير ماستريخت إلا أنها لم تنضم إلى الوحدة النقدية بسبب المعارضة الشعبية للانضمام إلى اليورو عقب الاستفتاء الشعبي الذي قامت به السويد سنة 1998.

✓ **بريطانية:** يحضى الجنيه الإسترليني بالقبول العام في كافة دول العالم بما فيها الدول الأوروبية أعضاء كتلة اليورو، وربما كان مرجع ذلك للأسباب التالية:

- إن المملكة المتحدة وهي الدولة ذات الناتج المحلي الإجمالي الأكبر على مستوى الاتحاد الأوروبي، إلا أن تجارتها مع باقي دول الاتحاد هي الأقل نسبة، كما أن مرونة السوق لديها تضع قيودا على إمكانية أن تحدد أسعار الفائدة الطويلة الأجل بعيدا عن السيطرة السلطات البريطانية.

- قوة الجنية الإسترليني في مواجهة اليورو بدءا من عام 1996: لقد شهدت الفترة من 1991 حتى عام 1995 تدهورا قيمة الإسترليني في مواجهة الوحدة النقدية الأوروبية المتداولة حساسيا آنذاك الايكو غير أن الإسترليني استعاد قوته في مواجهة الوحدة النقدية الأوروبية بدا من عام 1996 إلى أن واصلت هذه الفترة ذروتها في عام 2000 ثم سجل هبوطا طفيفا في 2003 إن مقارنة المؤشرات الاقتصادية التي يعكسها الجدول رقم (2 - 3).

الجدول رقم (2 . 3): مقارنة معايير التقارب بين دول اليورو وبريطانيا

السنة	سعر الفائدة		التضخم		الدين الحكومي		عجز / فائدة الموازنة
	اليورو	المملكة	اليورو	اليورو	اليورو	اليورو	
2000	5,5	5,3	2,1	0,6	70,5	42,4	0,2
2001	5,0	4,9	2,3	1,5	69,4	39,4	(1,3)
2002	5,1	4,9	2,1	2,0	68,8	37,6	(1,4)

المصدر: فريد عبد الفتاح فرح، البنك المركزي الأوروبية واشكالية رسم السياسة النقدية في دول منطقة اليورو، الملتقى الدولي حول اليورو وأثره على الدول العربية (فرص وتحديات)، جامعة عمار تليجي، الأغواط، 18-20 أبريل 2005.

Source: Economics of monetary Union ,Oxford university press De Grawe paul, 2002.

## 6 \_ البنك المركزي الأوروبي

\_ **نشأة وأهداف البنك المركزي الأوروبي:** بعد مفاوضات طويلة جرت بين رؤساء البنوك المركزية الأوروبية، احتفل قادة الدول الأوروبية عام 1998 بانطلاق البنك المركزي الأوروبي ومقره في مدينة فرانكفورت الألمانية، والذي بدأ عمله الفعلي عام 1999 وقد تم اعطاء هذا البنك الاستقلال عن الحكومات بحيث يحدد السياسة النقدية للاتحاد الأوروبي بعيدا عن تدخل حكومات الدول الأعضاء، كما تم الاتفاق على أن يتمتع البنك عن تقديم أي قروض لهذه الحكومات من أجل تمويل عجز الموازنات العامة لها. ويمتلك هذا البنك كافة الأدوات والتقنيات التي تساعد على تحقيق أهدافه النقدية ودعم الاستقرار النقدي في دول الاتحاد، ولقد حددت اتفاقية ماستريخت مهام هذا النظام في الآتي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> European Central Bank, "The Monetary Policy of the ECB", Germany, 2011, p. 16.

- ✓ الحفاظ على استقرار الأسعار مثل كافة البنوك المركزية الأخرى، وهو يعد الهدف الأول والرئيسي للبنك طبقاً لمعاهدة ماستريخت.
  - ✓ تحديد وتنفيذ السياسة النقدية لمنطقة اليورو.
  - ✓ تسيير النقد الأجنبي والعمليات.
  - ✓ عقد وإدارة الاحتياطات الرسمية الخارجية للدول الأعضاء.
  - ✓ تشجيع الأسلوب الهادئ والبسيط في إدارة نظم الدفع.
  - ✓ الحق الحصري في إصدار الأوراق النقدية والمعدنية داخل منطقة اليورو
  - ✓ وجمع البنك المركزي الأوروبي المعلومات الإحصائية اللازمة وتقديم التقارير الشهرية والسنوية للهيئات الأوروبية.
- \_ الهيكل التنظيمي للبنك المركزي الأوروبي:** يتألف البنك المركزي الأوروبي من أحد عشر بنكاً مركزيًا أوروبيًا ومحافظي البنوك المركزية الوطنية في منطقة اليورو والمجلس التنفيذي المكونة من ستة أعضاء بما في ذلك رئيس مجلس الإدارة ونائب الرئيس<sup>1</sup>. ويتكون النظام الأوروبي للبنوك المركزية من الهيئات التالية:
- ✓ البنك المركزي الأوروبي.
  - ✓ البنوك المركزية لجميع الدول.
- أما نظام اليورو فيتكون من:
- ✓ البنك المركزي الأوروبي.
  - ✓ البنوك المركزية لجميع الدول الأعضاء.
  - ✓ المجلس التنفيذي للبنك المركزي الأوروبي ويتألف من 6 أشخاص ينتمون إلى المنطقة اليورو.
  - ✓ مجلس الإدارة للبنك المركزي الأوروبي ويضم: المجلس التنفيذي وحافظو البنوك المركزية لدول المنطقة
  - ✓ مجلس الإدارة الموسع ويضم: المجلس التنفيذي وحافظوا البنوك المركزية للاتحاد الأوروبي.
- وقد تم تحديد رأس المال المكتتب فيه للبنك المركزي الأوروبي 50 مليار يورو، تساهم فيه الدول الأعضاء بنسب متفاوتة تتوقف على نسبة سكان الدولة إلى إجمالي سكان الاتحاد الأوروبي، وكذلك بناءً على نسبة مساهمة الدولة في الناتج المحلي الإجمالي للاتحاد.
- والجدول رقم (2 - 4) يوضح نسب المشاركة لكل دولة من الدول الأعضاء في رأسمال البنك المركزي الأوروبي، وقيمتها باليورو وذلك في حالة مشاركة الدول الأعضاء الخمسة عشر في هذا النظام، وسوف يقوم البنك المركزي الأوروبي بالاحتفاظ بهذه الاحتياطات وإدارتها كما يقوم بتوزيع الأرباح الناتجة عن هذه الاحتياطات بعد الاحتفاظ بنسبة 20% منها لديه ويتم توزيع نسبة 80% على البنوك المركزية الوطنية حسب نسبة مساهمتها في رأس مال البنك.

<sup>1</sup> Chèrifa Sari; op. cit, P 18

جدول رقم (2 - 4): نسبة المساهمة في رأسمال البنك المركزي الأوروبي وقيمتها باليورو.

الدولة	نسبة المشاركة في رأس مال البنك	قيمتها بالمليار يورو
النمسا	2.3	1150
بلجيكا	2.9	1450
الدانمارك	1.55	775
فنلندا	1.35	675
فرنسا	16.2	8100
ألمانيا	22.95	11475
اليونان	2.3	1150
ايرلندا	0.95	475
إيطاليا	15.8	7900
لكسمبورغ	0.15	75
هولندا	4.25	2125
البرتغال	2.25	1125
اسبانيا	9.3	4650
السويد	2.35	1150
إنجلترا	15.6	7800
الإجمالي	100	50075

المصدر: مغاوري شلبي علي، اليورو والآثار على اقتصاديات البلدان العربية والعالم مرجع سابق، ص 157.

#### \_ استقلالية البنك المركزي الأوروبي:

إن مبدأ استقلالية المؤسسات النقدية الأوروبية يعتبر شرطاً لاستقرار الأسعار، وهو يحتم تفادي اجراءات مفاجئة من قبيل تعين أو إقالة سؤولي هذه الهيئات، لذا تحضر تنحية أي عضو من ادارة البنك المركزي الأوروبي من منصبه إلا تحت ظروف خاصة تتمثل في عدم قدرته على تلبية مستلزمات أداء أو وفته أو خطأ فادح، ولا يتم ذلك إلا من خلال قرار من المحكمة الأوروبية، أما مأمورية أعضاء المجلس فهي 8 سنوات وبالنسبة للمحافظي فإن فترة تعيينهم 5 سنوات وهي مدة ولاية تسمح باستقرار المؤسسات. كذلك يحظر على الأعضاء قبول أية توجيهات سياسية من أية جهة كانت، كما يحظر على البنوك المركزي السحب على المكشوف وهو ما يمنحها استقلالية مالية<sup>1</sup>.

كما تضمنت المادة 107 من معاهدة ماستريخت والمادة 07 من لائحة النظام الأوروبي للبنوك المركزية، استقلال البنك المركزي الأوروبي، والبنوك المركزية الوطنية، وأعضاء هيئات اتخاذ القرار فيها، في ممارسة سلطتها وتنفيذ واجباتها وليس مسموحاً لها أن

<sup>1</sup> مفتاح صالح، الاتحاد النقدي الأوروبي وتأثيره الاقتصادي، الملتقى الدولي حول اليورو واقتصاديات الدول العربية، جامعة الاغواط 2005.

تطلب أو تتلقى التعليمات من حكومة أية دولة عضو أو أية منظمة في الجماعة الأوروبية أو أية هيئة أخرى، وعلاوة على هذا، فإن هذه الحكومات والمؤسسات والهيئات ملزمة بالامتناع عن محاولة التأثير على البنك المركزي الأوروبي.

ـ أدوات السياسة النقدية: بحيث تقوم على مجموعة من الأدوات هي كما يلي:

#### ✓ عمليات السوق المفتوحة:

تعتبر عمليات السوق المفتوح أداة من أدوات السياسة النقدية للأورو الرئيسية للعمليات النقدية في الاتحاد النقدي الأوروبي، بحيث توجه أسعار الفائدة وتوفر السيولة للنظام المالي في المدى القصير لدى البنك المركزي الأوروبي هدف عملي يتمثل في تحديد معدل فائدة تمثيلي لشروط إعادة تمويل القطاع المصرفي في أوروبا. يتم إعادة التمويل أساسيا من خلال عمليات السوق المفتوح، خصوصا على شكل قروض مضمونة.<sup>1</sup>

#### ✓ التسهيلات الدائمة:

هي تسهيلات تمويلية من البنك المركزي الأوروبي تهدف إلى تحقيق الاستقرار الذاتي للنظام من خلال قيام السوق بالتخفيف من عدم الاستقرار في السيولة، وفي أسعار الفائدة، وتنقسم إلى تسهيلان: تسهيل "لومبارد" الذي تستطيع البنوك من خلاله الحصول على سيولة فورية، وتسهيل "الإيداع" الذي يمكن البنوك من إيداع فوائضها في السيولة على الفور، حيث يلعب التسهيلان دور في الحد من تقلبات أسعار الفائدة من خلال تحديدها لحدود التقلب.

#### ✓ شروط الاحتياطي:

وضع التزامات لودائع البنوك التجارية لدى البنك المركزي الأوروبي علما أن هذا الالتزام الذي يطبق في أحد الدول الأعضاء يجب تطبيقه أيضا في بقية الدول داخل الاتحاد الأوروبي<sup>2</sup>. وهو أن يعمل على خلق استقرار في السيولة والمساهمة في إيجاد أسعار فائدة أكثر استقرارا.

#### ✓ نظام المدفوعات الأوروبي هو نظام المدفوعات الخاص بالبنوك الأوروبية:

وهو نظام عبر الحدود يربط أسواق النقد المحلية بصورة فورية، بحيث يضمن استقرار اليورو وسعر الفائدة وهذا النظام يعد عنصر أساسي في النظام النقدي والمالي الأوروبي فهو يدعم السياسة النقدية الأوروبية حيث يساهم في خلق نظام مستقر وآمن للمدفوعات في أوروبا وسعر الفائدة عليه، ويوفر للمصارف التجارية في الاتحاد الأوروبي نتائج يومية عن تحويلات الأفراد، ويقوم نظام المدفوعات الأوروبي بربط أنظمة المدفوعات في الدول الأعضاء عبر شبكة واحدة، وأن نظام التمويل الآلي السريع لتحقيق التسويات الإجمالية عبر أوروبا في الوقت الفوري لحدوثها الذي يشار إليه يتكون من محورين أساسيين هما النظام الوطني للتسويات الإجمالية في كل الدول الأعضاء، النظام الذي يربط بين الأنظمة الوطنية.<sup>3</sup>

يعتبر نظام المدفوعات الأوروبي عنصرا أساسيا في السياسة النقدية لدول منطقة اليورو، حيث يعمل على توفير بيانات مستمرة عن التحويلات والعمليات المصرفية للبنوك التجارية في أوروبا، كما يربط أسواق النقد المحلية بصورة فورية ومستمرة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> قحيلية آمال، مرجع سابق، ص 224.

<sup>2</sup> فريد النجار، اليورو العملة الأوروبية الموحدة، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2004، ص 52.

<sup>3</sup> مصطفى كامل، مرجع سابق، ص 51.

<sup>4</sup> سمير محمد عبد العزيز، التكتلات الاقتصادية الإقليمية في إطار العولمة، مطبعة الإشعاع، مصر، 2001، ص 225.

## المطلب الثاني: اليونان وبدايات الأزمة الأوروبية:

لقد وقع الاقتصاد اليوناني في فخ المديونية العامة صعبة السداد، وذلك لأن هذا الاقتصاد أصبح في عام 2010 أشبه برجل ذهب إلى حفل فأنفق وأسرف في الإنفاق دون أن يتبين حقيقة ما لديه من أموال، فلما حانت ساعة السداد كان الارتباك وكانت الأزمة.

## أولاً - الاقتصاد اليوناني ما قبل الأزمة:

إن انضمام اليونان إلى الاتحاد الأوروبي سنة 1981 وانتفاعها من كل الأليات الممنوحة من الاتحاد الأوروبي في شكل صناديق الإعانة الذي يوفرها هذا الأخير للبلدان المنضوية تحته والتميز بدخل أقل من المعدل الأوروبي، هذه الموارد الهامة أتاحت جملة من المزايا التي تفوق القدرات والإمكانات الاقتصادية لدولة مثل اليونان حيث مكنتها من:

\_\_ تغطيت عجز موازنتها ومضاعفة الدخل السنوي للفرد الواحد بـ 8 مرات في حين كان هذا الدخل يعادل 4000 دولار سنة 1981، فأصبح يقارب 3200 دولار مما أتاح لليونان مشاركة الدول المتقدمة في التصنيف العالمي الممنوح من الأمم المتحدة لتنمية والذي صنف اليونان في المرتبة 25 من أصل 177 دولة<sup>1</sup>.

\_\_ حافظ الاقتصاد اليوناني على معدلات النمو المرتفعة خلال الفترة الممتدة من 2005 . 2008 حيث وصل معدل النمو إلى 3.3 % وهو أعلى من معدل النمو المماثل في الدول الأعضاء بمنطقة اليورو، وفي مجموع دول الاتحاد الأوروبي حيث لم يتعد 2% و 2.2% على التوالي الشكل رقم (2.2)<sup>2</sup>.

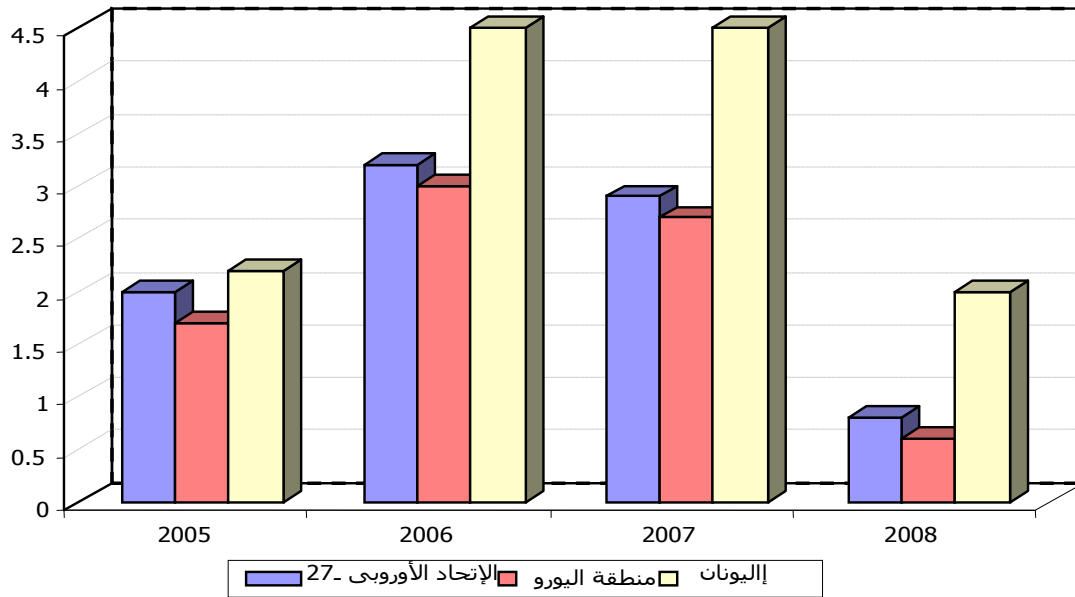
\_\_ زيادة نفقات الاستهلاك الخاص سنوياً ضعف مثيله في منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي، فقد بلغ 3.9% مقارنة بمعدل 1.5% و 1.8% على التوالي، وقد حدثت زيادة أقل في الاستثمارات الكلية، فقد بلغ نموها 2.1% سنوياً ولتقييم زيادتها المحدودة يجب الأخذ في الاعتبار أن ذلك يتعلق بالفترة التي أعقبت فترة إعداد دورة الألعاب الأولمبية عام 2004، حيث فرض تنظيمها القيام باستثمارات موسعة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> رضا الشكندالي، الاقتصاد التونسي بين تداعيات الأزمة الأوروبية ومتطلبات النمو، مجلة المغرب الموحد، العدد الثامن، 1 سبتمبر 2010، ص 19.

<sup>2</sup> أحمد منير النجار، محاولات انقاذ اليونان إلى أين، مجلة اتحاد مصارف الكويت، جويلية 2012، العدد 98، ص 66.

<sup>3</sup> ميخائيل فاسيلياديس، بيئة الاستثمار والأعمال في اليونان، تقرير الغرفة العربية اليونانية لتجارة والتنمية، مارس 2010، ص 4.

الشكل رقم (2.2): معدل النمو في اليونان، منطقة اليورو (16) دولة والاتحاد الأوروبي (27 دولة) بين (2005 . 2008).



المصدر: ميخائيليس فاسيلياديس، بيئة الاستثمار والاعمال في اليونان، تقرير الغرفة العربية اليونانية لتجارة والتنمية، مارس 2010 ص4.

— لقد أدت معدلات النمو المرتفعة إلى زيادة التشغيل من جهة، وإلى خفض معدل نسبة البطالة من جهة أخرى، وقد زاد عدد العاملين بنسبة 1.3% سنوياً في الفترة 2005 2008، كنتيجة لفترة الإعداد لدورة الألعاب الأولمبية (1.4% في فترة 2000 2004) بينما تحسنت نسبة العاملين إلى تعداد السكان، وقد تراجعت نسبة البطالة إلى 7.7% في نهاية هذه الفترة، من نسبة 10.2% التي كانت عليها قبل أربع سنوات، أي أنه أنخفض بفارق 2.5 نقطة<sup>1</sup>.

— كما جاء ضمن تقرير *Doing Business\** الذي يعنى بالبيئة الاستثمارية أن اليونان في عام 2006 تحتل المرتبة 109 من إجمالي 175 دولة، فارتفعت في عام 2008 إلى المرتبة 96 من إجمالي 181 دولة، إلا إنه في عام 2009 تراجعت إلى المركز 109 ضمن 183 دولة، كما شهدت أفضل تحسن خلال فترة 2006 . 2009 في مجال تحقيق التجارة عبر الحدود، لتتقدم بذلك 43 مركزاً من المركز 123 تقفز إلى المركز 80.

ثانياً - الأزمة اليونانية (المؤشرات والإحصاءات):

انطلقت الأزمة الأوروبية واليونانية بالتحديد في أكتوبر 2009 عندما تسلم الحزب الاشتراكي لتسيير الحكم وفوزه في الانتخابات ونهاية حكم اليمين، عند ذلك رح وزير المالية بأن عجز موازنة اليونان سنة 2009 هو في حدود 12.5% أي ضعف ما رححت به الحكومة السابقة<sup>2</sup>، ليتضح حقيقة وحجم الأزمة اليونانية وم خلال تتبع أهم المؤشرات الاقتصادية لليونان قبل وبعد الأزمة لندرك عمق الأزمة والتهديد الذي تمثله على مستقبل الإغريق في منطقة اليورو.

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص6.

*Doing Business\**: هو تقرير يصدر عن البنك الدولي، الذي يقوم بتقدير "سهولة القيام بالأعمال" في 180 دولة تقريباً، حيث يأخذ في الاعتبار العوامل التي تؤثر على تحقيق الاستثمار. المؤشر الذي يتم استخدامه يعتمد في حسابه على المحددات المذكورة سابقاً، بالإضافة إلى مستوى ضمان الملكية قانوناً، قدرة فرض العقود، إجراءات منح الترخيص للإنشاءات وإجراءات إغلاق المنشأة.

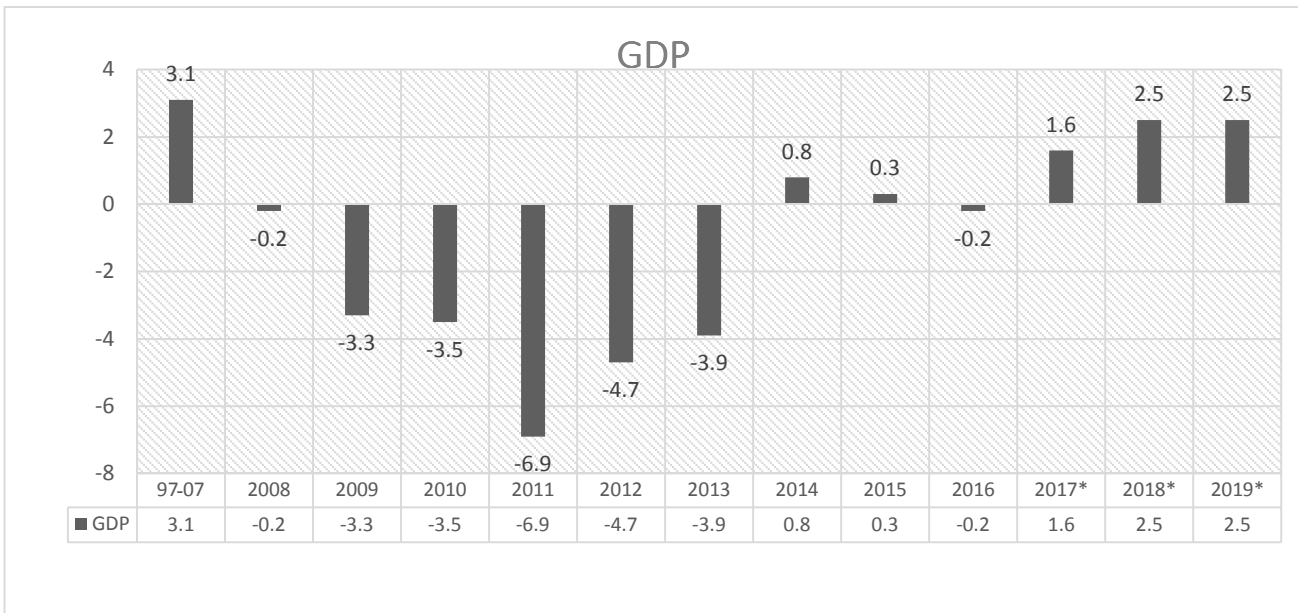
<sup>2</sup> رضا الشكندالي، مرجع سابق، ص 18

## 1. الناتج المحلي الإجمالي:

أكدت احصائيات الربع الأول من سنة 2012 إلى أن منطقة اليورو سجلت نسبة نمو في الناتج المحلي الإجمالي بنسبة صفر بالمئة مقارنة بالربع السابق له، أما الاتحاد الأوروبي اجمالاً فقد نما الناتج المحلي الإجمالي بنسبة ضئيلة جداً حوالي 0.1% وذلك بانخفاض كبير مقارنة بالربع الأول من سنة 2011 والتي قدر النمو فيها بـ(1.6%)<sup>1</sup>. ولكن اليونان كانت خارج هذا النمو، بل كانت هي السبب في خفض النسبة الاجمالية.

وبينت الاحصائيات أن اليونان قد استفادت من الانضمام إلى الاتحاد الأوروبي ومنطقة اليورو في رفع الناتج المحلي بنسبة 3.1% ما بين سنتي 1997.2007، مستفيدة من المساعدات الممنوحة في هذا الإطار، إلى أن الأزمة المالية العالمية وانخفاض تنافسية اليونان مقارنة ببقية دول اليورو، وانضمام دول أوروبا الشرقية إلى النادي الأوروبي، شكلت أهم نقطة التحول في الاقتصاد اليوناني فانخفض الناتج المحلي إلى -3.3% في 2009 ليصل إلى أدنى قيمة له في 2011 حيث وصل إلى ناقه 6.9% ليدخل في مرحلة تذبذب. الشكل رقم (2.3).

الشكل رقم (2.3) الناتج المحلي الإجمالي لليونان (1997\_2019)



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على:

European Commission, **European Economic Forecast**, Luxembourg, Spring 2012. 72 p

European Commission, **European Economic Forecast**, Luxembourg, Spring 2015. 81 p

European Commission, **European Economic Forecast**, Luxembourg, Autumn 2017. 89p

## 2 حجم الديون والعجز في الميزان التجاري:

في تقرير مؤسسة CMA المتخصصة في المعلومات عن الائتمان في العالم بعنوان «مخاطر الديون السيادية في العالم - الربع الثالث 2011»، رتب الديون السيادية لدول العالم وفقاً لأخطر هذه الديون من خلال الاحتمال التراكمي للتوقف عن السداد خلال السنوات الخمس المقبلة، وبناء على هذا الاحتمال تقوم المؤسسة بتصنيف الدول وفقاً لدرجة أمان أو

<sup>1</sup> Eurostat, **Flash estimate for the first quarter of 2012 Euro area and EU27 GDP stable 0.0% and +0.1% respectively compared with the first quarter of 2011 Luxembourg**, 73/2012 - 15 May 2012.



خطورة ديونها السيادية، وتناول التقرير 68 دولة لديها ديون سيادية. ورأى التقرير أن أخطر الديون السيادية هي ديون اليونان، إذ يبلغ الاحتمال التراكمي للتوقف عن السداد في خمس سنوات نحو 90.6 في المئة، ثم البرتغال بنسبة 61.3%، وفينزويلا 58.7%، الأرجنتين 53.2%، باكستان 51.8%، أوكرانيا 46.9%، إيرلندا 46.2% إيطاليا 33.3%، ثم هنغاريا وديي.

الدين العام اليوناني هو في الواقع مشكلة هيكلية قبل الأزمة، والاعتراف أن نسبة الدين العام / الناتج المحلي الإجمالي ما يقرب من 100% في عام 2001 مع الانضمام إلى منطقة اليورو، وهو ما يعارض أحد بنود معاهدة ماستريخت (60%) مع ذلك اليونان لم تستفد من فترة النمو القوي الذي حدث بين عامي 1997 و 2007 (4.2% سنويا في المتوسط) للحد من هذه الديون<sup>1</sup>.

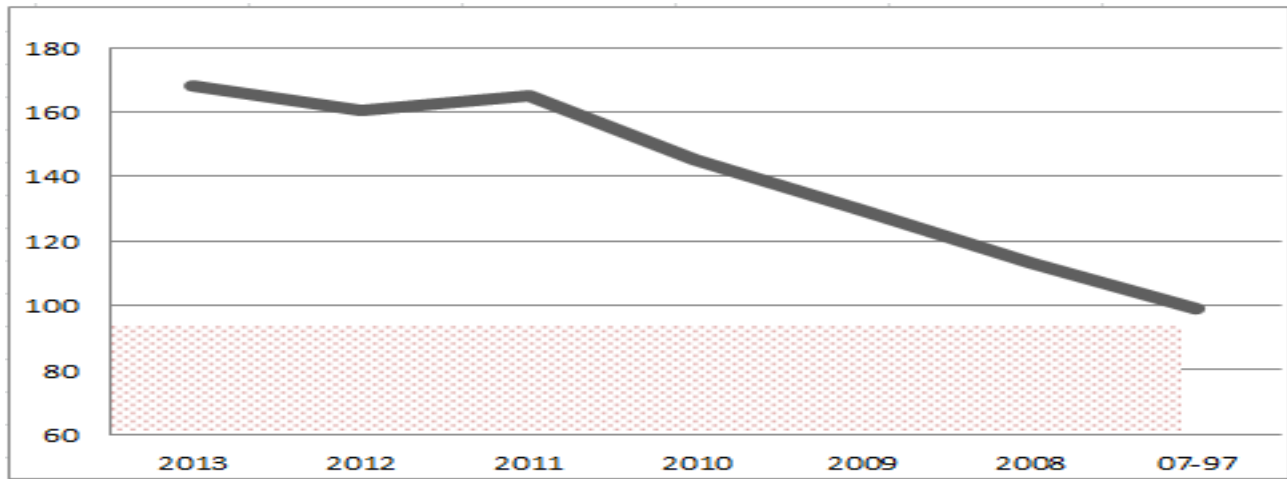
الجدول رقم (2 . 5) حجم الديون والعجز في الميزان التجاري اليوناني

السنوات	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	07.97
صافي الإقراض (+) أو الاقتراض (-)	1.5	3	0.4-	0.3	-6.3	-9.9	-10.6	-13.3	-16.2	/
توازن الميزانية العامة معدل دوري	0.5	5.7-	3.5-	12.3-	-7.3	-9.1	-10.3	-15.6	-9.8	-6.6
هيكل الميزانية	5.3	2.1	0.4	2.2	-2.9	-5.7	-9.0	-14.7	-9.8	/
اجمالي الديون	180,6	176,8	177,1	175,0	160.6	165.3	145.0	129.4	113	99.2

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على:

European Commission, **European Economic Forecast**, Luxembourg, 2015,2017,2012.

الشكل رقم(2 . 4) تطور اجمالي الديون اليونانية بين(1997 . 2013)



المصدر من اعداد الطالب: بالاعتماد على الجدول رقم (2 . 5)

<sup>1</sup>M. Jean-François MANCÉL, **RAPPORT AU NOM DE LA COMMISSION D'ENQUÊTE sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies**, ASSEMBLÉE NATIONALE ,N° 3034, 14 décembre 2010 ,p34.

[http://www.assemblee-nationale.fr/13/rap-enq/r3034.asp#P1293\\_302514](http://www.assemblee-nationale.fr/13/rap-enq/r3034.asp#P1293_302514)

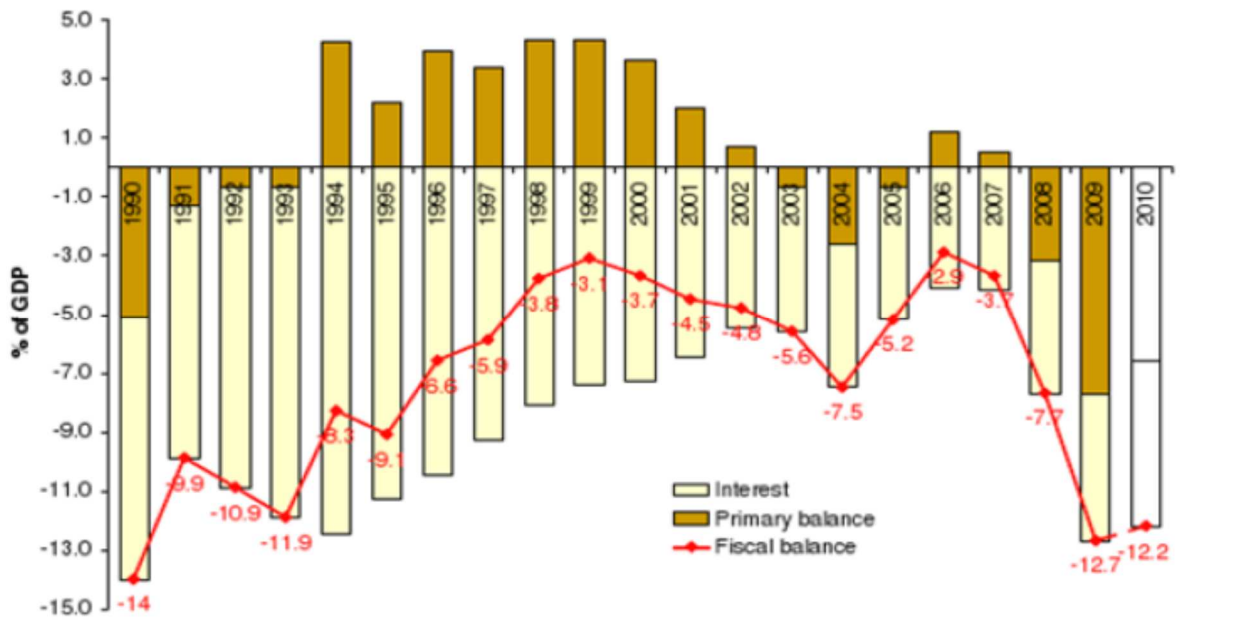
إن الملاحظة الأولى التي يمكن قراءتها من خلال الجدول والشكل أعلاه أنه منذ سنة 1997 أي قبل انطلاق الوحدة النقدية الأوروبية اليورو والدين الحكومي اليوناني يتخطى حدود 60% المحددة في المعاهدة ماسترخت (موضح بالمستطيل الملون)، وستم ذلك حتى اندلاع الأزمة بالصورة العلنية.

فقد بلغ إجمالي الديون في منطقة اليورو في الربع الأول من 2012 حوالي 88.2% من الناتج المحلي الإجمالي وقد ارتفع الدين الحكومي إجمالاً في الاتحاد الأوروبي من (80.4% إلى 83.4%) وفي منطقة اليورو من (86.2% إلى 88.2%) مقارنة بالربع الأول من 2011، وسجلت أعلى نسب الدين الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي عام 2012 في اليونان 160.6%<sup>1</sup>.

أما من حيث إيرادات ونفقات اليونان بحسب صندوق النقد الدولي فقد كشفت أزمة الاقتصاد العالمي عن ضعف أوضاع المالية العامة فيها، حيث حدث انخفاض كبير في الإيرادات بينما شهد الإنفاق ارتفاعاً حاداً وخاصة على الأجور وبرامج المستحقات<sup>2</sup> الشكل رقم (5.2) يعبر عن لفجوة المالية اليونانية بين سنتي (1990.2010).

وتعتبر النفقات العامة في اليونان مرتفعة للغاية خصوصاً في قطاعي الصحة والتعليم بالإضافة إلى ضعف الكفاءة في استخدامها، إذ تمثل اليونان الأعلى معدلاً من حيث الإنفاق الصحي، ويرى العديد من المحللين أن سبب العجز في الميزان الجاري لليونان يعود إلى ضعف قدرتها التنافسية في مجال التصنيع والصناعات الصغيرة، كما تعتبر اليونان أضعف اقتصاد في منطقة اليورو إذ لا تساهم إلا بـ 11.8% من إجمالي الناتج الأوروبي.

الشكل رقم (5.2) إيرادات الدولة اليونانية ونفقاتها بين سنتي (2010.1990)



Muhammed Akram, **The Greek Sovereign Debt Crisis: Antecedents, Consequences and Source** . **Reforms Capacity**, Journal of Economics and Behavioral Studies Vol. 2, No. 6, , June 2011, p308

<sup>1</sup> Eurostat, **First quarter 2012 compared with fourth quarter 2011 Euro area government debt up to 88.2% of GDP EU27 up to 83.4%**, Luxembourg, , 111/2012 - 23 July 2012.

\*تقدير 2013 هو تقدير تقريبي متوقع وليس تقدير حقيقي.

<sup>2</sup> نشرة صندوق النقد الدولي، أوروبا والصندوق يتفان مع اليونان على خطة تمويلية بقيمة 110 مليار يورو، 2 مايو 2010.

### 3 - أسعار الفائدة على السندات

إن الانضمام إلى اليورو لم يوفر الحماية إلى بعض الدول من ضغوط المضاربة، التي اتخذت شكل هوامش ضخمة على السندات الحكومية، وفي خلال الأزمات السابقة كان من المعتاد ظهور الهوامش الضخمة مع الضغط على أسعار الصرف والتي كانت غالباً ما تؤدي إلى هبوط في أسعار الصرف أو تخفيض قيمة العملة، ويعكس بزوغ الهوامش في داخل منطقة اليورو إلى وجود اعتقاد في السوق من أن البلد يمكنه التخلي على اليورو، أو أن الحكومة قد تتوقف كلياً أو جزئياً عن سداد الالتزامات الخاصة بديونها أو كلاهما معاً<sup>1</sup>.

انخفضت بالنسبة لليونان أسعار الفائدة على السندات بنسبة 18% (من 24.5% إلى 6.5%) بين عامي 1993 و1997 بتقارب واسع النطاق بين الدول في منطقة اليورو.<sup>2</sup> بفعل الأثر الرجعي القوي لليورو، ولكن بعد الأزمة المالية العالمية بدأت عيوب المالية اليونانية تظهر لتلقي بضلالها على أسعار الفائدة على السندات السيادية.

وبالنسبة للمستثمرين قد لا تكون المسألة اليونانية قائمة فقط على صعيد مخاطر نقصان القيمة الفعلية والصحيحة للمحفظة، بالارتباط مع ارتفاع أسعار الفائدة، بل أنها قد تنجم عن التساؤل حول ملاءة الدولة نفسها فمن الممكن أيضاً أن تكون قد ظهرت تدريجياً لدى المشتركين في السوق إمكانية وقوع الدولة اليونانية في التخلف عن الدفع وهكذا انتقلت أسعار الفائدة على 10 سنوات على اليونان من 6% في شهر جانفي إلى 7% في أبريل بعدما تبين العجز أكبر بكثير مما كان مقدراً رسمياً، مما رفع أسعار الفائدة إلى مستويات غير مسبقة تحطت 12% ماي سنة 2010 مما دفع باليونان إلى طلب المساعدة الأوروبية.<sup>3</sup>

#### الشكل رقم (2. 6) تطور أسعار فائدة السندات اليونانية مقارنة بالألمانية



Source: Rebecca M. Nelson ; Paul Belkin ; Derek E. Mix ; **Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications** ; August 18, 2011 ; P 5

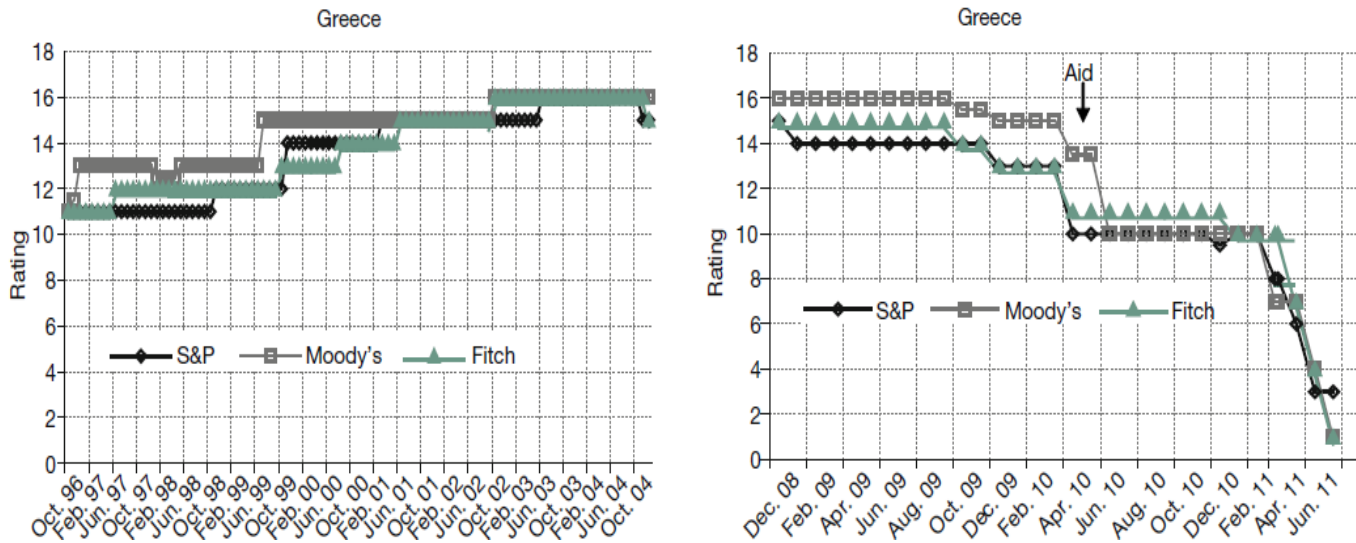
<sup>1</sup> تشارلز ويلوسز، أروع أوقات البورو، مجلة التنمية والتمويل، المجلد 46، العدد 02، يونيو 2009، ص 22.

<sup>2</sup> Rebecca M. Nelson , Paul Belkin , Derek E. Mix , **Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications**, Congressional Research Service, 18 August, 2011 ,P3.

<sup>3</sup> وكالة الخزينة الفرنسية، التقرير السنوي لوكالة الخزينة الفرنسية، 2010، ص 12.

- 4 - التصنيف الائتماني لليونان: إذا تحرك مؤشر التصنيف للأسفل فإن ذلك يمكن أن يتسبب في حدوث زلزال في أسواق المال العالمية، لذلك فإن وكالات التصنيف الائتماني تلعب أيضا دورا حاسما في أزمة اليونان، وتعيش هذه الأخيرة تحت حالة من الأزمات المالية المتتابة مما أدى إلى انعكاسات سلبية على وضعها الاقتصادي، ومدى قدرتها على سداد ديونها، لذا لم تقف وكالات التصنيف الائتماني موقف المشاهد، بل أخذت اجراءاتها من أجل خفض التصنيف الائتماني لليونان.
- ✓ 08 ديسمبر 2009: لجنة التقييط الدولية FitchRatings تقوم بتغيير نقطة سندات الخزينة اليونانية من A إلى A-.
- ✓ 08 ديسمبر 2009: تنقيط شركة Fitch ينتقل من A- إلى BBB+ .
- ✓ 22 ديسمبر 2009: بعد الوكالتين Fitch وStandard&Poor's جاء دور وكالة Moody's لتقوم بتخفيض التقييط على ديون اليونان من A1 إلى A2 بسبب التدهور المالي الذي تشهده مالية الدولة.
- ✓ 17 جويلية 2011 خفضت موديز تصنيف ديون اليونان بثلاث نقاط أخرى من Caa1 الى Ca وهو ما يزيد بمقدار نقطتين فقط عن حد الإفلاس المالي. وقالت المؤسسة في بيان لها: "ان برنامج الاتحاد الأوروبي المعلن يعني فيما يتعلق بسندات دين الحكومة اليونانية أن احتمال استبدال ديون مشكوك في تحصيلها ومن ثم التخلف عن سدادها قائم بنسبة 100%".
- ✓ 22 فيفري 2012 خفضت مؤسسة فيتش التصنيف الائتماني لليونان من CCC إلى C.
- ✓ 27 فيفري 2012 خفضت مؤسسة التصنيف الائتماني العالمية "ستاندرد أند بورز" التصنيف الائتماني لليونان إلى درجة "التخلف الانتقائي" (CD)، وذكرت مؤسسة "ستاندرد أند بورز" في بيان لها انها خفضت التصنيف الائتماني لليونان بعد اقرار الحكومة اليونانية مشروع القانون حول أحكام العمل الجماعي الذي يغير الشروط الأولية بشكل جذري ويطلق ما يسمى بإعادة هيكلة الديون.
- والشكل رقم (2 . 7) يعطي صورة واضحة على التحول الكبير في التصنيف الائتماني لديون اليونان المحدد من المؤسسات الثلاثة المتخصصة في هذا المجال، فخلال الفترة الممتدة من (1996 . 2004) أعطت كلها تصنيفات متميزة ومؤهلة لليونان لدخول لأسواق المال الدولية بصفة الدولة أو الاستثمار الآمن، نتيجة طبيعية لانضمامها إلى الاتحاد الاوربي ومنطقة اليورو.
- ولكن الأمر تحول بالكامل بعد 2008 تاريخ الأزمة العالمية لتتنزل كل المؤشرات إلى الجانب السلبي، وهو ما يطرح كذلك الكثير من التساؤلات حول أهلية ومصداقية هذه المؤسسات، والمعايير المستخدمة في تحديد التصنيف الائتماني لديون الدول.

الشكل رقم (7.2) التصنيف الائتماني لديون اليونان

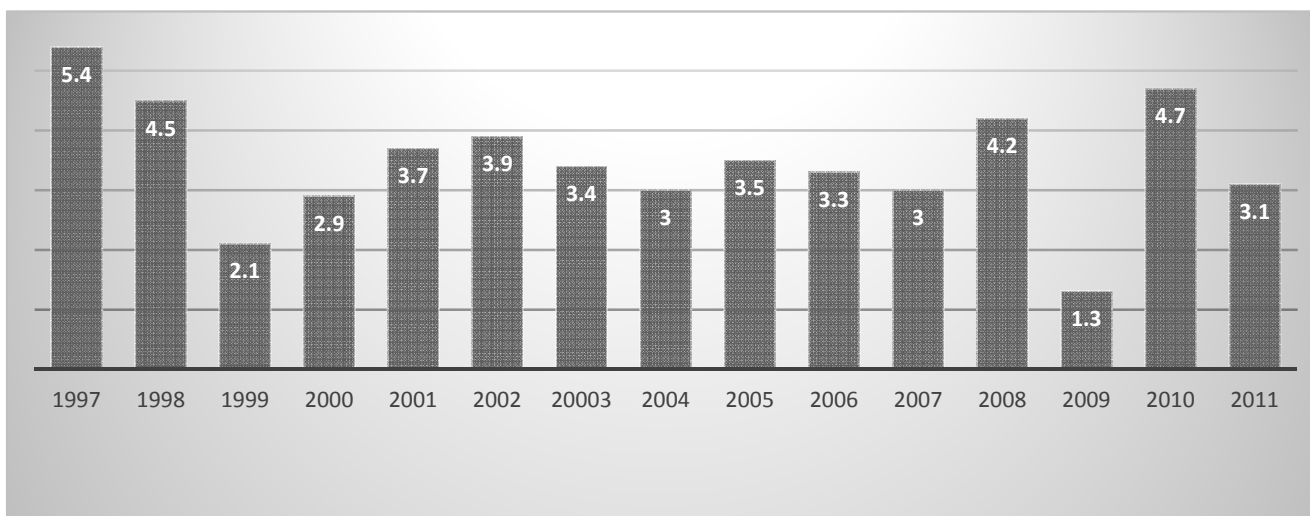


Source: Wim Kösters **Part of the Solution or Part of the Problem?**, Intereconomics, op. cit ,P232.

### 5 - المستوى العام للأسعار (التضخم):

رغم معدلات النمو الكبيرة التي شهدتها أعوام 2005\_2008 فإن الاقتصاد اليوناني لم يشهد قفزة في مستوى التضخم، الذي استمر في مستوى قريب من متوسط المستوى السائد في منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي باستثناء بعض التقلبات القليلة، خلال فترة 2005-2007، فإن الرقم القياسي لأسعار المستهلك قد بدأ من مستوى 3.5%، ليتراجع بصورة بسيطة إلى 3%، في نهاية الفترة المحددة. وفي هذه الفترة كان مستوى هذا المؤشر في منطقة اليورو خلال عام 2006 يصل إلى 2.2% و 2.3% في الاتحاد الأوروبي، بينما تراجع في عام 2007 إلى 2.1% في منطقة اليورو وأرتفع إلى 2.4% في الاتحاد الأوروبي. <sup>1</sup> الشكل رقم (8.2).

الشكل رقم (8.2): المستوى العام للأسعار (التضخم)



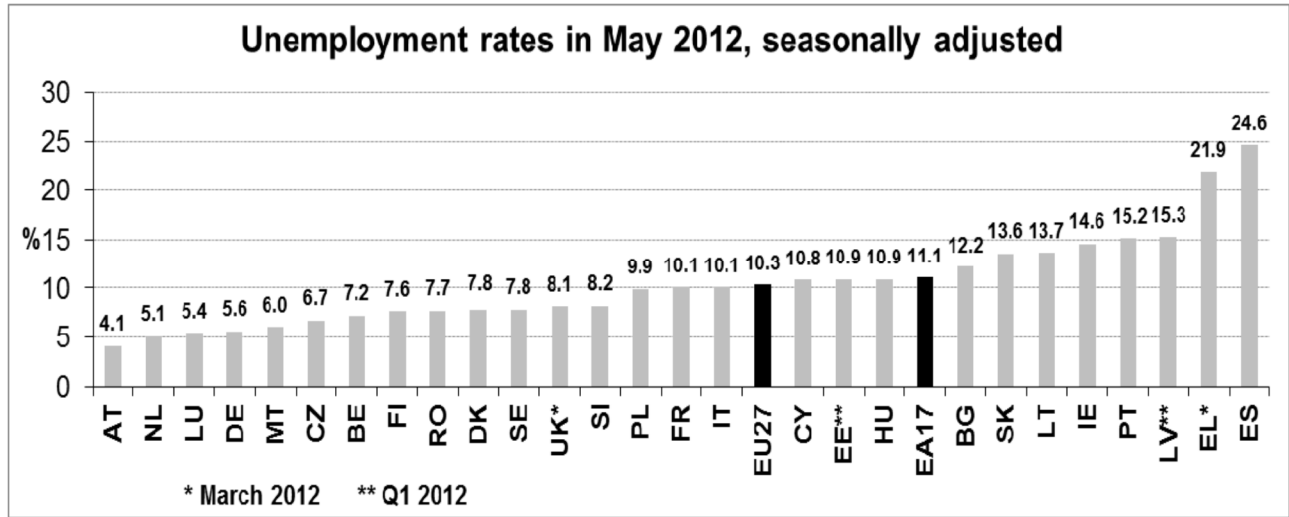
Source: Eurostat

<sup>1</sup>ميخائيل فاسيلياديس، مرجع سابق، ص7.

6. البطالة:

إن حصول اليونان على الدعم المالي من الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي لم يكن دون مقابل، فقد وضعت الترويكا شروط قاسية على الحكومة والشعب اليوناني في مقابل حزم الانقاذ، وعلى رأسها خفض الانفاق وخصخصة المؤسسات الحكومية وهذا ما يعني بالضرورة تسريح العمال وغلق المؤسسات ورفع سن التقاعد ووقف التوظيف الحكومي، ما انعكس على نسب البطالة لتكون اليونان ثاني أكبر دولة في معدل البطالة بعد اسبانيا بحوالي (21.9% مارس 2012) وذلك بارتفاع كبير مقارنة بمعدل (15.7% مارس 2011) (الشكل رقم 9.2).

الشكل رقم (9.2) معدل البطالة في منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي 2012



Source :Eurostat Euro area unemployment rate at 11.1%EU27 at 10.3%, 101/2012 – 2 July 2012.

المطلب الثالث: عدوى الأزمة في بقية الدول الأوروبية

أولا - البلدان الأكثر تأثرا:

1 - أيرلندا:

حققت أيرلندا طفرة اقتصادية وصناعية هائلة خلال فترة التسعينيات من القرن الماضي بفضل تبنيها سياسات تحرير التجارة ودعم الصادرات وتنشيط الاستثمار وازدهار النشاط العقاري، بالإضافة إلى تحول هيكل الاقتصاد القومي بما من اقتصاد يعتمد على الزراعة والصيد إلى اقتصاد يقوم على القطاع الصناعي وقطاع الخدمات، ليسجل متوسط معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بما نحو 6% خلال الفترة من 1996-2007، وهو ما جعل الخبراء والمحللين يطلقون عليها لقب «نمر أوروبا الاقتصادي» على غرار النمور الآسيوية<sup>1</sup>. وقبل استخدام العملة الأوروبية الموحدة اليورو كان الناتج المحلي الإجمالي الأيرلندي بين عامي 1990 إلى عام 1995 ينمو بوتيرة أسرع بكثير مما كان عليه في دول GIIPS الأخرى، كما أن التضخم وتكاليف الاقتراض لم تكن أقل من تلك في GIIPS فقط بل كانت قريبة من المستويات الألمانية، بالإضافة إلى ذلك كان

<sup>1</sup> محمد جميل الشيبيري، أيرلندا النمور الاقتصادي الأوربي يخفت نجمه في سماء النمو الاقتصادي، مجلة اتحاد مصارف الكويت، أوت 2011، العدد 93، ص 60.

الحكم في أيرلندا ومناخ الأعمال من بين الأقوى في العالم، وكانت أسواق العمل مرنة ونظام التعليم واحدا من أفضل النظم في أوروبا.<sup>1</sup>

فقد تسارع النمو على نحو مرتفع ليصل إلى نسبة 9.6% في الفترة من (1995-2000). كما وصل سعر الفائدة على مديونيتها مقارنة مع ألمانيا إلى أدنى مستوياته في عام 2005، كما زادت الأجور بنسبة 13%، إلا أن النمو السريع والسياسة النقدية الأوروبية ساهمت في ضخ المزيد من النقد الأجنبي في القطاع المالي، مما أدى إلى زيادة حجم الائتمان ليشكل حوالي 200% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2008.

كما أن تحول الاقتصاد الأيرلندي من اقتصاد صناعي إلى اقتصاد يعتمد على القطاع الخدمي والإسكان والوساطة المالية والعقارات، جعل أيرلندا تتأثر بالأزمة المالية العالمية، حيث تراجع الطلب المحلي العام فيها بنسبة 16% وانخفضت حركة الاستثمارات بنسبة 40%، وانخفضت أسعار المساكن بنسبة 40% بحلول عام 2010.<sup>2</sup>

لقد كانت الفقاعة العقارية في أيرلندا كبيرة بشكل خاص. فقد تضاعفت قيمة أسهمها السكنية أربع مرات في السنوات العشر المنتهية عام 2006، مع تضخم قطاع الإنشاءات ليشكل ثمن الاقتصاد، وصعد سعر المنزل العادي في مدينة دبلن أكثر من خمس مرات ثم انخفض إلى النصف تقريباً منذ ذلك الوقت.

انفجار الفقاعة العقارية في أيرلندا وضع مصارفها في موقف حرج ومماثل لذلك الذي واجهته المصارف الأمريكية والبريطانية قبل عامين، فالمصارف الأيرلندية غارقة في القروض العقارية وأن معظم القروض منحتها المصارف خلال السنوات الأخيرة حيث كانت الحركة العقارية على أشدها، وأدى الانفجار إلى تدهور أسعار العقار بشكل دراماتيكي جعل المطورين العقاريين عاجزين عن الوفاء بديونهم للمصارف، ما اضطر إلى اللجوء إلى الحكومة للاستدانة بحيث يمكن لها أن تستمر.<sup>3</sup>

وكانت التدابير التي اتخذت متسارعة حيث أصدرت الدولة الأيرلندية ضمانا لتغطية جميع ديون البنوك، وحولت معظم القروض المدومة إلى وكالة حكومية خاصة تعرف باسم الوكالة الوطنية لإدارة الأصول (NAMA) وضخت المليارات لإنقاذ البنوك وبحلول سبتمبر 2010 ضخت المؤسسة حوالي 50 مليار يورو (66 مليار دولار) للبنوك. إلى أنها عجزت عن إيجاد ما يكفي من الأموال من أجل شراء جميع القروض التي تعرضها البنوك للبيع، وهنا بدأ الحث عن أزمة مستعصية ولا قدرة على أيرلندا على حلها.

وبالتالي لا تكمن المشكلة الأيرلندية في الإنفاق الحكومي ولكن في الضمانات الحكومية التي تم تقديمها للبنوك الأيرلندية لتغطية القروض العقارية، وقد خسرت البنوك حوالي 100 مليار ما أدى إلى انتقال تلك الخسارة إلى الدولة كضامن لتلك القروض، تبعها الانهيار الاقتصادي وارتفعت البطالة من 4% عام 2006 إلى 14% عام 2010 ووصلت نسبة العجز حد 32% من الدخل القومي، وارتفع الدين العام إلى أكثر من 121.7% سنة 2012 الجدول رقم (2 - 6).

<sup>1</sup> URI DADUSH AND CONTRIBUTORS, **PARADIGM LOST THE EURO IN CRISIS**, 2010, Carnegie Endowment for International Peace. P43.

<sup>2</sup> الغرفة التجارية الصناعية بالرياض، الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوروبية، مرجع سابق، ص 19.18.

<sup>3</sup> انفجار الفقاعة العقارية في أيرلندا، مجلة البيان البنائية، العدد 369، ديسمبر 2010، ص 18.

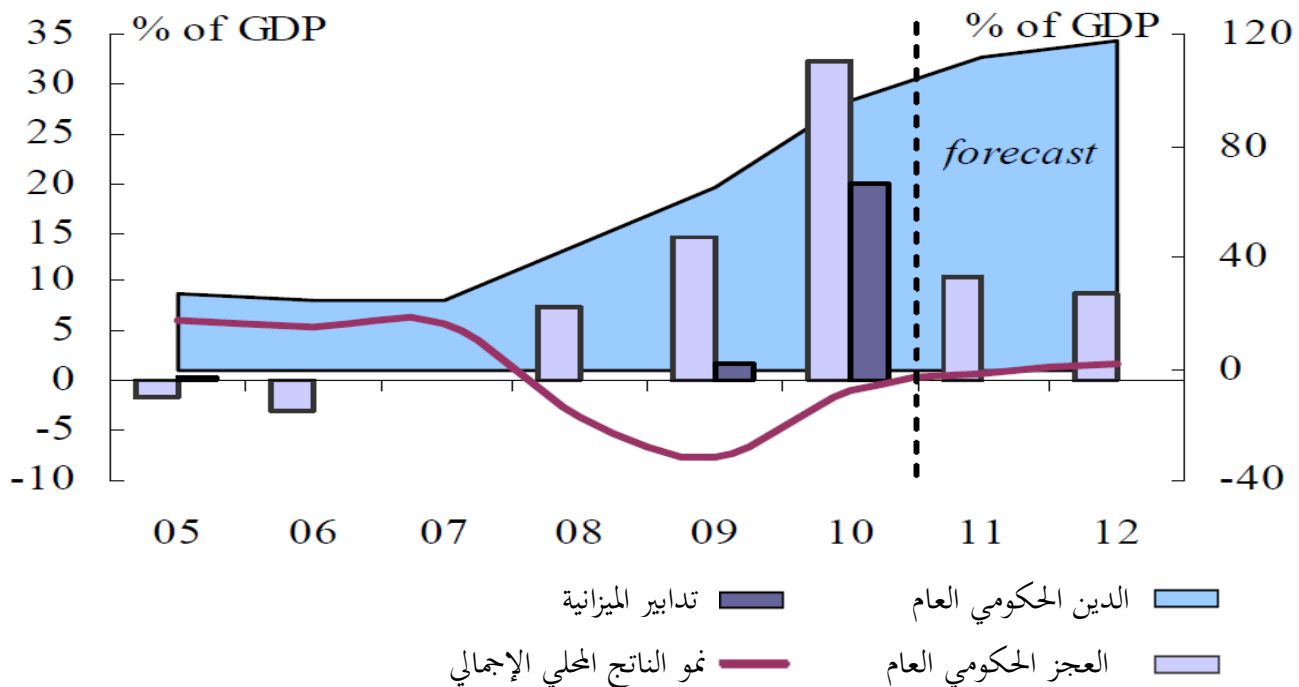
الجدول رقم (2 - 6) أهم مؤشرات الاقتصاد الإيرلندي ما بين (2007 - 2017)

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	*2017
الناتج المحلي الإجمالي	5.6	-3.5	-7.6	-1.0	0.6	0.3-	0.2	8.3	25.6	5.1	4.8
توازن الميزانية العامة دوري	-1.8	-7.4	-12.0	-30.3	-9.2	8.1-	5.8-	3.6-	1.9-	0.7-	1.3-
اجمالي الديون	25.0	44.4	65.6	96.2	112.0	121.7	123.2	109.7	76.9	72.8	699

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على:

European Commission, **European Economic Forecast**, Luxembourg, 2012,2015,2017

الشكل رقم (2 \_ 10): أيرلندا دين الحكومة العامة، العجز ونمو الناتج المحلي الإجمالي



European Commission, **European Economic Forecast**, 2012, op. cit , p104.

## 2 - البرتغال:

تعد البرتغال من أضعف الدول في منطقة اليورو من الناحية الاقتصادية فأزمتها ترجع إلى عقود من الضعف والتباطؤ في النمو الاقتصادي مقارنة مع بقية دول المنطقة، ويكفي أن نقرأ أهم أرقام المؤشرات الاقتصادية في هذه الدولة لنندرك أسباب وخلفيات الأزمة البرتغالية:<sup>1</sup>

— زاد معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي البرتغالي بحوالي 1,1% بين سنتي (2001-2007) وهو الأضعف في منطقة اليورو وفي نفس الوقت تقلصت ثروة البلاد بـ 1%.

<sup>1</sup> Jean-François HUMBERT (au nom de la commission des affaires européennes sur la crise économique et financière au Portugal, RAPPORT D'INFORMATION, SÉNAT, N° 249, 19 janvier 2011, pp 97.

<http://www.senat.fr/notice-rapport/2010/r10-249-notice.html>



– زاد معدل البطالة بنسبة 160% بين عامي 2002-2007، وبلغ معدل البطالة طويلة الأجل 50% من النسبة العامة ليصل المعدل سنة 2010 حوالي 10,9% الإجمالي.

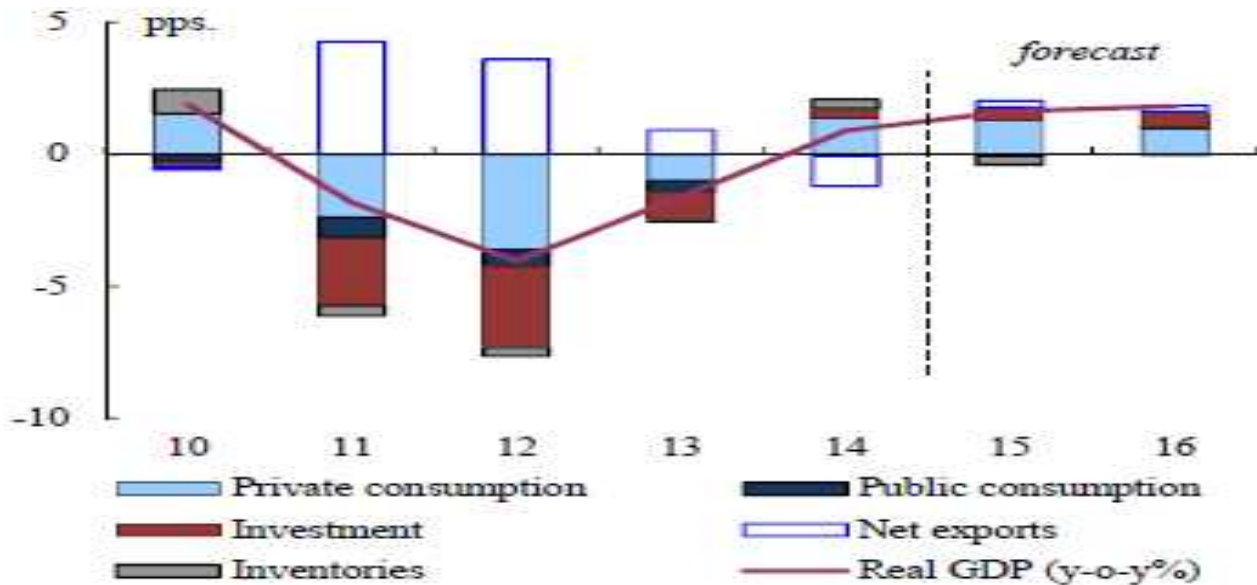
– الاقتصاد البرتغالي هو في المقام الأول اقتصاد خدمات، فقطاع التعليم العالي يوظف ما يقرب من 60% من السكان مقابل 12% في القطاعات الأولية، وينبغي أن يلاحظ أيضا أن ما يقرب من 80% من الشركات البرتغالية تتكون من أقل من خمسة موظفين.

– القدرة الشرائية في البرتغال هي الأدنى معدلا مقارنة بمنطقة اليورو، ففي سنة 2008 بلغ نصيب الفرد في الناتج المحلي الاجمالي حوالي 25% أقل من المتوسط الأوروبي وراتب متوسط قدره 800 يورو، وأن معظم الزيادات في الأجور وجهت للاستهلاك وبالتالي الزيادة في الواردات.

– نقص في القدرة التنافسية وعدم وجود القدرة التنافسية والإنتاجية المنخفضة للاقتصاد البرتغالية تعزى جزئيا إلى انخفاض مستوى التدريب البرتغال، فقد قدرت منظمة التعاون والتنمية عدد حاملي الشهادات التعليم الثانوي إلى نحو 20% من بين (25 و64 سنة)، مقابل 70% في المتوسط في دول منظمة التعاون الاقتصادي، ونصف القوى العاملة لم تصل تسع سنوات من التعليم المدرسي 45% الشباب بين 18 و25 وقف دراستهم بعد حد أقصى 9 سنوات من التسجيل، عدد الطلاب 18 سنة من العمر في ازدياد مستمر ولكن عددهم لا يزال 3/2 أقل من المتوسط أوروبا.

وبرزت الأزمة في البرتغال من خلال مؤشرات الاقتصاد الكلي التي سجلت تراجع كبير كما يبينه الشكل رقم (2- 11) وكذا الجدول رقم (2- 7) حيث انخفض الناتج المحلي الإجمالي بشكل كبيرا جدا فبين سنتي (1992-2008) سجل ارتفاعا بـ 2.1 مستفيدا من فترة الانتعاش التي عاشتها منطقة اليورو لينخفض بسبب الأزمة سنة 2009 إلى (-2.6) وليسجل أكبر انخفاض سنة 2014، كما سجلت الديون البرتغالية ارتفاعا مطردا من (58.7) بين سنتي (1992-2008) إلى أكثر من 130 خلال مراحل الأزمة.

الشكل (2 - 11): نمو الناتج المحلي الحقيقي



European Commission, European Economic Forecast, 2017, p108.

الجدول رقم (2 - 7) أهم مؤشرات الاقتصاد البرتغالي ما بين (2007 - 2017)

السنوات	2008-92	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	*2017
الناتج المحلي الاجمالي	2.1	2.9-	1.4	1.7-	4.0-	1.6-	0.9	1.8	1.5	
التوظيف	0.4	2.6-	1.5-	1.5-	4.1-	2.9-	1.4	1.4	1.6	2.9
اجمالي الديون	58.7	83.2	93.5	108.1	125.8	129.7	130.2	128.8	130.1	121.1

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على:

European Commission, **European Economic Forecast**, Luxembourg, 2012,2015,2017.

### 3. اسبانيا:

الدولة التي تبلغ مساحتها حوالي 782 504 كم<sup>2</sup> وعدد سكان 46661000 نسمة بلغ الناتج المحلي الإجمالي فيها سنة 2009 مبلغ 1053 مليار دولار كان نصيب الفرد الواحد منه (الناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد (2009) 900 22 أورو وسجلت معدل النمو أرقاما سلبية (2009) - 3.7% ووصل معدل البطالة في عام 2010 19.7% أما المستوى العام لأسعار فبلغ (2009) - 0.3% وتوازن الميزانية في عام 2010 - 9.24% من الناتج المحلي الإجمالي كما وصل الدين العام في عام (2010) 62.8% من الناتج المحلي الإجمالي وعجز في الميزان التجاري 2009 حتى 94.7 مليار دولار، عملاؤها الرئيسيون: فرنسا (18.3%)، وألمانيا (10.5%)<sup>1</sup>

وتعتبر اسبانيا رابع أقوى اقتصاد في منطقة اليورو بعد ألمانيا وفرنسا وإيطاليا فبين عامي 1986-2006، وهي سنة الانضمام إلى الاتحاد الأوروبي، سجل الناتج المحلي الإجمالي نموا متجاوزا متوسط النمو في أوروبا بـ 17% لكن الأزمة عصفت بها وبشكل عنيف، فالمصارف الإسبانية عانت من قدر هائل من الأصول المسمومة (الديون المشكوك في تحصيلها) والناجمة عن فقاعة سوق العقار الإسباني، وهي القصة نفسها التي عاشها سوق العقار الأمريكي، والتي نجمت عن عمليات توريق الديون، ذلك الابتكار المالي الذي يسمح للمصارف بتجميع القروض العقارية التي تمنحها لعملائها المختلفين في حزم، ثم بيع هذه الحزم في أسواق المال في صورة أوراق مالية للاستثمار، يطلق عليها الأوراق المالية المغطاة بالرهون العقارية، والتي للأسف الشديد يشتريها المستثمرون دون أدنى علم بطبيعة الغطاء الذي تحويه تلك الأوراق، ولا يمكنهم بأي حال تحديد مستويات المخاطرة التي تحملها على نحو معقول، سوى من خلال تصنيف محدد تمنحه إحدى مؤسسات التصنيف الائتماني لهذه الأوراق، والذي أثبتت التجربة أنه يمكن شراؤه بسهولة<sup>2</sup>.

وتعود جذور أزمة العقار الإسبانية بالذات إلى نهاية تسعينات القرن الماضي حين بدأ الإقبال يتزايد على شراء العقارات في إسبانيا سواء من قبل السكان المحليين أو من قبل السياح الأجانب، وفرض هذا الطلب المتزايد ارتفاع صاروخي في شركات

<sup>1</sup> Jean-François HUMBERT, au nom de la commission des affaires européennes (1) sur la crise économique et financière en Espagne, RAPPORT D'INFORMATIO (SÉNAT, N° 385 , 29 mars 2011,p6 .

<http://www.senat.fr/rap/r10-385/r10-3851.pdf>

<sup>2</sup> إبراهيم السقا، هل تنجح عملية إنقاذ مصارف الزومبي الإسبانية؟، مجلة الاقتصادية الإلكترونية، السعودية، تاريخ الاطلاع 2012/06/12/

[http://www.aleqt.com/2012/06/12/article\\_666119.html?related](http://www.aleqt.com/2012/06/12/article_666119.html?related)

المقاولات والبناء التي جلبت عددا كبيرا من العمال سواء من داخل إسبانيا أو من خارجها، وبسبب ضغوط اتفاقية ماستريخت الأوروبية وجدت إسبانيا نفسها مرغمة خلال التسعينات على خفض متدرج لأسعار الفائدة مما نتج عنه تشجيع أعداد كبيرة من الإسبان على شراء الشقق والمنازل وكذلك تأسيس الشركات فازدهر الاقتصاد، ويكفي القول هنا إن قطاع البناء كان حتى نهاية 2006 يشغل 13% من اليد العاملة في كل إسبانيا، والاقتصاد الإسباني نفسه كان يستحوذ على أكثر من ثلث فرص الشغل المتوفرة في المنطقة الأوروبية بأكملها.<sup>1</sup>

وبين عامي 2005 و2007 كان يتم بناء أكثر من 800000 وحدة في السنة، أكثر من ألمانيا وفرنسا وإيطاليا مجتمعة. وكان الطلب الفعلي 350000 مسكن فقط، بمعنى تم تصميمها كاستثمار مربح جدا من خلال الرهن العقاري على المدى الطويل (35-50 سنة) بنسب متفاوتة.<sup>2</sup>

ومنذ سبتمبر 2008 الذي شهد انفجار فقاعة الإسكان الإسبانية مع بداية الكساد في اليونان انكشفت نقاط ضعف الاقتصاد الإسباني فمع انخفاض الضرائب المتعلقة بأرباح قطاع الإسكان تأرجح وضع قطاع الميزانية الإسبانية بشكل دراماتيكي من الفائض الضئيل إلى عجز بلغ 15.5% من إجمالي الناتج الوطني الإجمالي في عام 2009. وفي الوقت نفسه حلقت البطالة من أقل من 10% قبل الأزمة إلى أكثر من 20% بعد الأزمة (الشكل رقم (2.7)). والأكثر خطرا يتمثل في أن الصدمة الأولى التي تلقاها سوق الإسكان لفتت النظر إلى حقيقة شدة الارتباط بين المصارف الإسبانية عموما. و«ناديق الكاخا» (أبحاث تعرف بـ بانينكا\* بعد اندماجها) خصوصا بقطاع الإسكان المتهاوي، ويقدر أن رهون البناء التي قدمتها المصارف الإسبانية ذات قيمة تصل إلى 45% من إجمالي الناتج الوطني، والارتباط أدى إلى فزع المصارف الأجنبية وتوقفها فعليا عن اقراض الشركات والمصارف الإسبانية.<sup>3</sup>

ووفقا لأرقام البنك المركزي الإسباني فإن القطاع المصرفي كان يستخدم حتى نهاية 2011، نحو 243 ألف و41 شخصا، أي أقل بكثير من عددهم سنة 2008 عندما بلغوا 270 ألف و855 عاملا وانخفض عدد الوكالات الإسبانية من 45 ألف و662، إلى 39 ألف و843 حيث تعتبر هذه الأرقام مؤشر على خطورة الوضع المصرفي الإسباني.<sup>4</sup>

وبسبب الأزمة طلبت الحكومة الإسبانية من أوروبا مساعدة لزيادة رأسمال عدد من مصارفها المتعثرة في القروض العقارية، وبذلك أبحاث رابع دولة في منطقة اليورو تطلب مساعدة دول اليورو بعد اليونان، إيرلندا، والبرتغال لمواجهة الأزمة التي تضغط على سندات الخزانة الإسبانية وتهدد منطقة اليورو.

<sup>1</sup> <http://www.alidarimagazine.com/article.php?categoryID=32&articleID=1108> تاريخ الاطلاع 2016/10/20

<sup>2</sup> Jean-François HUMBERT, au nom de la commission des affaires européennes (1) sur la crise économique et financière en Espagne, op. cit, p10.

<sup>3</sup> ديزموند لاكمان، اسبانيا تخدع نفسها، مركز أميركان انتر برايز، 28 يونيو 2010، ص ص 32.

\*مصارف بانينكا: هي مجموعة مندمجة تضم سبعة مصارف ادخار محلية إسبانية تم إنشاؤها سنة 2010، في وسط الأزمة المالية العالمية، لإنقاذ مصارف المجموعة من الانهيار. باندماج هذه المجموعة تحولت بانينكا إلى ثالث أكبر المصارف الإسبانية من حيث حجم الأصول ورابع أكبر مصرف في إسبانيا من حيث عدد العملاء (12 مليون عميل)، ومن ثم فإنه يشكل مجموعة مالية ضخمة تملك أربعة آلاف فرع ويعمل فيها 25 ألف موظف تقريبا، كما يستحوذ على حصة سوقية تقدر بنحو 10% من سوق الخدمات المصرفية الإسبانية، بينما بلغت أصوله نحو 340 مليار يورو عند الاندماج.

<sup>4</sup> عدنان أحمد يوسف، التجربة الإسبانية والاستقرار العالمي، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد 380، جويلية 2012.

## 4. قبرص :

هذه الجزيرة الصغيرة التي يبلغ عدد سكانها 600 885 نسمة سجل الناتج المحلي الإجمالي فيها سنة (2011) 17,9 مليار يورو بمعدل نمو (2011) 0.5%، أما معدل البطالة بلغ (2011) 7.7%، والرصيد المالي (2011) - 6.5% من الناتج المحلي الإجمالي، وسجل الميزان التجاري (2011) عجزا - 5,9 مليار يورو عملاؤها الرئيسيون اليونان (22.1%)، وألمانيا (8.4%)، المملكة المتحدة (8.2%) أم الموردون اليونان (19%)، إيطاليا (9.3%)، ألمانيا (8.9%)، المملكة المتحدة (8.3%)، وإسرائيل (8%)<sup>1</sup>.

وعرفت جزيرة قبرص، بأنها قلة سياحية دولية تتميز بجمال طبيعتها وشواطئها، إلا أنها بقيت في الظل، كأحدى الجهات الضريبية قبل انضمامها إلى الاتحاد الأوروبي، حيث تتدفق عليها الأموال من كل حذب وصوب، وبالأخص من جمهوريات الاتحاد السوفيتي السابق وبلدان أوروبا الشرقية.

قد تدفع هذه الأرقام والمكانة الجغرافية والمالية إلى الاعتقاد أنه من السهل للغاية مساعدة هذه الدولة الصغيرة في الخروج من أزمته المالية لإنقاذ الوحدة النقدية الأوروبية، سيما وأن قبرص بحاجة إلى 17 مليار يورو فقط حتى يمكنها استعادة عافيتها المالية. ويعتبر هذا المبلغ فعلا مبلغا صغيرا بالنظر إلى استعدادات الأوروبية لدفع 240 مليار يورو أو أكثر في سبيل إخراج اليونان من أزمته المالية.

لكن هذا المبلغ المالي الهزيل تحديدا هو الذي يعكس الوضع السيئ والمخرج لقبرص، لأن 17 مليار يورو تعادل تقريبا قيمة الناتج الإجمالي المحلي للبلاد، وفي حال تلقي قبرص قروضا على أساس التزامات المالية القائمة، فإن نسبة ديونها سترتفع إلى 180 في المائة مقارنة مع الناتج الإجمالي المحلي، وهي نسبة لا توجد في أي بلد أوروبي آخر. وتعتبر الأزمة اليونانية هي أهم أسباب ما وصل إليها الوضع المتأزم في قبرص بسبب الارتباط المالي والاقتصادي التام بين البلدين.

وتوصل وزراء مالية منطقة اليورو إلى اتفاق بخصوص منح قبرص مساعدات مالية تصل إلى 10 مليارات وهو أقل من المبلغ الذي تحتاجه قبرص للخروج من أزمته والذي يقدره الخبراء بنحو 16 إلى 17 مليارات بالشروط المذكورة سابقا.

وكانت سلطات قبرص قررت وتحت ضغط من الاتحاد الأوروبي اتخاذ قرار سابق له حول فرض ضريبة لمرة واحدة على المودعين وأصحاب الحسابات في المصارف القبرصية بنسبة 6.75 بالمائة أن كان الحساب المصرفي أقل من مئة ألف يورو وبنسبة 9.9% أن كان الحساب أكثر وذلك مقابل الحصول على قرض لمكافحة الأزمة قيمته 10 مليارات دولار.

كما وافقت السلطات القبرصية على فرض ضريبة على الودائع التي تفوق قيمتها مائة ألف يورو في بنك قبرص بالإضافة إلى إجراء إصلاحات هيكلية وخصخصة وزيادة الضرائب على الشركات من 10% إلى 12.5%.

## 5 - إيطاليا:

هناك عدة أسباب أثارت المخاوف من تأثير أزمة ارتفاع الدين العام الإيطالي وامكانية التخلف عن تسديد الديون من أهمها:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Jean-François HUMBERT, au nom de la commission des affaires européennes (1) sur Chypre et la crise de la zone euro, RAPPORT D'INFORMATION, (SÉNAT, N° 173, 29 novembre 2012, p6 .  
<http://www.senat.fr/rap/r12-173/r12-173.html>

<sup>2</sup> الغرفة التجارية الصناعية بالرياض، الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوروبية، مرجع سابق، ص 21.

تعتبر إيطاليا ثامن أكبر اقتصاد في العالم، فقد بلغ الناتج المحلي الإجمالي لها ما يقرب من 2.1 تريليون دولار في عام 2010، كما هو موضح بالجدول (2.5).

تعد إيطاليا من أكبر الأسواق في العالم إصدارا للسندات الحكومية، وأي إخلال منها بسداد ديونها، سيؤدي إلى ارتفاع سعر فائدة الدين لأكثر من 12%.

ارتفاع الهائل لحجم الدين بشكل قد يصعب اجتيازه، والذي وصل إلى 2.2 تريليون دولار في عام 2011، وبما شكل ما نسبته 120% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2011.

تخفيض "ستاندرد أند بور" تصنيف إيطاليا مستوى واحد من "A+/A-1+" إلى "A/A-1" معللة ذلك بعدم قدرة إيطاليا على خفض الإنفاق العام وضبط أوضاعها المالية، خاصة في ظل توقعات النمو غير المشجعة.

كما أن جميع مؤشرات الاقتصاد الكلي انخفضت وبشكل حاد بسبب تداعيات أزمة الديون السيادية الإيطالية خصوصا في الفترة الممتدة بين عامي (2008 - 2012) الشكل رقم (2\_12)، إذ أن الاقتصاد الإيطالي عرف بعد ذلك نوعا من التعاش الحذ مع وجود تخوفات من تجدد أزمة باعتبارها أصبحت أزمة هيكلية منها أزمة مرحلية.

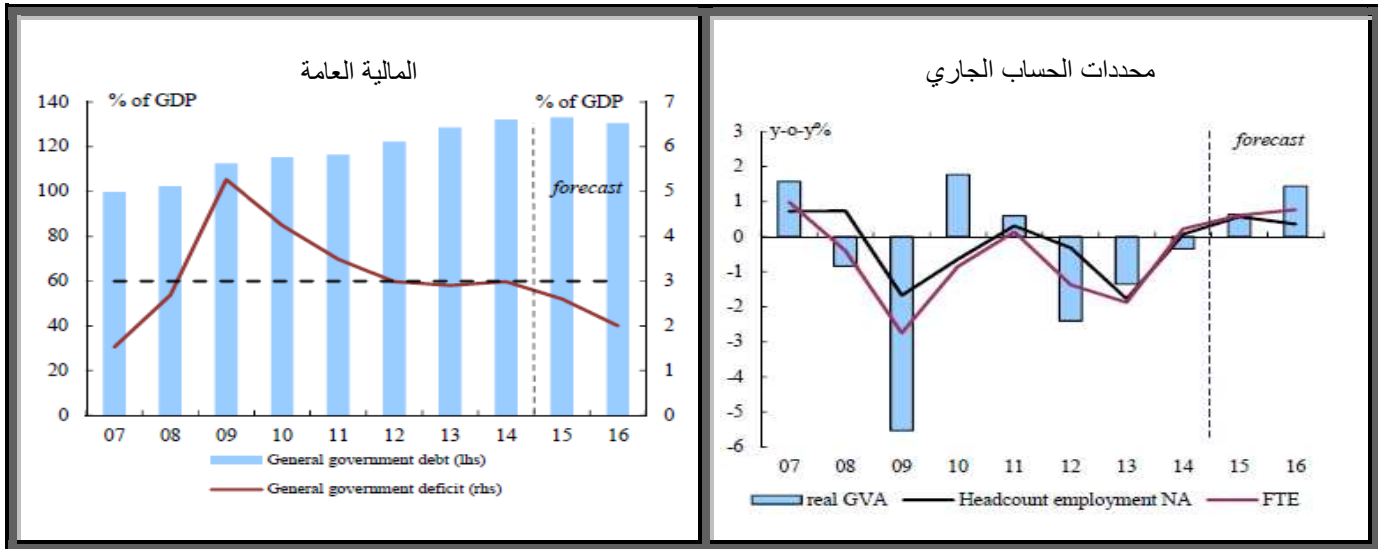
وصفت منظمة الشفافية الدولية غير الحكومية في تقريرها السنوي 2012 الذي أن الفساد الذي ي زال مستشريا في العالم ويطل البلدان الأكثر تأثرا بالأزمة في منطقة اليورو، خصوصا اليونان وإيطاليا، بأنه "مخيب للأمل" وفي إطار تصنيف المنظمة التي تقيس سنويا مستوى الفساد في العالم، حلت اليونان وإيطاليا في المرتبتين 72 و 94 من أصل 176 دولة شملتها الدراسة، وحصلتا فقط على 42 و 36 نقطة وفق سلم مرقم من صفر (أي أعلى نسبة فساد) إلى 100 (أدنى نسبة فساد)، وبذلك حلت إيطاليا في مستوى قريب من مستوى تونس (41 نقطة)، فيما تساوت اليونان مع مستوى كولومبيا وجيبوتي.

جدول (2.8) الناتج المحلي الإجمالي والدين العام والاستثمارات وميزان الحسابات الجارية لإيطاليا (2007-2011)

البيان	2007	2008	2009	2010	2011
الناتج المحلي الاجمالي (مليار دولار)	2,119	2,307	2,117	2,055	2,246
الدين العام (مليار يورو)	1,602	1,667	1,764	1,843	1,924
الدين العام (نسبته من الناتج المحلي الاجمالي)	103.6	106.3	116.1	119.0	121.1
ميزان الحسابات الجارية (نسبته من الناتج المحلي الاجمالي)	51.7	-67.7	-44.1	-67.6	-78.2
إجمالي الاستثمارات (نسبته من الناتج المحلي الاجمالي)	21.9	21.2	18.9	20.2	19.9

Source: The International Monetary Fund (IMF), World Economic Outlook Database, September 2011.

الشكل رقم (2-12) بعض مؤشرات الاقتصاد الإيطالي



European Commission, **European Economic Forecast**, Luxembourg, 2012,2015.

## 6 - بلجيكا:

تعد بلجيكا من أحد الدول الأكثر استقراراً سياسياً في أوروبا وتحسناً من حيث المستوى المعيشي، إلا أنها تأثرت بالأزمة لكن بشكل أقل مقارنةً باليونان وإيطاليا وقبرص فقد انخفض الناتج المحلي الإجمالي لها من 2.1 خلال الفترة الممتدة من (1992 . 2008) إلى السالب بـ 2.9 خلال سنة 2009 أي مع اندلاع الأزمة في منطقة اليورو واستمر هذا المؤشر في التراجع إلى غاية 2013 حيث عرفت الأزمة في المنطقة نوعاً من التراجع.

كما ارتفع الدين البلجيكي العام إلى مستويات عالية فاقت تلك المحددة في معاهدة الاستقرار الأوربي حيث وصل الدين العام إلى 83.2% من الناتج المحلي في سنة 2009 مع اندلاع الأزمة واستمر في الارتفاع حتى بعد تراجع حدة الأزمة ليصل إلى 130.2% سنة 2014 الجدول رقم (2-9).

جدول (2-9) الناتج المحلي الإجمالي والتوظيف والدين الإجمالي بلجيكا (2007-2011)

السنوات	-92 2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	*2017
PIB	2.1	-2.9	1.4	-1.7	-4.0	-1.6	0.9	1.8	1.5	
التوظيف	0.4	-2.6	-1.5	-1.5	-4.1	-2.9	1.4	1.4	1.6	2.9
اجمالي الديون	58.7	83.2	93.5	108.1	125.8	129.7	130.2	128.8	130.1	121.1

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على:

European Commission, **European Economic Forecast**, Luxembourg, 2012,2015,2017.

## ثانيا - بقية الدول الأوروبية الأقل تأثرا بالأزمة:

وتفاوتت بقية دول منطقة اليورو في التأثير من الأزمة بحسب المتانة الاقتصادية ودرجات الالتزام بمعايير الانضباط والاستقرار الأوروبي ويمكن اجمالها على النحو:

**1- فرنسا:** تكمن أهمية فرنسا لمنطقة اليورو في أن اقتصادها يحتل المركز الثاني بين اقتصادات دول منطقة اليورو ويصل الدين العام لفرنسا إلى 2.1 تريليون دولار أي حوالي 83% من الدخل القومي وتصل نسبة العجز إلى 7% في عام 2011 وقد تأثر الاقتصاد الفرنسي بالأزمة الأوروبية، وكانت من بين المرشحين لحزمة المساعدة المالية بعد إسبانيا وإيطاليا، لذلك تبنت الحكومة الفرنسية خطة تقشف قاسية لتفادي الأزمة.

**2 - ألمانيا:** يحتل الاقتصاد الألماني المرتبة الأولى بين اقتصادات دول منطقة اليورو، وهو اقتصاد عملاق ومنظم وهذا يساعد ألمانيا في الحصول على قروض من مؤسسات دولية وإعادة إقراض دول منطقة اليورو، وهذا يجد ذاته يحقق أرباحًا طائلة لألمانيا، وقد استفادت ألمانيا من الوحدة النقدية الأوروبية حيث سهلت عليها غزو الأسواق الأوروبية، فثلاثا إنتاجها يذهبان إلى أوروبا، كما نجحت في إبقاء السوق الداخلية ونظامها المصرفي في منأى عن الأزمات الاقتصادية وتداعياتها، رغم أن نسبة البطالة في ألمانيا وصلت إلى 6.8% أي أن عدد العاطلين عن العمل يصل إلى 2.88 مليون شخص.

**3- الدول الأخرى:** وعلى الرغم من هذا الوضع المتشائم هناك تسعة بلدان من الاتحاد الأوروبي (بلغاريا، جمهورية التشيك النمسا، مالطا، الدنمارك، استونيا، ليتوانيا، لوكسمبورغ، رومانيا سلوفاكيا، وسلوفاكيا) الدين العام أقل من 40% في عام 2010<sup>1</sup> منها أربع دول هي من نادي اليورو.

## المطلب الرابع: جهود الإنقاذ الإقليمية والدولية

إعادة هيكلة فورية لبعض الديون فيما يتعلق باليونان، وإيرلندا، والبرتغال وهي البلدان الثلاث ذات منحنيات الديون الأشد من حيث عدم الاستدامة، السند المشترك، تدخل البنك المركزي الأوروبي كملاذ أخير، ضريبة على التعاملات المالية، خطط تقشف... جملة من الآليات التي عكف ويعكف المسؤولون في أوروبا على دراستها من قمة إلى أخرى، في ظل خلافات كبيرة بين دول منطقة اليورو وبريطانيا تحديدا من جهة ودول اليورو فيما بينهم جهة أخرى، من أجل الخروج من الأزمة وتحديد ملامح الاتحاد النقدي مستقبلا.

## أولا: صندوق الاستقرار الأوروبي:

أنشأ الوزراء الأوروبيون في 9 ماي 2010 مرفق الاستقرار المالي كشركة ذات مسؤولية محدودة تحقيقا لهذه الغاية، وتم الاتفاق على العقد التأسيسي لصندوق الإنقاذ الأوروبي وعلى الاتفاق الإطاري بين منطقة اليورو والدول الأعضاء في صندوق الإنقاذ الأوروبي، والهدف من صندوق الإنقاذ الأوروبي هو جمع الأموال وتقديم القروض بالتزامن مع صندوق النقد الدولي لتغطية الاحتياجات التمويلية لدول اليورو التي تواجه صعوبات مالية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Jason Manolopoulos, op. cit, p149.

<sup>2</sup> European Financial Stability Facility Luxembourg, 7 June 2010

[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_Data/docs/pressdata/en/misc/114977.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/misc/114977.pdf)

وصندوق الإنقاذ الأوروبي هو مؤقت لمدة ثلاث سنوات من المقرر أن يتم استبداله ليصبح صندوق الإنقاذ الدائم، تستخدم موارده لتقديم المساعدة إلى الحكومات لتمويل إعادة رزمة البنوك، أو شراء سندات حكومية في الأسواق الثانوية<sup>1</sup> ومنحت للصندوق صلاحيات جديدة لتقوية دوره أبرزها:<sup>2</sup>

— تقديم القروض إلى الدول الأعضاء في منطقة اليورو التي تعاني صعوبات مالية.

— التدخل في أسواق السندات الأولية والثانوية، لشراء سندات الدول المتعثرة.

— العمل على أساس برنامج وقائي أي إقراض دولة بشكل احترازي قبل أن تحدث فيها اضطرابات بسبب وضعها المالي.

— إعادة رزمة المؤسسات المالية من خلال القروض للحكومات وترتبط كل المساعدة المالية للدول الأعضاء لشروط مناسبة.

وقدمت ألمانيا بموجب الاتفاق لصالح ميزانية الصندوق ضمانات بقيمة 211.046 مليار دولار، تليها فرنسا بما يفوق 158.488 مليار دولار، في إيطاليا بمبلغ 139.268 مليارات دولار، ثم إسبانيا بقرابة 92 مليار دولار كما يجب على باقي دول منطقة اليورو السبعة عشر الإسهام بتوفير ضمانات بمبالغ محددة، أقلها ستدفعها حكومة جمهورية مالطا وتناجز 704 مليون دولار.

واتبعت آلية جديدة في هذا الصندوق بقيامه باقتراض أموال من الأسواق العالمية بفوائد قليلة وبضمانات دول منطقة اليورو، ثم القيام بإعادة اقراض هذه الأموال إلى الدول المتعثرة ولكن بأسعار فوائد قليلة<sup>3</sup>. وقد استفادة كل من اليونان والبرتغال وإيرلندا وإسبانيا وقبرص من المساعدات المالية في إطار صندوق الاستقرار الأوروبي بالتعاون مع صندوق النقد الدولي الجدولين رقم (2 - 10)، (2 - 11)

#### الجدول رقم (2 - 10) القروض الممنوحة لليونان حتى ديسمبر 2011 (بالمليار يورو)

المجموع	صندوق النقد	صندوق الاستقرار	التاريخ	الدفعات
20,0	5,5	14,5	ماي 2010	الدفعة الأولى
9,1	2,6	6,5	سبتمبر 2010	الدفعة الثانية
9,0	2,5	6,5	ديسمبر 2010	الدفعة الثالثة
15,0	4,1	10,9	مارس 2011	الدفعة الرابعة
11,9	3,2	8,7	جويلية 2011	الدفعة الخامسة
8,0	2,2	5,8	ديسمبر 2011	الدفعة السادسة
73,0	20,1	52,9	—	المجموع

Source: Economic and Financial Affairs.

<sup>1</sup>Rebecca M. Nelson , Paul Belkin ,Derek E. Mix Martin A. Weiss **Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications** , Congressional Research Service, 31 May 2012,p5

<sup>2</sup> European Financial Stability Fund, Newsletter, N°4 February 2012

<sup>3</sup>أحمد منير النجار، مرجع سابق، ص 67.



الجدول رقم (2 - 11) القروض الممنوحة إيرلندا والبرتغال (بالمليار يورو)

الدول	تاريخ المساعدة	مساهمة صندوق الاستقرار	مساهمة صندوق النقد الدولي	اجمالي المساعدة	نسبة مساهمة صندوق الاستقرار
إيرلندا	ديسمبر 2011	47 مليار يورو (57 مليار دولار)	22,5 مليار يورو (28 مليار دولار)	67,5 مليار يورو (85 مليار دولار)	69,62%
البرتغال	ماي 2012	52 مليار يورو (65 مليار دولار)	26 مليار يورو (33 مليار دولار)	78 مليار يورو (98 مليار دولار)	66,66%

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم (2).

إن سياسة ضخ الأموال وتأمين البنوك والمساعدات النقدية لدول التي تعاني اقتصاديا كانت الحل الملازم لكل الأزمات المالية التي عان منها الاقتصاد العالمي، (أزمة 1829، أزمة دول جنوب شرق آسيا، أزمة المكسيك... أزمة الرهن العقاري)، وهو نفسه ولكن بشكل مختلف مع الأزمة الأوروبية، وهذا ما يبقى التساؤل مطروح حول مدى جدوى هذه الآلية كحل وموانع لتكرار الأزمات أم أنها معالجة حالية وسريعة لمشكلة متجدد في ظل نفس النظام.

#### ثانيا معاهدة الاستقرار المالي الجديدة:

اتفق زعماء أوروبا على سلسلة من التدابير الرامية إلى تنسيق أفضل وزيادة الرقابة على السياسة المالية للدول الأعضاء، فتم الاتفاق في ديسمبر 2011 على إنشاء ميثاق مالية جديدة، النقطة الأساسية لهذا الاتفاق المالي هو العمل على أن تكون الميزانيات الحكومية في حالة توازن أو فائض، ويجب أن تعدل دساتير الدول الموقعة لتعكس هذه القاعدة<sup>1</sup>

شكلت قمة قادة دول الاتحاد الأوروبي ببروكسل يومي 1 و2 مارس 2012 محطة هامة في النظام المالي والنقدي الأوروبي، إذ وقع قادة 25 دولة أوروبية من أصل 27 دولة عضو على معاهدة الانضباط المالي الجديدة وشكلت كل من بريطانيا وجمهورية التشيك الاستثناء برفضهما التوقيع على المعاهدة، ونص الاتفاق على النقاط الأساسية التالية:

- الالتزام بحد أعلى لا يجوز للديون السيادية تجاوزها وفرض عقوبة على الدول المخالفة، فالمعاهدة الجديدة تضمنت قاعدة مالية جديدة تعرف بـ "القاعدة الذهبية" وفرضت على دول اليورو ادراج هذه القاعدة في دساتيرها المختلفة، حيث يسمح عمليا بتسجيل عجز بنوي سنوي لا يتخطى 0.5% من إجمالي الناتج المحلي، علما أن القاعدة الذهبية الألمانية تسمح بعجز بنوي أقصاه 0.35% من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي اعتبارا من سنة 2016.<sup>2</sup>

- كما نصت المادة السادسة للمعاهدة أنه يتعين على الأطراف المتعاقدة الإبلاغ المسبق عن إصدارها الدين العام لمجلس الاتحاد الأوروبي والمفوضية الأوروبية بغية زيادة التنسيق الأوروبي.

- الدول التي تتخطى سقف الديون المسموح به ستفرض عليها عقوبات أكثر فورية وتلقائية وستكون هذه العقوبات سارية المفعول ما لم تعترض عليها الغالبية لوم تحدد نسبتها بعد، ومع أن أسلوب العقوبات ليس بالجديد، إلا أن الملاحظ أن الأسلوب السائد حتى الآن يسمح بوقف فرض العقوبات بمجرد اعتراض غالبية بسيطة عليه، وستمنح محكمة العدل الأوروبية

<sup>1</sup> Rebecca M. Nelson **Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications**, op. cit .p6.

<sup>2</sup> عدنان عباس علي، اجتماع القمة الأوروبية في مرسيلا: قضايا كبيرة ونتائج متواضعة، مجلة اتحاد المصارف الكويت، العدد 99، فيفري 2012، ص 56.

صلاحية التحقيق فيما إذا كانت الدول المختلفة قد نفذت شروط قاعدة التوازن المالي المتفق عليها في المعاهدة المالية الجديدة<sup>1</sup>.

— يحق للحكومات التي تقل ديونها عن 60% من الناتج المحلي الإجمالي أن يصل العجز الهيكلي إلى 1.0% من الناتج المحلي، أما الدول التي تجاوزت ديونها نسبة 60% من الناتج المحلي الإجمالي، فسينعين عليها تقليصها إلى 0.5% سنويا.

— يسمح للدول بانحراف عن هذه الأهداف على المدى القصير أو عن خطط التقشف، ولكن في ظل الظروف الاستثنائية فقط، مثل حدوث "تراجع اقتصادي شديد" وهي النقطة التي يصعب تفسيرها فلا يمكن بأي حال من الأحوال القول أن الدولة هي التي كانت السبب في تراجع وضعف اقتصادها، فكل الأسباب من وجهة نظر أصحابها قاهرة وخارجة عن نطاق التحكم. فالمدونية الأوربية كانت نتاج الظروف الاقتصادية لأزمة الرهن العقاري وليس الحكومات الأوربية.

### ثالثا. خطط التقشف:

تتمثل سياسات التقشف المالي في ضرورة خفض مستويات الإنفاق الحكومي ورفع إيرادات الضرائب بهدف السيطرة على العجز المالي أو الحد من تصاعد معدلاته إلى الناتج المحلي الإجمالي.

قد تبدو سياسات التقشف مجدية من الناحية النظرية للسيطرة على النمو في الدين العام ووضع المالية العامة للدول نحو السيطرة، غير أن المشكلة هي أن تلك السياسات ستكون مكلفة جدا للدول المدينة، لأنها ستخفض مستويات الطلب الكلي، كذلك ارتفعت درجة عدم الاستقرار السياسي في الكثير من الدول المدينة نتيجة لسياسات التقشف احتج الآلاف من الناس ونزلوا إلى الشوارع في الدول المدينة اعتراضا على عمليات خفض المتزايد في الإنفاق الحكومي التي تؤثر بصورة سلبية في خدمات التعليم والصحة وغيرها من الخدمات العامة.

وشكلت شروط الانقاذ لليونان النموذج الواضح والحي لتقشف وأبعاده في كل المجالات التي تتضمن السياسات

التالية<sup>2</sup>:

— السياسة المالية العامة: ضبط أوضاع المالية العامة بما يعادل 11% من إجمالي الناتج المحلي على مدار ثلاث سنوات بهدف الوصول بعجز الحكومة العامة إلى أقل من 3% بحلول عام 2014 مقارنة بعجز قدره 13.6% سنة 2009.

— الإنفاق العام: سوف تحقق تدابير الإنفاق وفورات قدرها 5.25% من إجمالي الناتج المحلي حتى 2013. وتخفيض الأجور ومعاشات التقاعد وتجميدها لمدة ثلاثة سنوات. مع إلغاء العلاوة المعتاد صرفها للقوى العاملة بمناسبة أعياد الميلاد وحماية العمال الذين يتقاضون أدنى الأجور.

— إيرادات الحكومة: من المنتظر أن تؤدي التدابير المتخذة على جانب الإيرادات إلى زيادة 4% من إجمالي الناتج حتى سنة 2013، عن طريق زيادة الضريبة على القيمة المضافة، والضرائب على السلع الكمالية، والتبغ والكحول بالإضافة إلى سلع أخرى.

— السياسات الهيكلية: ستعمل الحكومة على تحديث الإدارة العامة وتدعيم أسواق العمل وسياسات الدعم وتحسين مناخ الاستثمار وخصخصة المؤسسات العامة.

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص 5756.

<sup>2</sup> نشرة صندوق النقد الدولي، أوروبا والصندوق يتفقان مع اليونان على خطة تمويلية بقيمة 110 مليار يورو، 2 مايو 2010.

ـ الإنفاق العسكري: تتوخى الخطة خفضاً ملحوظاً في الإنفاق العسكري خلال الفترة المستهدفة.

ـ إصلاح النظام التقاعدي هناك اقتراح بإصلاح شامل لنظام التقاعد يشمل تخفيض مخدقات التقاعد المبكر.

ـ برامج المستحقات سيتم تقليص برامج المستحقات الحكومية حيث تخفض بعض مزايا الضمان الاجتماعي مع الحفاظ على ما يقدم منها إلى أفقر الشرائح السكانية.

وفي هذا المجال أكد الخبراء أن البرنامج يتطلب تضحية كبيرة من جانب الشعب اليوناني، ونظراً لخطورة الموقف الذي يواجهه البلاد يمكن أن نتوقع من البرنامج أن ينجح في تحويل دفعة نقدية إضافية بين عشية وضحاها، فالأمر يتطلب جهداً متواصلًا على مدار عدة سنوات لتخفيض ديون اليونان وإعطاء دفعة حافزة لقدرتها التنافسية.<sup>1</sup>

أما إيرلندا اتخذت بالفعل خطوات جريئة بما في ذلك توسيع القاعدة الضريبية، ورفع سن الحد الأدنى للمعاش والحد من استحقاقات الرعاية الاجتماعية، وتخفيض الأجور، وخفض نفقات العام بنسبة 2.5% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2010 وتقليل العجز في أقل من 3% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2014.<sup>2</sup>

كما اتخذت الحكومات في إيطاليا وإسبانيا أيضاً تدابير التقشف وإصلاحات بعيدة المدى في محاولة لإعادة كسب ثقة السوق وبناء القدرة التنافسية. فالحكومة الإسبانية التي عملت على تعديل ميزانية متوازنة في عام 2011، وتسعى لتخفيض العجز في الميزانية أقل من 3% من الناتج المحلي الإجمالي بحلول عام 2013، اقترحت سلسلة من الإصلاحات في سوق العمل التي من شأنها أن تؤدي إلى انخفاض في الأجور الحقيقية.<sup>3</sup>

أما إيطاليا فقد أجاز البرلمان الإيطالي حزمة من إجراءات التقشف من شأنها أن توفر على الدولة ما يربو على 48 مليار يورو (68 مليار دولار) تهدف إلى تفاذي أزمة مالية واسعة النطاق، وحماية ثالث أكبر اقتصاد في منطقة اليورو من انتقال أزمة الديون السيادية اليونانية إليها وإنهاء العجز بالميزانية بنهاية العام. وتتضمن خطة التقشف مزيجاً من خفض الإنفاق وزيادة الضرائب وتشمل خفض الإنفاق العام، وإصلاح نظام التقاعد لرفع السن للنساء، وتثبيت الأجور للعاملين بالحكومة، وتخفيف الشروط المنظمة لسوق عمل المهنيين، وتمتد الخطة على أربع سنوات وترمي وفق الحكومة إلى تقليص عجز الميزانية إلى مستوى 3.9% في ختام العام الجاري، وإنهاء العجز تقريباً بنهاية 2014.<sup>4</sup>

ويرى بول كروغمان الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 2008 في سياسات التقشف التي تتبعها الحكومات الغربية، خصوصاً حكومات منطقة اليورو، مأزقاً حقيقياً يؤدي إلى طريق مسدود، ويستند كروغمان في انتقاداته إلى أن التقشف في عز الأزمة، يقود إلى انكماش وحرمان الملايين من الناس فرص عملهم، وهو الأمر الذي يعكس تراجع الاقتصاد وانكماشه، ومن جملة ما سيؤدي إليه ذلك، تراجع الإيرادات الضريبية التي تشكل المدد الأساسي للموازنات الحكومية وما سيعنيه ذلك الفشل في تحقيق هدف استقرارها والحد من وطأة القروض الحكومية وخدمة فوائدها التي.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي - إدارة العلاقات الخارجية، بيان مشترك عن اليونان صادر عن السيد أولي ريم مفوض الاتحاد الأوروبي والسيد دومينيك ستراوس-كان مدير عام صندوق النقد الدولي، الولايات المتحدة الأمريكية ٢ مايو/أيار ٢٠١٠، بيان صحفي رقم 177.

<sup>2</sup> URI DADUSH AND CONTRIBUTORS, op. cit, p48

<sup>3</sup> Rebecca M. Nelson, **The Eurozone Crisis: Overview and Issues for Congress**. op. cit, ,p5

<sup>4</sup> <http://www.aljazeera.net/ebusiness/pages/00533e18-3ff0-46dd-b42c-6a90e4668b20> طلاع تاريخ

<sup>5</sup> إبراهيم محمد، هل أفلسست سياسات التقشف في منطقة اليورو وأميركا؟، مجلة اتحاد المصارف العربية، جولية 2012، ص 8988.

ففي الأمد القصير إلى المتوسط، ينتهي خفض العجز والديون الحكومية - سواء كان ذلك في هيئة خفض للإنفاق الحكومي أو زيادة الإيرادات إلى انخفاض الناتج والعمالة، ويدرك المستثمرون المخضرمون، مثلهم كمثل الناخبين المحبطين، أن انخفاض النمو وارتفاع معدلات البطالة يعملان في واقع الأمر على تضخيم العجز والإضافة إلى الدين في الأمد القريب، لهذا السبب وبعد أكثر من عامين تتجه أسعار الفائدة نحو الارتفاع وليس الانخفاض، في البلدان التي سحقتها تدابير التقشف. وعلى ضوء ذلك يستغرب كروغمان الإصرار على سياسة التقشف في شكل يشبه التطرف الديني كما جاء في كتابه "أوقفوا الكساد" الذي دعا فيه إلى وقف نفوذ المحافظين أو الكلاسيكيين الجدد في تحديد وجهة السياسات الاقتصادية والقائم منذ ثلاثة عقود، محملاً هذه السياسات مسؤولية الأزمة بسبب توسيع نفوذ القطاع المالي على حساب مهمة الحكومات في ضمان تكافؤ الفرص بين القطاعات. وعلى ضوء ذلك يقترح الكاتب اعتماد صفات النظرية الكينزية لمواجهة الأزمة المتفاقمة<sup>1</sup>.

### المطلب الخامس: الأزمة الأوروبية وخلل بناء الوحدة النقدية اليورو

يعتبر الكثير من الاقتصاديين أن ما حدث لمنطقة اليورو غير مفاجئ لأن الوحدة النقدية الأوروبية هي وحدة غير كاملة وهشة، فمنذ بداية تبني العملة الموحدة واجه الاتحاد الأوروبي العديد من الصعوبات، التي ترجع أساساً إلى ضعف فعالية التنسيق بالنسبة للسياسات الكلية للدول الأعضاء، خاصة في حالات عدم استقرار اقتصادي الناجم عن الصدمات الخارجية. فممنذ 2008 زادت شدة هذه الصدمات وتناقضت قدرة السلطات العمومية على تصدي لها، كما أن جل التدابير المتخذة ليست متجانسة وتعتبر غير كافية مقارنة بقوة الصدمة وشدة الأزمة.

#### أولاً: الوحد النقدية الأوروبية واللامركزية المالية:

لقد بات من الواضح أن سلامة الاتحاد النقدي الأوروبي تتطلب إدخال إصلاحات واسعة على اتفاقية الحالية بعضها قانوني، وبعضها دستوري، حيث يتطلب الأمر من الاتحاد النقدي الأوروبي تبني صيغة دستورية موحدة تضبط الأوضاع المالية للدول الأعضاء وتلتزم بها السلطات المالية الوطنية في الاتحاد لكي تضمن حداً أدنى من استقرار المالي الذي يهدد الاتحاد، وحيث يصبح انضباط المالي أحد القواعد الدستورية المنصوص عليها في تلك الدساتير.

فغياب التقارب الواضح بين هدف تحقيق الاستقرار في الأسعار وهو الهدف الرئيسي " للنظام الأوروبي للبنوك المركزية " والأهداف الاقتصادية الأخرى، فبينما يلتزم البنك المركزي الأوروبي بموجب معاهدة ماستريخت بضرورة تحقيق الاستقرار السعري، واستخدام الأداة اللازمة لتحقيق هذا الهدف، نجد أن الأهداف الاقتصادية الأخرى - كزيادة الدخل والتوظيف الكامل - قد يتأتى تحقيقها دون التنسيق بين قرارات الدول الأعضاء بالاتحاد، ومن هنا تتضح أهمية التنسيق بين تلك الدول للحد من التعارض بين السياستين المالية والنقدية، والذي يظهر كنتيجة " لغياب التجانس المؤسسي<sup>2</sup>.

والواقع أن إحدى المشاكل الرئيسية التي تعيب الوضع الأوروبي تلتخص في ضعف مؤسسات الاتحاد الأوروبي المسؤولة عن رعاية المصالح المشتركة والخاضعة للمساءلة أمام الأوروبيين ككل. ومن غير الممكن أن ينشأ اتجاه الأوروبي المشترك من حسابات المصالح الوطنية التي تجرئها حكومات وبرلمانات تخضع للمساءلة إلى من قبل ناخبين وطنيين.

<sup>1</sup> نفس المرجع. ص 89.

<sup>2</sup> مبنى كمال، تجربة الاتحاد النقدي الأوروبي في مجال التنسيق بين السياستين المالية والنقدية، نوفمبر 2010، ص 87.

فإن قيام الدولة بتطبيق سياسة مالية توسعية، يمكن أن يولد منافع خارجية (تشجيع النمو والتوظيف) أو أضرار خارجية (زيادة الضغط التضخمي) في الاتحاد ككل. وفي أي من الحالتين نجد أن المؤثرات الخارجية لم تقتصر على الوضع الداخلي في الدول، لذلك فهي ليست مدفوعة إلى تطبيق وضع مالي نموذجي من الناحية الاجتماعية من وجهة نظر الاتحاد. وحيث يلاحظ هذا الأمر أيضا بالنسبة للدول الأخرى الأعضاء في الاتحاد، فليس هناك ضمان بأن يكون التوازن الكلي للسياسات المالية الوافية، هو المرغوب فيه بالدرجة الأكبر، علاوة على ذلك وفي الحالة التي يتطلب فيها الأمر تطبيق سياسات مالية مكلفة اقتصاديا وسياسيا لمحاربة التضخم يمكن أن تبرز المشاكل الخاصة بالراكب المجاني داخل الاتحاد، ونتيجة لذلك يتحقق أحد أمرين، إما أن يكون مجموع السياسات المضادة للتضخم غير كاف، أو أن يقع عبء التكيف على كاهل عدد محدود من الدول وهي الدول ذات أضعف وضع مالي.<sup>1</sup>

فغياب التجانس المؤسسي إنما يعود بالأساس إلى وضوح الجهة المنوط بها صياغة وتنفيذ السياسة النقدية في معاهدة ماستريخت والمتمثلة في البنك المركزي الأوروبي، بينما لا تُحدد هذه المعاهدة بنفس درجة الوضوح المؤسسة المنوط بها إدارة السياسة الاقتصادية - ومنها السياسة المالية.<sup>2</sup>

وكشفت الأزمة عن غياب المؤسسات المركزية التي تتمتع بصلاحيات كافية، وبالأخص انعدام السلطة المالية المركزية، حيث يعزى بالمقارنة نجاح الدولار الأمريكي في خدمة الاقتصاد الأمريكي برغم ضخامته وتنوعه إلى وجود نظام يتيح تحويل الأموال بين مختلف الولايات من خلال الانفاق الحكومي الفدرالي وهو نظام يفتقده الاتحاد الأوروبي.<sup>3</sup>

ذلك أن نموذج الاتحاد الفيدرالي الذي نشأ من تاريخ الولايات المتحدة يتألف من عملة واحدة تدار بواسطة هيئة فيدرالية وأسواق متكاملة للمنتجات، وموازنة فيدرالية تعمل جزئيا ولكن تلقائياً على التعويض عن الاضطرابات الاقتصادية التي تؤثر على الولايات الفردية، وحكومة فيدرالية تتولى المسؤولية عن التعامل مع المخاطر الكبرى الأخرى، وليس أقلها تلك المخاطر الناجمة عن عمل القطاع المصرفي، وولايات توفر المنافع العامة الإقليمية ولكنها لا تلعب دورا فعليا في تثبيت استقرار الاقتصاد الكلي.<sup>4</sup>

وعلى العكس في الولايات المتحدة الأمريكية، فإن حكومات الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي - وبرلماناتها على نحو متزايد - هي التي تتخذ القرارات، ولأن المساعدات لا تستند إلى الموارد الفيدرالية، بل إلى تجميع الموارد الوافية، فإن الدول الدائنة تطالب حتما بقدر أعظم من السلطة في مقابل توفير المزيد من الدعم للدول المجاورة، ونتيجة لهذا فإن توحيد العملة لم يقرب أوروبا من الولايات المتحدة، بل على العكس من ذلك، كان سببا في دفع أوروبا إلى مسافة أبعد عن الولايات المتحدة.

كما تختلف السياسة المالية الاتحادية (الفدرالية) للاتحاد الأوروبي، بشكل جوهري عن نظيرتها في الولايات المتحدة، ففي الولايات المتحدة نجد أن الموازنة الفدرالية أكبر نسبيا من الموازنة الخاصة بكل ولاية، لذلك يمكن تطبيق سياسة مركزية

<sup>1</sup> سي بول هالوود، رونالد مكدونالد، مرجع سابق، ص 581 582.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 8.

<sup>3</sup> جردى للاستثمار، أزمة اليورو وتداعياتها على السعودية، ماي 2010، ص 43.

<sup>4</sup> جون بيسان فيري، ترجمة مايسة كامل، إما الفيدرالية أو الفشل في أوروبا. تاريخ الاطلاع 2012/10/14

للموازنة دون الحاجة إلى التنسيق فيما بين الولايات المستقلة، وعلى الجانب الآخر نجد أن الموازنة الاتحادية في الاتحاد الأوروبي صغيرة، وبالتالي لن تكون فعالية كأداة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، كما أن في الولايات المتحدة الأمريكية تلعب الموازنة الفدرالية الكبيرة دورين، إما كأداة فعالة تعمل بشكل أوتوماتيكي لتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي، أو كأداة أوتوماتيكية لإعادة توزيع الدخل جغرافياً لصالح الأقل حظاً<sup>1</sup>.

وعند مقارنة اتحاد العملة الأوروبية بالولايات المتحدة، يمكن ملاحظة أن الولايات المتحدة تبني نظاماً ضريبياً مركزياً، حيث يسدد الأفراد والشركات غالبية الضرائب المستحقة عليهم للحكومة الفيدرالية في واشنطن، وليس للولايات التابعة لها أو السلطات المحلية .

وعندما يتباطأ النشاط الاقتصادي في إحدى الولايات الأمريكية نسبة إلى بقية البلاد، فإن الضرائب التي يسددها الأفراد والشركات للحكومة الفيدرالية تتراجع، وتزداد الأموال التي تتلقاها هذه الولاية من الحكومة الفيدرالية لصالح استحقاقات البلاد وغير ذلك من برامج التحويل، والأمر ببساطة أن كل دولار من الناتج المحلي الإجمالي ينخفض في ولاية مثل ماساتشوستس أو أوهايو يؤدي إلى تغيرات في الضرائب والتحويلات في ولاية تكساس بحيث يتم التعويض من ذلك الانخفاض، فيتوفر بذلك حافز مالي كبير .

ففي الولايات المتحدة، يكون التحويل المالي مسموحاً به بين مختلف الولايات في حال أظهرت إحداها أداءً ضعيفاً بشكل نسبي. وفي منطقة اليورو يتطلب من الدول أن تمارس مستوى كبيراً من النظام المالي، ولا توجد هناك أحكام تنظم عمليات التحويل المالي، ولا يوجد هناك أي مؤشر على الالتزام المالي من بعض الدول الأعضاء.

وكما لاحظ كل من هارولد جيمس (جامعة برينستون - نيو جيرسي)، ورونالد ماكينون (جامعة ستانفورد - كاليفورنيا) وغيرهم كثير، أن ألكسندر هاميلتون (1755-1804) أول وزير أميركي للخزينة، سبق أن واجه مشكلة مماثلة مع الديون المتراكمة من مختلف الدول خلال حرب الاستقلال الأمريكية، لجأ هاميلتون إلى السلطات المنصوص عليها في الدستور من أجل ضمان هذه الديون، بإصدار القرض الفيدرالي، وقد خرج النظام الفيدرالي الحديث تدريجياً من الأزمة من خلال بنك مركزي وميزانية فدرالية قادرة على تحقيق استقرار الاقتصاد، وذلك على الرغم من كل القيود التي تحد من قدرات الدول على الاقتراض<sup>2</sup>.

وهو الأمر الذي دفع بعض الاقتصاديين إلى تأكيد ضرورة تكوين مؤسسة يعهد إليها بتنسيق السياسات المالية للدول الأعضاء وأن تكون هذه المؤسسة مكتملة لميثاق الاستقرار والنمو، حيث يعد ذلك الميثاق بمثابة جزء هام من آلية واسعة للتنسيق أقرتها المادة التاسعة والتسعين من معاهدة ماستريخت، وركيزة أساسية لوضع خطوط إرشادية واضحة لتنسيق السياسات الاقتصادية لدول الاتحاد، فقد أشارت تلك المادة إلى "ضرورة تحقيق قدر أكبر من التنسيق بين السياسات الاقتصادية والتقارب المستمر بين الأداء الاقتصادي للدول الأعضاء"<sup>3</sup>.

وفي مارس 2012 وقعت أوروبا على اتفاق يميل إلى الفيدرالية المالية وبهذا تكون منطقة اليورو قد دخلت أولى خطوات تحقيق الاتحاد المالي الذي سيضاف إلى الاتحاد النقدي، مقتربة بذلك من الاتحاد "النقدي المثالي" الذي قال كبار

<sup>1</sup> سي بول هالوود، رونالد مكدونالد، مرجع سابق، ص 582.

<sup>2</sup> مارتين وولف، منطقة "اليورو: أضعف.. لن تصمد، اتحاد المصارف العربية، عدد 380، جويلية 2012، ص 64.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص 13.

اقتصادي العالم إنه شرط لازم لنجاح أي وحدة نقدية. ويستدعي الاتفاق الذي وقعته دول منطقة اليورو الـ17 و6 دول من الاتحاد الأوروبي وعارضته بريطانيا وثلاث دول أخرى أن تتخلى الدول الموقعة عن قرارها السيادي بشأن قرارات الميزانية والإنفاق لصالح المفوضية الأوروبية. وبناء على الاتفاق ستقوم المفوضية الأوروبية بدور المشرف والمراقب على ميزانيات الدول الأعضاء، وتعاقب بشكل تلقائي الدول التي تفوق ميزانيتها العجز المسموح به والمقرر بـ3% من الناتج المحلي الإجمالي. إن وجود اتحاد مالي Fiscal Union إضافة إلى الاتحاد النقدي، من الواضح أنها مسألة معقدة للغاية وستستغرق وقتاً طويلاً قبل أن نراها على أرض الواقع. الاتحاد المالي الأوروبي سيعني إنشاء وزارة مالية مشتركة بين الدول الأعضاء وخزانة مشتركة وتدخل مركزي في عملية إياغة وإعداد الميزانيات العامة للدول الأعضاء وبالطبع سياسات ضريبية وقواعد مشتركة للمعاشات التقاعدية. غير أن مثل هذه التعديلات لا شك ستطلب وقتاً طويلاً لإنجازها، والأسواق لا تملك الوقت الكافي للانتظار، من ناحية أخرى، فإن هذه التعديلات قد توسع الهوة بين دول منطقة اليورو والدول خارج اليورو في الاتحاد الأوروبي.

وفي الأخير فإن الاتحاد النقدي لا يمكن أن يتواءم دون تحرك موازي باتجاه توحيد مالي وميزانية موحدة، إذ إن ذلك سيجعل بمستطاع السلطة النقدية للاتحاد معالجة المشاكل المتعلقة بتنسيق السياسات الاقتصادية على مستوى الاتحاد، والمشاكل الخالصة بعدم تساوي بين الأقاليم المكونة للاتحاد، والمشاركة العادلة بين الأعضاء في تكاليف ومنافع الوحدة النقدية، مما يتطلب بالتالي منح السلطة النقدية المذكورة إلاحيات اقتصادية وسياسية، وهو ما يثير إلى أن التكامل الاقتصادي والنقدي لا يمكن إلا إذا كان لأعضاء التزام قوي باتجاه التوحد السياسي<sup>1</sup>.

### ثانياً: الوحد النقدية الأوروبية والصدمات الاقتصادية:

إن الدراسات التطبيقية التي جرت على الاتحاد الأوروبي كمنطقة مثلى للعملة قبل انطلاق اليورو، توصلت معظمها إلى شبه نتائج متقاربة من أن الاتحاد الأوروبي بإجمال دوله لا يصلح أن يكون منطقة عملة موحدة<sup>2</sup>. حيث تشير الدراسات الخالصة بمدى ملائمة الاتحاد الأوروبي لتطبيق الوحدة النقدية إلى نتائج مختلطة، ففي دراسة مبكرة قام "Bayoumi and Eichengreen" بمقارنة درجة الارتباط الخالصة بالصدمات في 12 دولة عضو في الاتحاد الأوروبي مع تلك التي تخص الأقاليم الرئيسية في الولايات المتحدة، وقد تم التوصل إلى أن كلاً من إصدمات الطلب والعرض كانت أكثر ارتباطاً في الفترة 1962-1988 في الولايات المتحدة عنها في الدول المشار إليها. ويعني ذلك أن الولايات المتحدة هي أقرب ما تكون إلى المنطقة المثلى للعملة قياساً إلى الدول الأوروبية المشار إليها. ومع ذلك ومع ملاحظة أن إصدمات العرض هي الأكثر أهمية (من الناحية الاقتصادية الكلية) بالقياس إلى إصدمات الطلب التي يمكن أن تزول داخل الاتحاد النقدي، كما وجد أيضاً أن إصدمات العرض في مجموعة إغيرة من دول الاتحاد الأوروبي (ألمانيا، فرنسا، ودول البنلوكس، والدانمارك) كانت على درجة عالية من الارتباط، مما يعني إمكانية تشكيل منطقة مثلى للعملة، وباستخدام أساليب إحصائية مختلفة، توصل Caporale إلى نتائج مشابهة بين 12 دولة عضو في الاتحاد الأوروبي<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> عبد المنعم السيد علي، مرجع سابق، ص 49.

<sup>2</sup> سي بول هالوود، رونالد مكدونالد، مرجع سابق، ص 578.

<sup>3</sup> نفس المرجع. ص 578.

وفي دراسة أحدث، توصل "Bayoumi and Prasad" إلى نتائج مؤيدة للنظرة القائلة بأن الصدمات التي تضرب دول الاتحاد الأوروبي لا تختلف عن تلك التي تصيب أقاليم الولايات المتحدة الأمريكية. ولكنهما أضافا أيضاً نتيجة مفادها، أن عنصر العمل يكون أقل قدرة على التنقل في الاتحاد الأوروبي بالقياس إلى الولايات المتحدة، بحيث أن نفس النوع من الصدمات يمكن أن يؤدي إلى خسارة أكبر في الناتج الأوروبي عنه بالنسبة للولايات المتحدة. علاوة على ذلك نجد أنه من بين دول الاتحاد الأوروبي توجد دولة واحدة هي التي شهدت نمواً مختلفاً تماماً من الصدمات بالمقارنة بالمتوسط العام للاتحاد الأوروبي، وتلك الدولة هي المملكة المتحدة.

وقد تم إعداد نموذج "Bayoumi and Prasad" لتفسير التقلبات قصيرة الأجل في معدلات النمو الصناعي في دول مختلفة داخل الاتحاد الأوروبي، وبالنسبة لهذه المجموعة ككل، وبالنسبة للمملكة المتحدة بشكل منفرد نجد أن نحو نصف التقلبات يمكن تفسيرها من خلال هذا النموذج. وقد تمت تجزئة مصادر التقلبات إلى صدمات إجمالية aggregate shocks تؤثر على المنطق بأسرها، وصدمات للصناعة industry shocks وهي التي تصيب صناعة معينة في جميع الدول، وصدمات الدولة Country shocks وهي التي تنفرد بها دولة معينة. وبالنسبة للاتحاد الأوروبي ككل، يمكن تقسيم التقلبات المفسرة بالتساوي بين الأسباب الثلاثة المشار إليها، ولكن الحال ليس على هذا النحو بالنسبة للمملكة المتحدة. ففي المملكة المتحدة نجد أن 41% من التقلبات المفسرة كانت تخص الصدمات الخاصة بدولة محددة. فإذا تم تأكيد هذه النتيجة واستمر هذا النمط فإن ذلك يوضح أن تجربة المملكة المتحدة مع صدمات العرض غير المتماثلة تلحظ عديداً من التساؤلات بخصوص الرغبة في الانضمام للاتحاد النقدي. وقد يساعد ذلك أيضاً في تفسير السبب في أن سعر الصرف المثبت الخاص بالإسترليني داخل النظام النقدي الأوروبي كان اختياراً لم يحظ بنفس التساؤلات المثارة حول الاتحاد النقدي.<sup>1</sup>

وقد قام "Bayoumi and Eichengreen" بدراسة نمط الصدمات في 15 دولة أوروبية و13 دولة من الأمريكيتين و11 دولة من شرق آسيا، وكانت النتائج بالنسبة لأوروبا مشابهة لتلك التي أشرنا إليها سابقاً، حيث تم التوصل إلى أن مجموعة صغيرة فقط من دول الاتحاد الأوروبي من دول الشمال هي التي شهدت درجة ارتباط مرتفعة بين صدمات العرض، وهو ما يشير إلى وجود حالة من ثنائية السرعة في أوروبا "Two speed Europe"

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص 579.

\*Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff, « cette fois, c'est différent, huit siècles de folie financière », Édition Pearson 2010.



جدول رقم (2 - 12): درجة انفتاح الاقتصاديات القومية بالنسبة للاتحاد الأوروبي.

الدول	درجة الانفتاح بالنسبة للاتحاد الأوروبي * (1998)
النمسا	19%
الاتحاد الأوروبي البلجيكي لوكسمبورجي	46%
الدانمارك	20%
فنلندا	18%
فرنسا	13%
ألمانيا	13%
اليونان	11%
إيرلندا	41%
إيطاليا	11%
هولندا	25%
بر تغال	22%
إسبانيا	14%
السويد	19%
المملكة المتحدة	13%

\* متوسط الصادرات والواردات بالنسبة للاتحاد الأوروبي بالنسبة المئوية للناتج الداخلي الخام.

المصدر: قحايلية آمال، مرجع سابق، ص 220.

ويتضح من الجدول رقم (2 - 12)، أن درجات انفتاح الاقتصاديات القومية متغيرة بشدة من بلد إلى آخر، تتراوح من الحد الأقصى 46% من الناتج الداخلي الخام للاتحاد الاقتصادي بلجيكي لوكسمبورجي إلى الحد الأدنى 11% من الناتج الداخلي الخام لإيطاليا واليونان.

حتى وإن كانت هذه الفروقات تفسر، جزئياً، من خلال شدة اختلاف الحجم بين أعضاء الاتحاد الأوروبي-حيث نجد أن الدول كبيرة الحجم تتميز بدرجة انفتاح أقل بالنسبة للدول الصغيرة-فإنها تقترح مع ذلك، أن نتائج تكاليف/مزايا للعملة الوحيدة لن تكون حتماً متماثلة بالنسبة لخمسة عشر دولة المعنية. فيحتمل أن مجموع الاتحاد الأوروبي لن يشكل منطقة نقدية عظمى.

هذه الدراسات التي سبقت انطلاق اليورو تدل على أن الاتحاد الأوروبي ما زال بعد لم يصل إلى مرحلة منطقة العملة المثلى، ولكن الحماس الأوروبي كان أقوى للوصول إلى الوحدة، وبالتالي فالأزمة الأخيرة ما هي إلى كاشف للخلل بنيوي من البداية.

فالأزمة التي تعاني منها منطقة اليورو اليوم كمنطقة عملة مثلى هي صدمة غير متماثلة، لا يمكن فهم سياسات التنسيق المتبعة في مواجهة الصدمات دون التمييز بين نوعين من الصدمات، الصدمة المشتركة أو المناظرة أي التي تؤثر بشكل مماثل على كل البلدان الأعضاء في الاتحاد النقدي والصدمات غير متماثلة، أي التي تؤثر في أحد أعضاء الاتحاد أو مجموعة فرعية منه حيث يتطلب التعامل مع الشكل الأول من الصدمات عملاً مشتركاً بين الدول الأعضاء، على عكس النوع الثاني الذي يعتبر التعامل معه أكثر صعوبة في حالة الاتحاد النقدي.

ويرجع ذلك إلى كون الدولة لا تمتلك سياسة التحكم في أسعار الصرف وأن التنسيق في مثل هذا النوع من الصدمات يمر عبر قنوات أخرى. لذلك فإن أغلب التطورات التي شهدتها نظرية مناطق العملة المثلى كانت تدور حول توضيح هذه القنوات والسياسات خاصة المالية منها التي يجب أن تتبناها الدول الأعضاء في الاتحاد النقدي، عندما تثبت القنوات الأخرى عدم فاعليتها وضعف نجاعتها للتصدي للصدمة<sup>1</sup>.

كما كشفت أزمة اليونان التي تواجه حالة كساد وارتفاع في الأجور الحقيقية لعنصر العمل بصفة خاصة، حقيقة أن الاتحاد الأوروبي ليس بالفعل منطقة عملة مثلى، وفي ظل الوضع المتأزم في اليونان كانت الخيارات المتاحة أمامها محدودة جداً، فمن الناحية النظرية عندما تواجه اليونان حالة كساد يمكن لليونان أن تعمل على تخفيض الأجور الحقيقية لعنصر العمل فيها، إما من خلال اللجوء إلى التضخم أو من خلال تخفيض قيمة العملة الوطنية، وذلك حتى ترفع درجة التنافسية الخارجية لاقتصادها، غير أن احتمال لجوء اليونان لأي من هذين الخيارين كان منعزلاً للأسف بسبب عضويتها في الاتحاد النقدي، فهي لا تستطيع أن تلجأ إلى الخيار الأول لتخفيض القيمة الحقيقية للأجور في اليونان بهدف تخفيض مستويات النشاط الاقتصادي والخروج من حالة الكساد بسبب عدم سيطرتها على السياسة النقدية لديها، والتي يتم رسمها بصورة مركزية من قبل البنك المركزي الأوروبي، كما أنها لا تستطيع أن تلجأ إلى الخيار الثاني لأنها ببساطة لا تملك عملة وطنية حتى تقوم بتخفيضها لكي تتمكن من أن تعزز من قدراتها على جمع عملات أجنبية تستخدمها في التخفيف من حدة أزمة السيولة التي تواجهها. كإجراء بديل كان يمكن أيضاً أن تقوم اليونان بتحفيز الطلب من خلال سياساتها المالية التوسعية المصممة نحو هذا الهدف، غير إن الوضع المالي المتأزم لليونان لم يكن يسمح لها بأن تقوم بذلك، سواء بسبب القيود المفروضة عليها بسبب الاشتراك في اتحاد نقدي أو بسبب الأعباء المرتفعة لدينها السيادي. آخر خيار متاح أمام اليونان هو أن تشجع العمال اليونانيين على الهجرة إلى الدول المجاورة حتى تتحسن الأوضاع في اليونان ثم يعودون مرة أخرى، وذلك حتى تخفف من الضغوط على سوق العمل فيها وتقلل من الضغوط على ميزانيتها العامة، ومرة أخرى فإن هذا الخيار، على الرغم من التحاق اليونان بالاتحاد الأوروبي، كان مقيداً، بسبب المشكلات التي يمكن أن تواجه المهاجرين اليونان في التكيف بشكل سريع مع بيئة الدول المستقبلية، فضلاً عن أن الدول المستقبلية قد لا ترحب بمثل هذه الهجرة في ظل أوضاعها الحالية، أقفلت بالتالي جميع الخيارات أمام اليونان للتعامل مع أزمتها ومحاولة تحسين أوضاعها<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> الطاهر هارون، أزمة منطقة اليورو وأثرها على مستقبل الاتحاد الأوروبي، ملتقى الدولي حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي الواد، 26 فيفري 2011.

<sup>2</sup> إبراهيم السقا، هل الاتحاد النقدي الأوروبي منطقة عملة مثلى؟، مرجع سابق.

هنا ندرك صعوبة إلى درجة استحالة التعامل مع الصدمات الاقتصادية الغير متماثلة بسبب فقدان الدولة القدرة على التحكم في السياسات النقدية من جهة وتضارب المصالح والأهداف بين الدول التي تعاني من الأزمة والأخرى خارج الصدمة.

### ثالثا: الوحد النقدية الأوروبية والتباين الاقتصادي:

أوضحا كل من Carmen Reinhart و Kenneth Rogoff في كتبهما حول الأزمات المالية عبر التاريخ أن الأزمات البنكية الدولية تتحول في أغلب الحالات إلى أزمة ديون سيادية، وأن الأماكن التي تنفجر فيها هذه الأزمات هي الحلقات الضعيفة من الاقتصاد الدولي، لقد حدث هذا خلال سنوات الثمانينات في أمريكا اللاتينية وهو ما يحدث في منطقة اليورو خلال السنوات الأخيرة.<sup>1</sup>

عندما قدم اليورو توقع العديد من الاقتصاديين أن اقتصادات الوطنية في منطقة اليورو تحقيق تقاربا متزايدا، ومع ذلك فإن العديد من الاقتصادات المنطقة ظلت مختلف تماما أو قد اختلفت بالفعل في عدد من الأبعاد الاقتصادية أكثر خلال العقد الماضي، ويعتقد عموما أن هذه الاختلاف وقعت على نطاق واسع بين اثنين من المجموعات داخل منطقة اليورو الدول الأوروبية الشمالية، بما في ذلك النمسا، بلجيكا، ألمانيا، فنلندا، فرنسا، لوكسمبورغ، وهولندا ومجموعة الدول الأوروبية الجنوبية، بما في ذلك اليونان، أيرلندا، إيطاليا، البرتغال، وإسبانيا هذه الاخير يشار إلى خمس بلدان منها «\*PIIGS».

فالسبب الأساسي وراء أزمة منطقة اليورو - والآن العقبة التي تحول دون النمو في الجنوب - كان متمثلا في التفاوت الذي طرأ بين الدول الواقعة على أطراف المنطقة فيما يتصل بتكاليف الإنتاج، خاصة "الجنوب" و"الشمال" أثناء العقد الأول الذي أعقب استخدام اليورو. فقد ارتفعت تكاليف وحدة العمل في البلدان الجنوبية الأربعة بنسبة 36 في المائة، و28 في المائة، و30%، و25% على التوالي، أثناء الفترة من 2000 إلى 2010، مقارنة بأقل من 5% في ألمانيا، الأمر الذي أدى إلى تفاوت تراكمي بحلول نهاية 2010 تجاوز 30% في اليونان وأكثر من 20% في البرتغال وإيطاليا وإسبانيا.

إن وجود الدولة عضوا في الاتحاد النقدي يفرض عليها أن تتابع عن كثب تنافسياتها الخارجية سواء داخل منطقة الاتحاد النقدي أو خارج الاتحاد النقدي، ذلك أن ارتفاع الأسعار في إحدى الدول الأعضاء يؤدي إلى أن سلعا تصبح أكثر كلفة بالنسبة للخارج، ومن ثم سوف تفقد هذه الدولة جانبا من إيراداتها بالنقد الأجنبي نتيجة لتراجع صادراتها واحتمال حدوث عجز في ميزان مدفوعاتها، الأمر الذي يؤدي إلى إضعاف قدرتها على الوفاء بالتزاماتها الخارجية، وبصفة خاصة عندما يتزايد اعتماد هذه الدولة على التمويل الخارجي فإن تأثير هذه المشكلة يصبح أكثر وضوحا.

ويظهر الشكل رقم (2 . 13) بالمقارنة الاتجاهات الاقتصادية في متوسط هاتين المجموعتين من البلدان على مدى العقد الماضي. قبل اندلاع الأزمة المالية العالمية في عام 2008، حيث شهدت معدلات النمو الاقتصادي في المتوسط ارتفاعا كبيرا في دول GIIPS مقارنة مع دول شمال أوروبا، ولكن في المقابل شهدت معدلات النمو العامة في الأسعار (التضخم) ارتفاعا سريعا في GIIPS، بالإضافة إلى تعويضات العمال وارتفاع الأجور بشكل كبير، وأدى ذلك إلى فقدان القدرة التنافسية

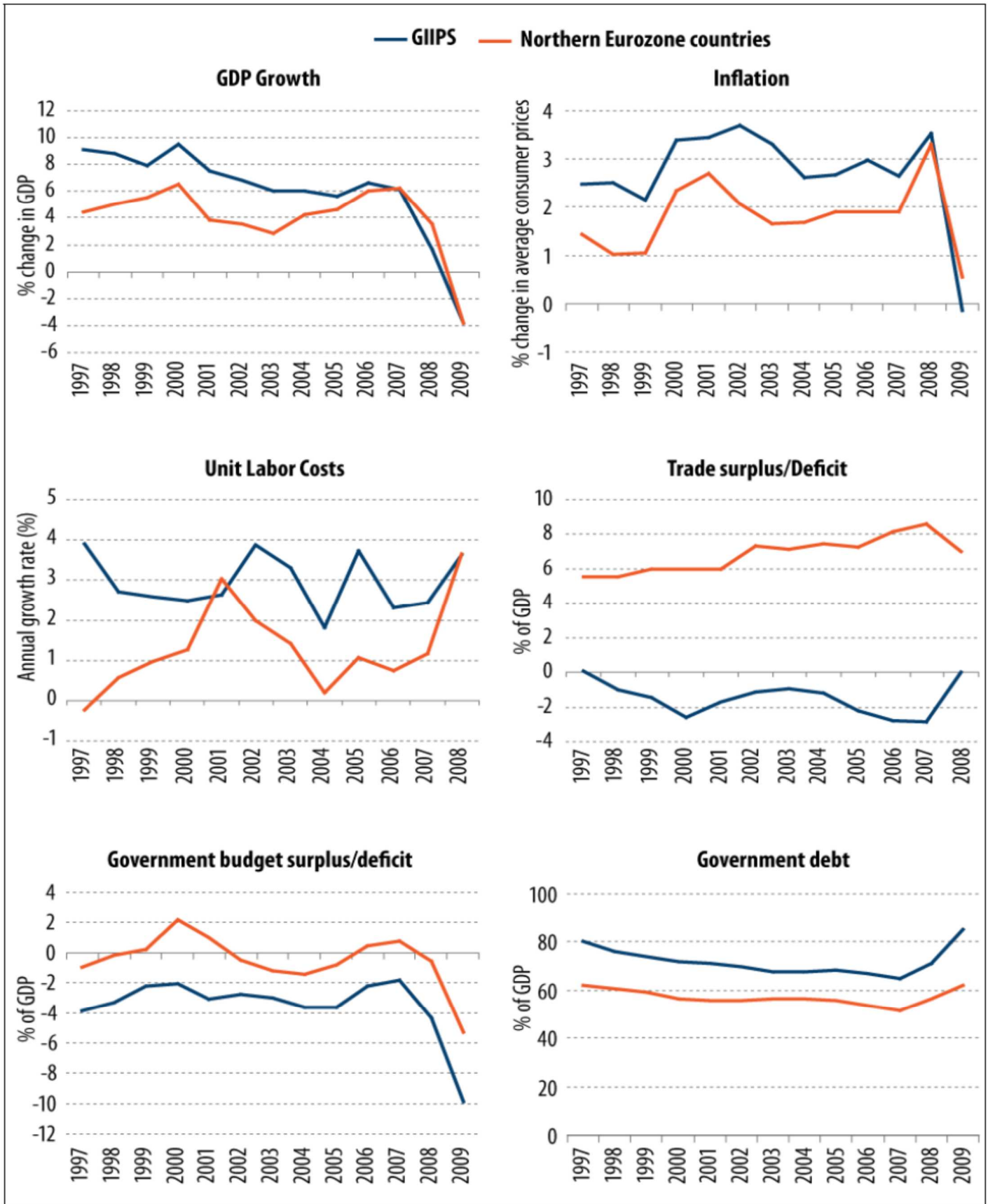
<sup>1</sup> الطاهر هارون، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات يومي 26 و 27 فيفري 2011 بالمركز الجامعي بالوادي - الجزائر-، مرجع سابق.

\* يشير إلى كل من اليونان وأيرلندا وإيطاليا والبرتغال وإسبانيا (دول جنوب أوروبا الأكبر تأثرا بأزمة الديون السيادية).

الصناعية لدول GIIPS وزيادة في القدرة التنافسية الصناعية لدول الأوروبية الشمالية. ونتيجة لذلك واجهت GIIPS في المتوسط عجز في الميزان التجاري، في حين أن الدول الأوروبية الشمالية حققت فوائض تجارية كبيرة. وهذا ما أدى إلى ارتفاع الدين الحكومي في دول الجنوب بالمقارنة مع دول الشمال<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Raymond J. Ahearn, **The Future of the Eurozone and U.S. Interests**, CRS Report for Congress, January 10, 2011, p9.

الشكل رقم (2 . 13): مقارنة المؤشرات الاقتصادية بين دول «PIIGS» ودول أوروبا الشمالية

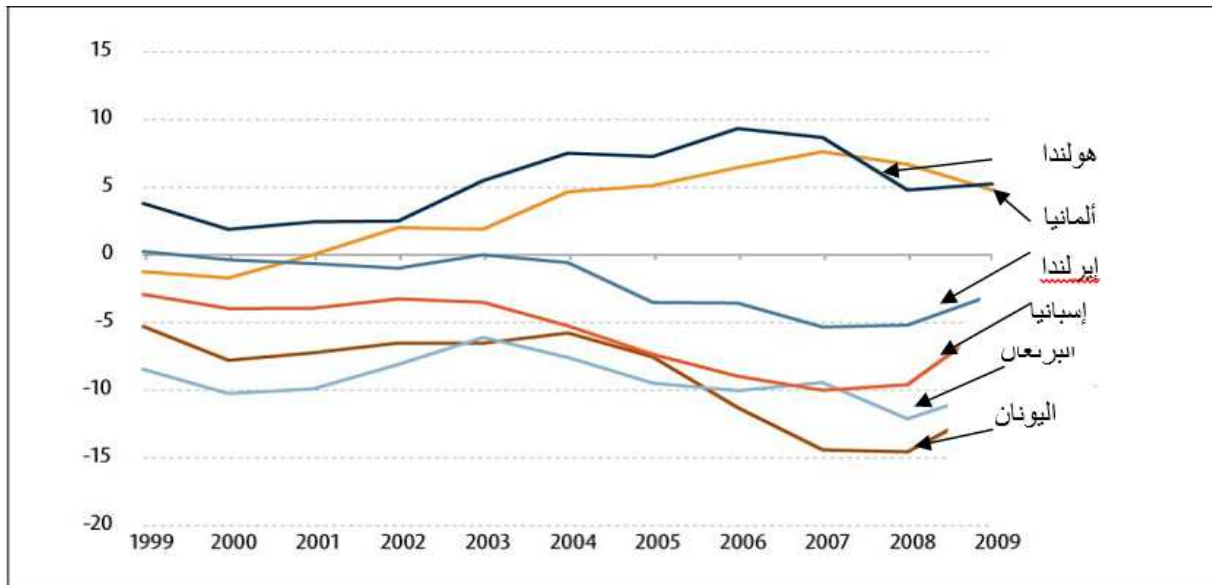


Source::Rymond J. Ahearan and others, **the future of the euro and the US interests**, Congressional research service CRS reported congress, January 10, 2011, p10 .

وترجع الاختلافات الموجودة بين دول الاتحاد الأوروبي إلى عدة أسباب كنوع السياسة الاقتصادية المتبعة، كما أن هناك من يرى أن هذه الاختلافات ترجع إلى خلل في البناء المؤسسي لليورو، حيث أن نظام اليورو غير مصمم بطريقة توفر إمكانيات المساندة والإنقاذ للدول الأعضاء في حال حدوث أزمة لديها، وهذا ما أثبتته أزمة اليونان، فبعد تبني دول «PIIGS» لليورو رسمياً اتجه رجال الأعمال للاستثمار في هذه البلدان باعتبارها مناطق آمنة ونظراً لانخفاض أسعار الفائدة فيها مقارنة بالدول الشمالية، وهو ما أحدث نوع من الضبابية والتشويه للقرارات الاستثمارية في منطقة اليورو نتج عنه إفراط الاستثمار في بعض القطاعات، بالإضافة إلى قيام القطاع الخاص بزيادة الاقتراض وبالتالي زيادة الطلب الكلي، تزامن ذلك مع إطلاق دول «PIIGS» لمشاريع استثمارية ضخمة للحفاظ على معدلات نمو عالية ومستمرة مما دفعها إلى اللجوء إلى الاقتراض الخارجي خصوصاً من دول أوروبا الشمالية، كل هذه العوامل ساهمت في النهاية في تعميق العجز المالي للدول «PIIGS»<sup>1</sup>.

أدى تدفق رؤوس الأموال إلى دول «PIIGS» إلى دعم الطلب المحلي مما أدى إلى ارتفاع معدلات النمو فيها ولكن أيضاً معدلات مرتفعة من التضخم انعكس على تراجع القدرة التنافسية لهذه الدول وانتقال العجز المالي إلى الميزان التجاري (العجز التوأم) الشكل رقم (2 . 14).

الشكل رقم (2 . 14): تطور الحساب الجاري لميزان المدفوعات في بعض البلدان الأوروبية.



(نسبة من الناتج %GDP)

Source : Rymond J. Ahearn and others, op-cit, p 12.

<sup>1</sup> Uri Dadush and Bennett Stancil, "Europe's Debt Crisis: More than a Fiscal Problem," in *Paradigm Lost: The Euro in Crisis*, ed. Uri Dadush and Contributors (Carnegie Endowment for International Peace, Washington, 2010, p 9-15.

أدى العجز في الحساب الجاري لدول الـ«PIIGS» إلى تراكم الديون العامة والخاصة وصلت إلى 80% من حجم الناتج الإجمالي المحلي، وفي المقابل لم تتأثر دول أوروبا الشمالية كثيراً بعد إطلاق اليورو، كما لم تشهد تدفقات كبيرة لرؤوس الأموال ونتيجة لسياساتها المالية المتناسقة والتي تهدف إلى احتواء الطلب الكلي مع الحفاظ على معدلات تضخم منخفضة، وهذا ما أكسبها قدرة تنافسية أكبر مقارنة بنظيرتها الجنوبية، مما جعلها تدر إلى دول الـ«PIIGS» وتحقيق فوائض معتبرة في حساباتها الجارية.

سمحت معدلات الفائدة المنخفضة في منطقة اليورو باقتراض دون تخوف لدول الـ«PIIGS» مما جعل معدلات التضخم فيها أكبر بمرتين عن سائر الدول الأوروبية وهذا ما انعكس سلباً على معدلات الفائدة الحقيقية التي أصبحت منخفضة جداً، أدى ذلك إلى تراجع الدخل وتشجيع الاقتراض الاستهلاكي وبناء المساكن خصوصاً في أيرلندا وإسبانيا<sup>1</sup>.

رابعا: عدم استقلالية البنك المركزي لدول منطقة اليورو:

نصت الفقرة الأولى من المادة 104 من معاهدة ماسترخت على ما يلي "يمنع على البنك المركزي الأوروبي والبنوك المركزية للدول الأعضاء منح مساعدات لمؤسسات الاتحاد والإدارات المركزية والسلطات المحلية والشركات العامة والخاصة للدول الأعضاء". وهناك نص آخر مماثلة في ميثاق الاستقرار والنمو تحرم بشكل قطعي أية مساعدة لدولة أوروبية تهدف إلى سد العجز المالي، لأن المطلوب هو قيام الدولة بمعالجة مشكلاتها المالية عن طريق مواردها الذاتية، والاستثناء الوحيد على هذا المنع يخص المعونات الناجمة عن الكوارث الطبيعية أو الظروف الاستثنائية الخارجة عن سيطرة الدولة في هذه الحالة فقط يمكن حسب الفقرة الثانية من المادة 103 من معاهدة ماسترخت تقديم مساعدة مالية شريطة أن تقرر من قبل مجلس الاتحاد الأوروبي بناء على اقتراح المفوضية الأوروبية. ولا أحد يشك في أن العجز المالي الحالي يخرج عن السيطرة ومن باب أولى ليس كارثة طبيعية<sup>2</sup>.

ووفق لهذا المبدأ الأوروبي فلا يمكن بأي حال من الأحوال مساعدة الدول التي تعاني عجز في موازينها العامة من خلال مؤسسات الاتحاد الأوروبي أو مؤسسات اليورو القائم.

فأعضاء الاتحاد النقدي يقدرون الدين بالعملة التي تملك السيطرة عليها، ونتيجة لذلك فإن حكومات هذه البلدان يمكن أن تقدم ضماناً بأن الأموال النقدية ستكون متاحة دائماً لدفع أموال حملة السندات في النضج، وليس هذا هو الحال في البلدان "المستقلة"، أي البلدان التي تدر الديون بمفردها إذ يمكن لهذه الدول أن تعطي ضمانات لحملة السندات بأن الأموال ستظل دائماً متاحة لدفعها، والسبب هو أنه إذا كانت الحكومة تعاني من نقص السيولة، يمكن أن تدعو البنك المركزي لتوفير السيولة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Rymond J. Ahearan and others, op-cit, p 12.

<sup>2</sup> صباح نعوش، التقارب المالي في منطقة اليورو.. النص والتطبيق، تقرير مركز الجزيرة لدراسات، 22 يناير 2012، ص 8.

<sup>3</sup> Paul De Grauwe and Yuemei Ji, **Self-Fulfilling Crises in the Eurozone: An Empirical Test**, Centre for European Policy Studies, No. 366, ISBN 978-94-6138-210-8. June 2012. p2. <http://www.ceps.eu>

## المبحث الثاني: أزمة الديون السيادية في الولايات المتحدة الأمريكية

## المطلب الأول: مدخل للاقتصاد الأمريكي

يرى العديد من الاقتصاديين الأمريكيين أنه كما كان القرن السابع عشر فرنسا والقرن التاسع عشر بريطانيا فإن القرن العشرين أمريكا وكذلك القرن الواحد والعشرين سيكون أمريكا، إن انتهاء الحرب العالمية الثانية وانتصار الحلفاء شكل نقطة الانعطاف المهمة في التاريخ الأمريكي حيث برزت كقوة عسكرية واقتصادية عظمى بعد أن دمرت الحرب كل القارة الأوروبية.

وبعد انهيار الاتحاد السوفياتي في عام 1971 أضحى الولايات المتحدة الأمريكية القوى العظمى الأولى في العالم، ومع تنامي الاتجاه نحو العولمة وتطور وسائل النقل والاتصال وتبادل المعلومات والتوسع في استخدام شبكة الأنترنت أصبح من الصعب تحديد الحد الذي يتوقف عنده النفوذ الأمريكي كون أن الولايات المتحدة الأمريكية تعد بمثابة المركز لذلك التطور<sup>1</sup>.

أولاً: مرتكزات الاقتصاد الأمريكي: مع مطلع القرن العشرين أشارت الاحصائيات أن أقل من 10% من الأمريكيين لديهم الكهرباء، و2% لديهم الهاتف أما السيارات فاعتبرت في ذلك الوقت من مظاهر الترف، كما أن الماء الصالح للشرب نادر وأقل من 14% فقط من الأمريكيين حاصلين على مستوى شهادة البكالوريا، أما أوقات العمل فكانت تتجاوز 50 ساعة في الأسبوع والأجور منخفضة، وفي غضون قرن من الزمن تبدلت الأوضاع وأصبحت الولايات المتحدة الأمريكية أكبر قوة اقتصادية في العالم ولقد ارتكزت هذه القوة الاقتصادية على قاعدة واسعة غنية بالموارد الطبيعية والفكر والمبادأة الفردية، كما لعبت التدخلات الحكومية دوراً لا يستهان به في تطوير الحياة الاقتصادية<sup>2</sup>.

وتعتبر الولايات المتحدة الأمريكية أكبر قوة اقتصادية في العالم، وتتجلى قوة الولايات المتحدة الأمريكية العالمية من خلال المؤشرات الاقتصادية والمالية، حيث أن أكثر من 60% من المبادلات العالمية تتم بالعملة الأمريكية الدولار ومقاولاتها وفروع شركاتها المتعددة الجنسية تشمل قارات العالم وتحقق 14.5% من المبادلات العالمية وبذلك أصبحت القوة التجارية الأولى في العالم، وأول قوة في الصناعة الإنتاج والتصدير، ويقدر حجم الاقتصاد الأمريكي 15 ترليون دولار سنة 2011<sup>3</sup>. ويمكن ملاحظة مرتكزات الاقتصاد الأمريكي من خلال:

## 1 \_ النفط:

تطور اعتماد الولايات المتحدة الأمريكية على النفط المستورد بصورة سريعة، ففي عام 1973 كانت تستورد كمعدل (3.241) مليون برميل يومياً، في حين كانت تنتج كمعدل (9.209) مليون برميل يومياً ازدادت هذه الفجوة بين الاستيراد والإنتاج يومياً، إذ تطور استيرادها من النفط الخام منذ عام 1973 وحتى عام 2004 بمعدل (32%) فيما انخفض إنتاجها للفترة نفسها بمعدل (58%).

<sup>1</sup> حيدر نعمة نجيت، سياسات الاستقرار الاقتصادي في مصر والصين والولايات المتحدة الأمريكية، دار آمنة لنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2014، ص 144.

<sup>2</sup> فاطمة الزهراء خبازي، النظام النقدي الدولي والمنافسة بين أورو - دولار، دار البازوري، عمان، 2013، ص 70 - 72.

<sup>3</sup> Global Financial Stability Report , chapter 1 , IMF April 2011,p 83.



أما الاستهلاك الأمريكي من النفط فقد ارتفع من (12.4) مليون برميل يوميا عام 1973 إلى (13.860) مليون برميل يوميا عام 1980 وإلى (13.246) عام 1990 وإلى (14.889) عام 2000 وإلى (482,15) برميل يوميا عام 2004.

## 2 \_ الإنتاج الصناعي:

استأثر الولاية المتحدة الأمريكية بنسبة (21.1%) من الإنتاج العالمي في عام 2003 وأن هذه النسبة ينتجها فقط (4.7%) من سكان العالم، وتحتل الو.م.أ المرتبة الأولى في الإنتاج الصناعي بين الدول الكبرى، إذ تحتوي على نسبة (38%) من الإنتاج الصناعي لتلك الدول، بينما تحتل أقرب منافسيها وهي اليابان نسبة (12.6%)، أما إذا أخذنا الاتحاد الأوروبي ككل فهو يستحوذ على نسبة (28.6%) من الإنتاج الصناعي للدول الكبرى ونسبة (15.9%) من الإنتاج الصناعي العالمي<sup>1</sup>.

كما تعتبر نسبة التغير في الإنتاج الصناعي في الو.م.أ هي الأكبر بين مثيلتها خلال الفترة الممتدة من 1996 . 2005 إذ بلغت نسبة (3.6%)، وبلغت في الاتحاد الأوروبي نسبة (2.0%) خلال نفس الفترة فيما بلغت في اليابان (1.6%).

## 3 \_ الإنتاج الزراعي:

أما من ناحية مصادر الدعم الداخلية، ففي مجال الإنتاج الزراعي تعد الولايات المتحدة أكبر منتجي الغذاء في العالم، فرغم أن الإنتاج الزراعي يحظى بنسبة (3%) من مجموع القوة العاملة الأمريكية وهي نسبة أقل من أولئك العاملين في قطاع التعليم أو الأبحاث، فإن الإنتاج الزراعي لا يزال أفضل وأكثر وفرة، فقد بلغ حجم صادرات الحبوب في العالم 2003 (مليون) طن، وتصدر الولايات المتحدة بمفردها نصف هذه الكمية الأمر الذي يعني أن الولايات المتحدة القوة المتحكمة في إنتاج الغذاء<sup>2</sup>.

## 4 \_ الشركات المتعددة الجنسيات:

تأتي أيضا من خلال استحوادها على معظم الشركات المتعددة الجنسية في العالم، فمن أصل (500) شركة عملاقة في العالم كان نصيب الولايات المتحدة منها (163) شركة، وتحتل (32) شركة أمريكية المرتبة الأولى بين المئة، فضلا عن اتساع نشاطها الذي يشمل فروع الإنتاج والخدمات كافة بالمقارنة مع الشركات الأخرى اليابانية والأوروبية<sup>3</sup> ولقد استثمرت الو.م.أ موضوع الشركات المتعددة الجنسيات استثمارا أمثلا، فبعد الحرب العالمية الثانية تحولت مصانع الإنتاج الحربي الأمريكية إلى الإنتاج المدني، إذ أن أوروبا كانت مدمرة وتحتاج إلى إنتاج جديد وإعمار واسع، ومع التطور التكنولوجي والناتج المتسارع قفزت مصانع الإنتاج الأمريكي قفزات هائلة في مجال الإنتاج ونوعيته، وكان وراء هذا التحول السريع والهائل العديد من الشركات الأمريكية الكبرى التي تسيطر على أجزاء كبيرة من الأسواق العالمية، حتى بلغت مبيعات أكبر مئة 100 شركة كبرى حوالي 02 تريليون دولار عام 1995 تمتلك الو.م.أ واليابان والاتحاد الأوروبي (88%) منها<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> جواد كاظم البكري، فح الاقتصاد الأمريكي (الأزمة المالية العالمية)، مرجع سابق، ص 48.

<sup>2</sup> سليم كاطع علي، مقومات القوة الأمريكية وأثرها في النظام الدولي، مجلة دراسات دولية، العراق، 2009، العدد الثاني والأربعون، ص 158

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص 158.

<sup>4</sup> جواد كاظم البكري، فح الاقتصاد الأمريكي (الأزمة المالية العالمية)، مرجع سابق، ص ص 50 51.

وتسيطر الشركات المتعدد الجنسيات على ثلث الإنتاج العالمي، و(70%) من التجارة العالمية (80%) من الاستثمارات الدولية، وأن أكبر (300) شركة متعددة الجنسيات حول العالم ثلثها في الولايات المتحدة الأمريكية. يمتلك الكثير من الشركات الأمريكية العملاقة سطوة كبير في عالم الأعمال العالمية، إذ ينفرد الكثير منها بمنهج معياري سواء في بيعه أو مدخلاته الإنتاجية، ويدعم هذا الاتجاه تملك أمريكا نسبة (60%) من الشركات دولية النشاط التي تنتشر في جميع أرجاء المعمورة، مستغلة ومتحكمة في ثلث الاقتصاد العالمي عمالته وموارده وأسواقه إنتاجه وتجارته<sup>1</sup>.

**5 \_ التجارة الدولية:**<sup>2</sup>

ظلت الإدارة الأمريكية منذ عام 1827 وحتى دخولها الحرب العالمية الثانية ملتزمة بمبدأ مورنو الذي أضفى نوعاً من العزلة على الو.م.أ في الجوانب السياسية والاقتصادية، إلا أن مبدأً جديداً ظهر على يد الرئيس الأمريكي هاري ترومان 1884 . 1972 سمي بمبدأ ترومان كان من أهم مظاهره التخلي العلني عن سياسة العزلة الدولية في المجالين السياسي والاقتصادي وبدأت المطالبة الأمريكية بحرية التجارة بين الأمم وتنظيم المبادلات الدولية على أساس حر.

وقد استحوذت الو.م.أ على 18% من المبادلات التجارية العالمية سنة 1950، وبالرغم من انخفاض هذه النسبة إلا أنها تبقى الأعلى بين دول العالم، ففي عام 1980 استحوذت الو.م.أ على 13.6% من الصادرات العالمية، وارتفعت في عام 1990 إلى 14.2% ثم إلى 15.45% في عام 2000، وانخفضت في عام 2003 إلى 12.85%

أما في مجال الواردات فقد كان نصيب الو.م.أ في عام 1980 ما نسبته 11.7% ثم ارتفعت إلى 13.3% في عام 1990 وإلى 16.5% عام 2000 ثم انخفضت إلى 14.8% عام 2003. وتلي الو.م.أ في مجال السيطرة على الصادرات العالمية كل من ألمانيا اليابان ثم الصين بنسب على التوالي 9.19% 6.50% 5.2% في عام 2003.

أما من ناحية درجة التنافسية للسلع التي تنتجها الدول الصناعية فإن الو.م.أ تأتي في المرتبة الثانية بعد فنلندا، فيما تأتي السويد في المرتبة الثالثة والدنمارك في المرتبة الرابعة سنة 2004، أما من ناحية المرتبة التكنولوجية فتأتي الو.م.أ في المرتبة الأولى عالمياً تليها فنلندا في المرتبة الثانية وتايوان في المرتبة الثالثة وسويسرا في المرتبة الرابعة واليابان في المرتبة الخامسة.

**6 \_ الاستقرار وشساعة السوق الأمريكية الموحدة:**<sup>3</sup>

تضم السوق الأمريكية حوالي 280 مليون مستهلك حسب احصائيات سنة 2001 مقارنة بـ 226 مليون نسمة 1980 وتتميز القوة البشرية الأمريكية بالتجانس من حيث اللغة، التشريعات، الثقافات...، كما تحظى بمحيط اقتصادي مستقر، فالسوق الأمريكية مفتوحة على السلع والخدمات الأجنبية، ويحكم السوق نظام سياسي واقتصادي واضح اتجاه المتعاملين الخواص، ويوجد في الولايات المتحدة الأمريكية أكثر البيانات القانونية والتنظيمية استقطاباً للاستثمار الأجنبي، وقوانين افلاس تشجع المخفقين في مشاريعهم على اعلان افلاسهم ثم معاودة المحاولة مرة أخرى.

كما تحظى الولايات المتحدة الأمريكية على شبكة نقل متكاملة لنقل الأشخاص والبضائع سواءً من طريق البر أو البحر أو الجو، فهي تتوفر على حوالي 350 معبر مخصص لتجارة الداخلية حيث يتولد عن 20 معبر فقط حوالي 43%

1 مرجع سابق، ص 51 .52.

2 مرجع سابق، ص 53.

3فاطمة الزهراء خبازي، مرجع سابق، ص 73 .74.

من حركة السير الإجمالي، مما يجعلها منفتحة تقريبا على جميع القارات وبالتالي فإن التجارة الخارجية للولايات المتحدة الأمريكية تعد الأكثر نشاطا على العالم.

وفي المجال الزراعي قامت الولايات المتحدة الأمريكية منذ الثلاثينيات من القرن العشرين بدعم المنتجين الزراعيين ومربي المواشي لمواجهة مشاكل المناخ والقيود المرتبطة بالأسواق الدولية حيث قامت بإنشاء ثلاثة وكالات لتقديم القروض الموجهة للإنتاج والتصدير الزراعي، كما قامت بإنشاء وكالت رئيسية لجمع المعلومات المتعلقة بالتكاليف والأسواق الناشئة الخاصة بالتصدير من أجل تسهيل الدخول إلى الأسواق وادماج الفلاحين في الاقتصاد الكلي وبالتالي تحتل الولايات المتحدة المرتبة الأولى في الصادرات الزراعية.

## 7 \_ المنظمات المالية الدولية كأداة للهيمنة:

من ناحية أخرى، فإن قوة الولايات المتحدة في هذه المنظمات إنما تتبع من خلال قوتها التصويتية، إذ تمتلك حوالي، (17.73%) من مجموع الأصوات في البنك الدولي في الوقت الذي تصل فيه نسبة اصوات اليابان الى (6.18%) رغم أن حصتها في البنك هي ثاني أكبر حصة، الأمر الذي يشير إلى استمرارية القوة النسبية للولايات المتحدة في هذه المنظمات.<sup>1</sup>

## 8 \_ التفوق العسكري:<sup>2</sup>

يعتمد الاقتصاد الأمريكي على محورين ضاغطين هما المحور الدبلوماسي والمحور العسكري فكلهما ضاغط يعمل الشكل الذي يؤهله لدعم النمو الاقتصادي الأمريكي، والولاية المتحدة تعد الدولة الوحيدة التي لديها مجمع عسكري متكامل يوفر جميع فرص التقدم والكسب المرتفع، حيث يعمل فيه حوالي (30%) من مهندسيها بصورة مباشر أو غير مباشرة. كما تتألف القوات العسكرية الأمريكية من ثلاثة فروع أساسية هي الجيش والبحرية والطيران وقد بلغ الانفاق العسكري الأمريكي في 2003 حوالي (370.7) مليار دولار أما في سنة 2004 فقد كان محدود (387.3) مليار دولار وشكل ما نسبته (3.3%) من الناتج المحلي الإجمالي، كما قدرة مجمل تكاليف القوات الأمريكية في العراق بحوالي (5.6) مليار دولار شهرا وهي تعد أكبر من تكاليف حر الفيتنام.

ثانيا: مؤشرات الاقتصاد الأمريكي:<sup>3</sup>

## 1 \_ مؤشرات كبرى:

- ✓ الناتج المحلي الإجمالي: 17.42 تريليون دولار.
- ✓ نسبة نمو الناتج المحلي الإجمالي: 2.4%.
- ✓ نصيب الفرد من الناتج المحلي: 57 ألف وستمئة دولار.
- ✓ مساهمة القطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي: الزراعة 1.6%، الصناعة 20.7%، الخدمات 77.7%.
- ✓ معدل السكان تحت خط الفقر: 15.1% (إحصائيات 2010).

<sup>1</sup> كاطع سليم علي، مرجع سابق، ص 157.

<sup>2</sup> حيدر نعمة بجيت، مرجع سابق، ص 228.

<sup>3</sup> مركز دراسات الجزيرة، الاقتصاد الأمريكي هيمنة في تراجع، موقع قناة الجزيرة.

## 2\_ المالية العامة:

- ✓ الإيرادات: 3.029 تريليونات دولار.
- ✓ النفقات: 3.52 تريليونات دولار.
- ✓ عجز الموازنة: 2.8%.
- ✓ نسبة الدين العام: 71.2% من الناتج المحلي الإجمالي.
- ✓ قيمة الدين الخارجي: 15.68 تريليون دولار (إحصائيات 2012).
- ✓ معدل التضخم 1.6%.
- ✓ احتياطي من الذهب والعملات الأجنبية: 144.6 مليار دولار (إحصائيات 2013).

## 3\_ اليد العاملة:

- ✓ القوة العاملة: 156 مليون نسمة تتضمن العاطلين.
- ✓ توزيع اليد العاملة حسب القطاعات: الزراعة والغابات والصيد 0.7%، الصناعات التحويلية والإستخراجية والحرفية والنقل 20.3%، الإدارة والمهنة التقنية 37.3%، المبيعات والمكاتب: 24.2%، باقي الخدمات 17.6% (إحصائيات 2009).
- ✓ البطالة: 6.2%.
- ✓ الصناعات الأساسية: النفط، الفولاذ، محركات المركبات، الآليات، الصناعات الفضائية، إلتصاقات، الكيمائيات الإلكترونية، الصناعات الغذائية، السلع إستهلاكية، الصناعات الخشبية، التعدين، الصناعات العسكرية.

## 4\_ التجارة الخارجية:

- ✓ قيمة الصادرات: 1.61 تريليون دولار، وتمثل الصادرات في المنتجات الزراعية، المعدات الصناعية، الطائرات وأجزاء محركات السيارات، الحواسيب، معدات إلتصاقات، السيارات، الأدوية، أما جهات التصدير فهي كندا 19%، المكسيك 14.3%، الصين 7.7%، اليابان 4.1% إحصائيات 2013.
- ✓ قيمة الواردات: 2.334 تريليون دولار. وتمثل الواردات في المنتجات الزراعية، المعدات الصناعية، الحواسيب، معدات إلتصاقات، مكونات محركات المركبات معدات إنتاج الكهرباء، السيارات، الملابس، الأدوية، أما جهات إلتيراد: الصين 19.6%، كندا 14.6%، المكسيك 12.3%، اليابان 6.1%، ألمانيا 5% (إحصائيات 2013).

- ✓ الحساب الجاري: عجز بقيمة 410.6 مليارات دولار.

## 5\_ الاستثمارات: وتعد الولايات المتحدة الأمريكية من أكبر متلقي للاستثمارات الأجنبية المباشرة إذ تقدر قيمة

- إلتثمارات الداخلة بنحو 316 مليار دولار سنة 2010.<sup>1</sup>
- ✓ إلتثمار الأجنبي المباشر: 3.258 تريليونات دولار.

<sup>1</sup> تقرير الاستثمار العالمي، إلتكاد، إلتم المتحدة، 2010، ص 12.

- ✓ الاستثمار الأمريكي في الخارج: 5.266 تريليونات دولار.
- ✓ الإحصائيات الواردة تخص العام 2014 ما عدا البعض منها.

### المطلب الثاني: مشكلات الاقتصاد الأمريكي

برزت مشكلات الاقتصاد الأمريكي على السطح منذ بداية عقد السبعينات حيث تعرضت الدول الرأس مالية برمتها إلى مشكلة الركود التضخمي التي تتوافق عنده المستويات المرتفعة للبطالة والتضخم، وكذلك ارتفاع أسعار النفط في عام 1973 وقد اتسم الاقتصاد الأمريكي بالتذبذب ما بين الصعود والهبوط منذ ذلك الوقت ولحد الان وفيما يلي عرض لهذه المشاكل:

#### أولاً: العجز التجاري<sup>1</sup>

عانت الو.م.أ من عجز تجاري لأول مرة في عام 1971، إذ كانت تتمتع بفائض تجاري طوال الفترة التي سبقت ذلك التاريخ، وبذلك بدأت صفحة قائمة في سجل الاقتصاد الأمريكي وهي صفحة العجز التجاري، ولكن الأمر الأسوأ أن هذا العجز التجاري في نمو متزايد، ففي الوقت الذي كان يبلغ (3.303) مليار دولار عام 1971 أصبح في عام 1981 ما مقداره (1241%) خلال عقد واحد من الزمن

إن أسباب ظهور العجز التجاري الأمريكي بدأت بالفعل قبل عام 1971، وبذات خلال فترة الرئيس جونسون عام (1964-1967)، فقد استمرت الو.م.أ في تلك الفترة بتخفيض الضرائب إضافة إلى زيادة الانفاق الحكومي على مشاريع الضمان الاجتماعي المتنوعة، وقد عقب هذا مباشرة التدخل الأمريكي في فيتنام، الذي زاد الطين بلة إذ أدى ذلك التدخل إلى زيادة الانفاق العسكري دون أن تصحبه تخفيضات في أوجه الانفاق الحكومي المدني، أو زيادة في الضرائب، وقد أدى استمرار جونسون بسياسة التوسعية، ظهور كساد بدأ في نهاية عام 1997 وبداية عام 1970، أدى إلى تحول النمو في الناتجة القومي الإجمالي إلى معدل سالب، ورافق ذلك زيادة في معدلات البطالة.

وتأتي نسبة عالية من العجز التجاري الأمريكي من أكبر الشركاء التجاريين الخمسة لو.م.أ والذين يتمتعون بفائض في تجارتهم مع الو.م.أ وهم (اليابان، الصين، كندا، الاتحاد الأوروبي، والمكسيك) فنرى في حين كان العجز التجاري الأمريكي مع اليابان في عام 1985 يعادل (37.88%) من العجز التجاري الأمريكي، فإنه تراجع تدريجياً إلى أن وصل إلى (13.29%) من العجز الكلي عام 2003، بالمقابل ارتفع العجز التجاري الأمريكي مع الصين من (4.9%) من عجزه الكلي عام 1985 إلى (24.287%) من العجز الكلي عام 2003، أما مع الاتحاد الأوروبي فقد ارتفع من (15.44%) عام 1985 إلى (19.88%) عام 2003، أما مع كندا فقد انخفض من (17.80%) عام 1985 إلى (10.40%) عام 3003، وارتفع مع المكسيك من (4.5%) عام 1985 إلى (8.1%) عام 2003.

**ثانياً. تدني مستوى الادخار:** ثمة عامل آخر يهدد قدرة الولاية المتحدة الأمريكية على تمويل النمو وهو المستويات المتدنية من الادخار فيها مقارنة بالبلدان الصناعية الأخرى، ونصراً لتزايد الميل الاستهلاكي لدى الأمريكيين وزيادة الإقراض من قبل

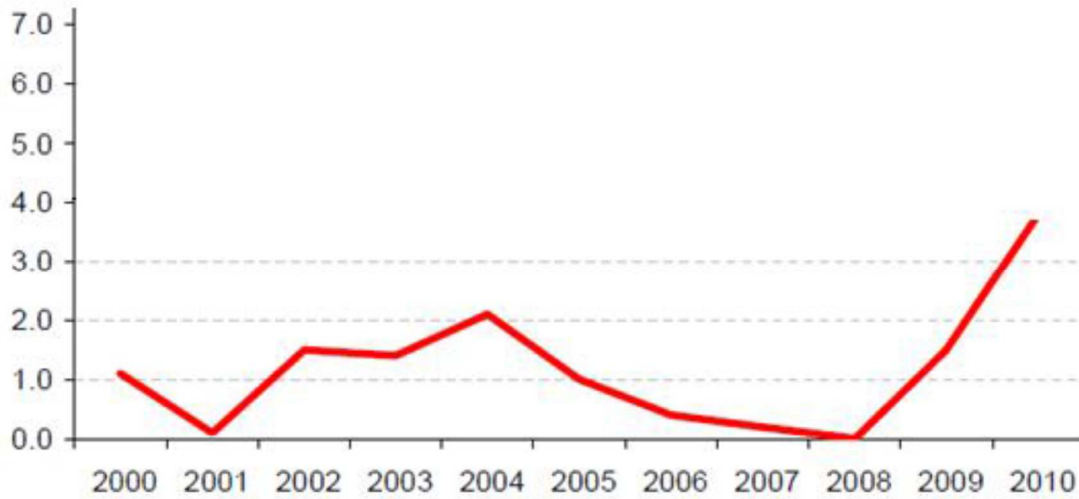
<sup>1</sup> جواد كاظم البكري، فتح الاقتصاد الأمريكي (الأزمة المالية العالمية)، مرجع سابق، ص 69.

المنتجين لغرض إرضاء رغبات المستهلكين فإن نسبة الادخار الأمريكي تعادل نصف نسبة الادخار في اليابان ولا تتجاوز ثلثها في ألمانيا<sup>1</sup>.

### ثالثا: تباطؤ معدلات النمو والإنتاجية

عرفت الولايات المتحدة الأمريكية ابتداء من سنوات الثمانينات تباطؤ ملحوظ في الناتج المحلي الإجمالي وابتداء من سنة 1984 إلى غاية سنة 1991 كانت معدلات الناتج في انخفاض مستمر، وقد عاودت الانتعاش بحلول سنة 1994 ثم انخفضت مرة أخرى سنة 1995 لتعود وترتفع مرة أخرى إلى غاية سنة 2000، وبحلول سنة 2001 وبالضبط في الربع الثالث من السنة تراجع الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي بنسبة 1.10% مقارنة بالربع السابق عليه، ووفقا للبيانات المعدلة من صندوق النقد الدولي فإن معدل النمو الحقيقي للناتج الإجمالي بلغ نحو 0.3% فقط في عام 2003.<sup>2</sup>

### الشكل (2 \_ 15) تطور معدلات الإنتاجية في الولايات المتحدة الأمريكية (2000 – 2010)



المصدر: تم إعداد الشكل بالاعتماد على

The Economist Intelligence Unit, IMF : Official Chinese government data

### رابعا. البطالة والتضخم:

إن تحقيق معدل من التضخم والبطالة يعد مؤشرا مهم لسلامة الأداء الاقتصادي وقد اعتادت الدول الرأسمالية على تحقيق موازنة بينها من خلال الاعتماد على آلية منحى فلبس، إلى أن ضهور مشكلة الركود التضخمي من خلال ارتفاع التضخم والبطالة في آن واحد أدى إلى عقم منحنى فلبس، عانت الدول المستوردة للطاقة والمتقدمة خصوصا من تضخم ركودي عنيف ومستورد وكان ذلك التضخم المؤلف من رقمين جراء إرتفاع الأسعار الدولية للبترو. <sup>3</sup>

<sup>1</sup>مرجع سابق، ص 87.

<sup>2</sup>خبازي فاطمة الزهراء، مرجع سبق ذكره، ص 62.

<sup>3</sup>جون كينيث جالبريت، ترجمة أحمد فؤاد بلع، مراجعة إسماعيل صبري عبد الله، تاريخ الفكر الاقتصادي الماضي صورة الحاضر، عالم المعرفة سلسلة كتب ثقافية يصدرها المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، العدد 261، سبتمبر 2000، ص 286.

فبعد ارتفاع أسعار الطاقة في العام 1973 بدأت أسعار التضخم بالارتفاع في الاقتصاد الأمريكي بصورة واضحة فبعد أن كان المعدل في العام المذكور (2.6%) ارتفع في العام الذي يليه إلى (4.9%) أي بزيادة قدرها (188%) تم استمر المعدل في التراجع بين الارتفاع والانخفاض إلى عام 1980 حيث واصل المعدل إلى أقصى ارتفاع له إذ بلغ (9.8%)، أما في عقد التسعينات فقد تراوحت معدلات التضخم بين (2.5%) في عام 1998 و (6.7%) في عام 1990، وفي العقد الحالي فإن معدلات التضخم تتراوح بين (2.8%) في عام 2004 نتيجة الركود الذي عرفه الاقتصاد الأمريكي جراً أحداث 11 سبتمبر و (5.6%) عام 2000.<sup>1</sup>

وارتفعت معدلات التضخم لدى الاقتصادات المتقدمة، ففي الولايات المتحدة وأوروبا انتقلت معدلات التضخم من الحدود الدنيا من النسب المستهدفة إلى الحدود العليا للنسب المستهدفة السابق تحديدها من قبل المصارف المركزية خلال عام 2011، كانت تلك الزيادة في معدلات التضخم متناسبة مع الأهداف الموضوعية لدى تلك الاقتصادات بهدف موازنة أخطار الانكماش المتوقع في أعقاب الأزمة المالية، حيث استمرت المصارف المركزية في ضخ السيولة في الاقتصاد من خلال عدة إجراءات سياسية غير تقليدية.<sup>2</sup>

أما بالنسبة لمعدلات البطالة في لا تختلف عن معدلات التضخم من حيث تسجيلها معدلات تفوق مثيلاتها في الدول المتقدمة ففي عقد السبعينات تراوحت معدلات البطالة بين (4.9%) في عام 1970 و (8.5%) عام 1975 حيث أن المعدل الأخير يعد مرتفعاً جداً وقتها، في عقد الثمانينات عرفت معدلات البطالة أرقاماً عالية هددت بشكل واضح الاستقرار الاقتصادي فقد تراوحت ما بين (5.3%) في عام 1989 و (9.7%) عام 1982، والمعدل الأخير يعد أعلى معدل شهده الاقتصاد الأمريكي منذ أزمة الكساد الكبير 1992، وفي عقد التسعينات فإن المعدل قد تراوح بين (4.2%) كحد أدنى في عام 1999 و (7.4%) كحد أعلى في عام 1992، في حين العقد الحالي تتراوح ما بين (4.0%) في عام 2000 أي قبل أحداث سبتمبر و (6.0%) في عام 2003.<sup>3</sup>

وتعد نسب مشاركة العمالة لدى الولايات المتحدة على سبيل المثال في حالة تناقص مستمرة منذ بدء الأزمة، وهناك تزايد في عدد العمال بدون وظائف الذين قد تخلو عن فكرة البحث عن وظيفة بعد أن ظلوا عاطلين لفترات طويلة، الأمر الذي أدى بالتالي إلى عدم إحتسابهم ضمن أعداد قوة العمل القائمة. أما أن هناك نسبة تصل إلى 29% من عدد العاطلين لدى الولايات المتحدة ظلوا بدون وظيفة لفترة تجاوزت العام 2012، وذلك مقارنة بنسبة 10% خلال عام 2007.<sup>4</sup>

### خامساً: الإنفاق العسكري الكبير:

تقوم إستراتيجية الولايات المتحدة على أن تكون رائدة الإنفاق العسكري على مستوى العالم ويعود حجم الإنفاق العسكري في العشرية الأخيرة إلى أحداث 11 سبتمبر، والسياسات التي اتخذتها الولايات المتحدة بعدها، سواء سياساتها

<sup>1</sup> حيدر نعمة بحيت، مرجع سابق، ص 150.

<sup>2</sup> حالة وآفاق الاقتصاد العالمي 2012، الملخص التنفيذي. <http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/index.shtml>

<sup>3</sup> حيدر نعمة بحيت، مرجع سابق، ص 150

<sup>4</sup> حالة وآفاق الاقتصاد العالمي 2012، مرجع سابق.

الداخلية أو سياستها الخارجية، فقد كان للسياسة الأمريكية في عصر الرئيس بوش، وشن الحرب على العراق وأفغانستان أثر بالغ في زيادة حجم الإنفاق العسكري والجدول الموالي يوضح حجم الإنفاق العسكري الأمريكي:

### الجدول (2-13) حجم الإنفاق العسكري الأمريكي بين عامي 2002 \_ 2008

السنة	الحرب على العراق	الحرب على الارهاب	ميزانية الدفاع الأمريكي
2003	93	54	438
2004	111	74	448
2005	164	100	507
2006	188	116	536
2007	245	166	611
2008	371	195	/

المصدر: سامي مظهر قنطجبي، "ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية"، دار النهضة، سورية، 2008، ص 32 .

ويلاحظ الزيادة المستمرة في ميزانية الدفاع الأمريكي فانتقلت من 438 مليار دولار سنة 2003 إلى 611 مليار دولار ويلاحظ أن الإنفاق العسكري الأمريكي لم يتأثر بظروف الأزمة المالية، فهو يعد أحد الأركان التي لا تمس في هيكل الإنفاق العام الأمريكي.

**سادسا: أعباء الهيمنة:** ينظر العديد من المحللين إلى مستقبل الولايات المتحدة الأمريكية على الساحة الدولية نظرة تشاؤمية في مجال معرفة ما إذا كان مستقبل الو.م.أ كقوى عظمى مهيمنة، يكون مآله مآل الإمبراطورية القديمة التي عرفت قمة الهرم في العظمة والنفوذ الدولي، تراجعت تحت طائلة المتاعب المتراكمة جراء اتساع دائرة الاندفاع الخارجي المكلف، وكذلك سرعة وتيرة التغيرات الدولية المؤثرة على تصاعد وتقهر الدول على سلم القوى والنفوذ، إلى أن عرفت الاندثار والاضمحلال ولم يبق من زعامتها إلى التاريخ الحافظ للأحداث<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: أزمة الديون السيادية في الو.م.أ

#### أولا: حجم الديون السيادية في الو.م.أ:

الدين العام لأي دولة هو محصلة العجز المتراكم في الميزانية العامة لها، ويعد العجز في الميزانية محصلة قوتين متناقضتين، أي تعملان في اتجاه معاكس، القوة الأولى هي الإيرادات العامة، والثانية هي النفقات العامة، فإذا كانت النفقات العامة للدولة أكبر من إيراداتها العامة يحدث عجز في الميزانية، ومن ثم لا بد أن تقوم الحكومة بتمويل هذا العجز، والذي يفترض أن يتم أساسا من خلال الاقتراض، أي من خلال طرح السندات الحكومية للبيع للمستثمرين من الفئات المختلفة، وهو ما يرفع من حجم الدين العام للدولة من الناحية المطلقة، وإذا كان معدل النمو في الدين العام للدولة أكبر

<sup>1</sup> جواد كاظم البكري، فح الاقتصاد الأمريكي (الأزمة المالية العالمية)، مرجع سابق، ص 65.



من معدل النمو في الناتج الحقيقي لها، فإن نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي تميل نحو التزايد أيضاً، وبالطبع يحدث العكس في حالة تحقيق الميزانية لفوائض.

نقسم إجمالي الدين العام الفيدرالي في الولايات المتحدة إلى قسمين، الأول هو الدين العام المملوك بواسطة الجمهور، والثاني هو الدين العام المملوك بواسطة الحسابات الحكومية الفيدرالية، الأمر الذي يعني أن جانباً من الدين العام الأمريكي هو عبارة عن دين حكومي مملوك لجهات حكومية، ويقصد بالدين المملوك بواسطة الجمهور السندات التي يشتريها الأفراد والمؤسسات المالية المختلفة، مثل البنوك، بما في ذلك بنوك الاحتياطي الفيدرالية، وشركات التأمين والأجانب، مثل البنوك المركزية لدول العالم المختلفة وصناديق الثروة السيادية. أما الدين المملوك بواسطة حسابات حكومية فهي السندات التي تشتريها الصناديق الحكومية، ومن أهم الحسابات الحكومية المالكة للدين العام الأمريكي صناديق الضمان الاجتماعي وصناديق المعاشات للمدنيين وصناديق المعاشات للعسكريين وصناديق الرعاية الصحية.

### ثانياً: تطور الدين الأمريكي:

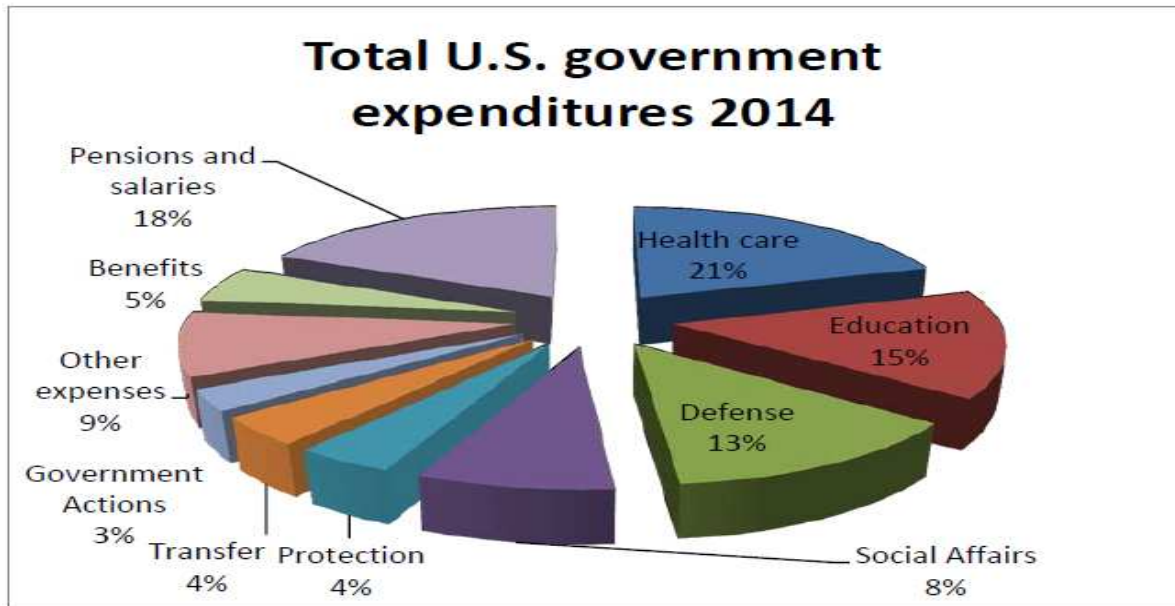
يرجع تاريخ الدين الأمريكي إلى عام 1917م، أي قبل الحرب العالمية الأولى، عندما قامت الحكومة الفيدرالية بوضع قانون للحد أو السقف لقيمة سندات الحرية، والتي قامت بإصدارها لتمويل الولايات المتحدة للدخول في الحرب العالمية الأولى، وفي أعقاب الحرب العالمية الثانية زادت نسبة الدين الأمريكي لتصل إلى 121.7% في عام 1946م، ولكن استطاعت الولايات المتحدة التعامل مع هذا الدين وتخفيضه تدريجياً، حتى وصل إلى نسبة 32.5% في نهاية عام 1981.<sup>1</sup> فارتفع مستويات الدين الأمريكي ليست ظاهرة جديدة على الولايات المتحدة، فقد وصل الدين الأمريكي إلى مستويات حرجة بعد الحرب العالمية الثانية، ومنذ بداية الأزمة المالية العالمية والكساد الذي تبعها أخذت معدلات النمو في الدين الأمريكي في التزايد متجاوزة معدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي، لقد خرجت الولايات المتحدة من الحرب العالمية الثانية بدين ضخم بلغ في عام 1946 حوالي 271 مليار دولار، و ففي عام 1948 تراجعت نسبة الدين الفيدرالي إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى أقل من 100 في المائة، ومع استمرار تزايد نمو الناتج الأمريكي تراجعت نسبة الدين إلى الناتج حتى بلغت أدنى مستوى لها في عام 1981، حيث مثل الدين الفيدرالي نحو 32.5% فقط من الناتج المحلي الإجمالي، وهي أدنى نسبة للدين إلى الناتج في التاريخ الأمريكي منذ الحرب العالمية الثانية، وفي هذا العام ارتفع الدين من الناحية المطلقة حتى بلغ إجمالي الدين الفيدرالي في هذا العام نحو 995 مليار دولار، أي ما يقارب أربعة أضعاف مستواه في 1946، بل ويتخطى عتبة التريليون دولار في العام الذي يليه. ووفقاً للبيانات التاريخية بلغ الدين الفيدرالي 381 مليار دولار في عام 1970، وفي عام 1982 تجاوز الدين الفيدرالي حاجز التريليون دولار كما سبقت الإشارة، حيث بلغ 1137 مليار دولار. في عام 1990 بلغ الدين الفيدرالي 3.2 تريليون، وفي عام 2007 قبل انطلاق الأزمة المالية العالمية بلغ الدين الفيدرالي نحو تسعة تريليونات دولار.<sup>2</sup>

بعد الأزمة المالية في عام 2008 ركزت حكومة الولايات المتحدة على زيادة الانفاق لإنعاش الاقتصاد مع تراجع الإيرادات، وهذا ما أدى إلى الضرر على الاقتصاد. ومن خلال ملاحظة الشكل رقم (2-15) نجد أن حصة الرعاية

<sup>1</sup>The PEW center on the states, The Debt Ceiling Debate: How a federal could impact states and cities, July, 2011.

<sup>2</sup>إبراهيم السقا، هل ستسد الولايات المتحدة ديونها يوماً ما؟، مجلة الاقتصادية، 2017/12/18.

الصحية من النفقات لعام 2014 أصبحت أكثر من 20٪، وتعتبر حصة كبيرة نسبيا من إجمالي الميزانية للسنة المالية 2014 ونسبة التعليم تصل إلى 15٪ من الميزانية نفسها. مما يعني أن ثلث ميزانية تنفق على اثنين من الخدمة. الشكل (2 - 16) توزيع الميزانية على مختلف القطاعات.



المصدر: أنس علي القداح، **The U.S.'s Debt Ceiling Crisis And Budget Constraints Is October always**، "American Black in"، بحث مقدم لمؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، يومي 5 و6 ماي 2014، أكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، الأردن.

فالولايات المتحدة تواجه مستوى مرتفعا ومتصاعدا من الدين العام، حيث ارتفع الدين العام (الحكومي الفيدرالي) إلى 16.8 تريليون دولار أمريكي، أي ما يعادل تقريبا ناتج البلد السنوي من السلع والخدمات، وأدى الاستخدام الجريء للسياسات النقدية غير التقليدية من جانب الاحتياطي الفيدرالي، البنك المركزي الأمريكي، إلى زيادة المعروض من الدولار وخلق مخاطر في النظام المالي .

ومنذ اندلاع الأزمة المالية العالمية سنة 2008 إلى سنة 2016 تضاعف تقريبا معدل الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي فمن 63.3% تقريبا إلى حوالي 107.4% وهي نسبة مرتفع جدا ومن المتوقع أن تستمر في الارتفاع دون وجود أي حلول واضح أو رؤية مستقبلية لحل هذه الأزمة.

#### الجدول رقم (2 - 14) إجمالي الدين الأمريكي من (1992 - 2016)

السنوات	2008-92	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
صافي الإقراض / الاقتراض	-1,7	-13,1	-10,9	-9,6	-7,9	-4,4	-4	-3,5	-4,4
فجوة الناتج	0,8	-5	-3,7	-3,1	-2,2	-1,9	-1,3	-0,4	-0,4
الرصيد الهيكلي	-2	-7,6	-9,4	-8,2	-6,4	-4,3	-3,8	-3,4	-3,9
صافي الدين	43	62	69,5	76,8	80,2	81,5	81	80,5	81,5
اجمالي الدين	63,2	76	94,7	99,9	103,4	105,4	105,2	105,2	107,4

المصدر: المصدر: صندوق النقد الدولي، تقرير أبريل 2017 ص 210، تقرير أكتوبر 2015 ص 180، تقرير أبريل 2013 ص 161.

واعتبر الكثير من الاقتصاديين أن الولايات المتحدة الأمريكية تقترب أكثر فأكثر من الإفلاس التقني، وأن البيانات للمديرية تدل على أن عبء الفائدة الذي تتحمله يبلغ 1.6% من الناتج القومي الإجمالي أي ما يساوي 9.4% من الوارد الفيدرالي، وأنه مع حلول 2022، سيبلغ هذان المؤشران 2.7% و16% وفقاً لأكثر السيناريوهات تفاؤلاً لأن الأمور قد تسير بشكل أسوأ من المتوقع.

### ثالثاً: أزمة رفع سقف الدين الأمريكي:

**1 \_ تعريف رفع سقف الدين:** هو الحد الأقصى للدين العام الذي يسمح به الكونغرس<sup>1</sup>، وينص الدستور الأمريكي على أن الكونغرس هو صاحب الحق في تحديد قيمة الدين العام للولايات المتحدة، وقبل عام 1917 كان لا بد من موافقة الكونغرس على كل دورة اقتراض تقوم بها الخزانة الأمريكية، إلا أنه مع اشتراك الولايات المتحدة في الحرب العالمية الأولى ورغبة في إعطاء قدر أكبر من المرونة للخزانة في عملية الاقتراض دون الرجوع إلى الكونغرس في كل مرة، فقد تم في عام 1917 إدخال مفهوم سقف الدين Debt Ceiling، ويقصد بسقف الدين تحديد حد أقصى (سقف) لقيمة الدين العام الأمريكي، وطالما أن الدين العام الأمريكي لم يصل إلى هذا السقف فإن من حق الخزانة الأمريكية الاستمرار في عملية الاقتراض دون الرجوع إلى الكونغرس. بهذا الشكل تتوافر الحرية للخزانة الأمريكية في إطفاء وإصدار السندات طالما أنها لم تتجاوز السقف المحدد للدين، وقد مكن قانون رفع سقف الدين الولايات المتحدة بالفعل من دخول الحرب العالمية الثانية الأولى، من خلال تمكين الخزانة الأمريكية من إصدار سندات طويلة الأجل (سند الحرية).

كما يتمثل الحد الأقصى للمبلغ الإجمالي للسندات التي تصدرها الدولة، وطبقاً للمادة (1) بالقسم الثامن من دستور الولايات المتحدة الأمريكية، فإن الكونغرس الأمريكي صاحب السلطة الوحيدة في تحديد حد الاقتراض بموجب السندات التي يقوم بإصدارها لحساب الولايات المتحدة الأمريكية<sup>2</sup>.

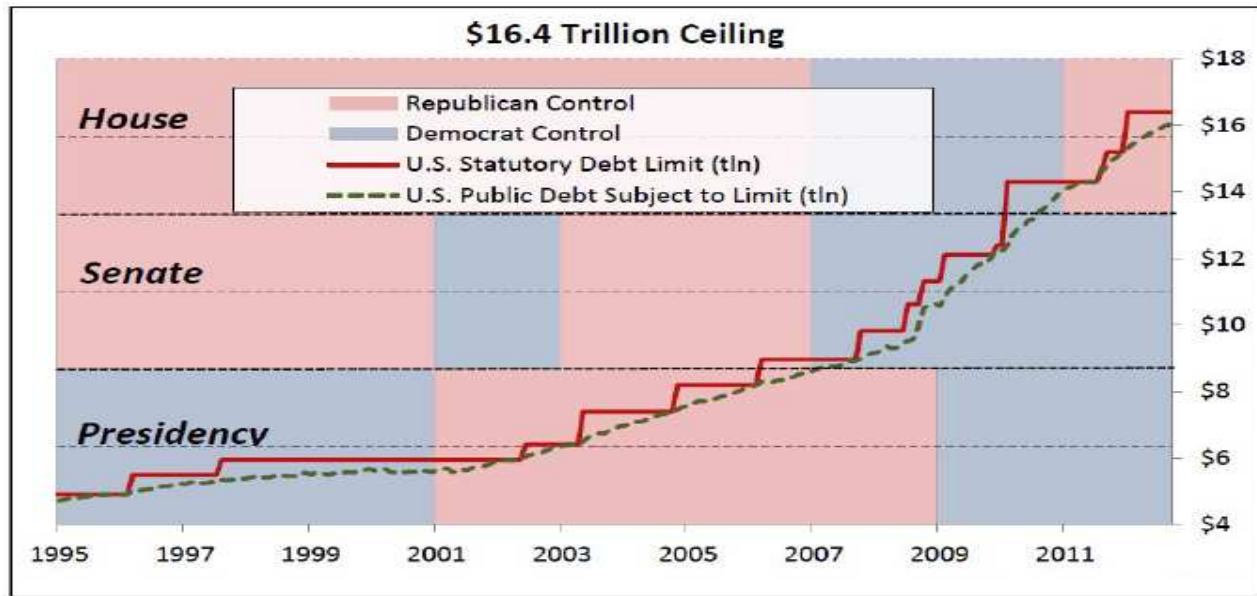
ومن هنا فإن رفع سقف الدين يعني زيادة إصدار الحكومة الفيدرالية للسندات وطرحها للبيع، لإنعاش حركة الاقتصاد الأمريكي، وسد العجز في الميزانية، فضلاً عن تمكين الولايات المتحدة من سداد ديونها المستحقة. وقد سمح الكونغرس الأمريكي برفع سقف الديون عشر مرات، وكانت أربع مرات في 2008 و2009. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل رقم (2 - 17):

<sup>1</sup> أنس علي القداح، *The U.S.'s Debt Ceiling Crisis And Budget Constraints Is October always Black in American*، بحث مقدم

لمؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، يومي 5 و6 ماي 2014، أكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، الأردن.

<sup>2</sup>Government Accountability Office, *The Debt Limit: History and Recent Increases*, September 8, 2010

الشكل رقم ( 2 - 17 ) رفع سقف الديون بين سنتي (1995 - 2011)



المصدر: أنس علي الفداح، **The U.S.'s Debt Ceiling Crisis And Budget Constraints Is October always Black in American**، بحث مقدم لمؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، يومي 5 و6 ماي 2014، أكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، الأردن. يتجدد النزاع حول سقف الديون كل عام كلما اقترب موعد لرفع هذا السقف تحت طائلة تخلف الإدارة الأميركية عن سداد التزاماتها المالية، وتكون مناسبة يحاول فيها كل من الحزبين الغريمين ممارسة ضغوط على الطرف الآخر لنيل تنازلات في الموازنة والإنفاق وهو ما حدث على النحو التالي:<sup>1</sup>

### ✓ أزمة 2011

انطلقت في أبريل 2011 أزمة الدين الأميركي عندما أدى الصراع السياسي في الكونغرس إلى إغلاق مؤسسات الحكومة الفدرالية بسبب عدم إقرار المؤسسة التشريعية لموازنة عام 2011، وكان هم الجمهوريين هو كيفية التغلب على عجز الموازنة الذي بلغ أعلى مستوياته في تاريخ البلاد وناهز 1.3 تريليون دولار. بالمقابل اقترح الديمقراطيون تقليص الإنفاق العسكري بنحو 1.7 مليار دولار لخفض العجز، في حين يريد الديمقراطيون تقليص الإنفاق بنحو 61 مليار دولار في مجالات بعينها ما عدا الدفاع، قبل أن يتفق الطرفان على تقليص بقيمة 81 مليار دولار في الإنفاق.

وبعد أيام من الاتفاق تفاقمت أزمة الدين بعدما خفضت مؤسسة ستاندرد أند بورز التصنيف الائتماني للدين الأميركي ما يعني فقدان واشنطن تصنيفها الممتاز (AAA) الذي يمكنها من الاقتراض بكلفة متدنية، وقد أحدث خفض التصنيف اضطرابا كبيرا في الأسواق الأميركية والعالمية.

وفي جويلية 2011 وصل الكونغرس إلى نفق مغلق ولم يتفق المشرعون على رفع سقف الدين، ودعت العديد من الأطراف إلى وقف إنفاق الحكومة الفدرالية باعتبارها أحسن وسيلة لمواجهة مأزق الكونغرس، إلا أن الكونغرس توصل

<sup>1</sup> موسوعة الجزيرة، أزمة الدين الأميركي، تاريخ الاطلاع تاريخ الاطلاع 2018/09/12

<http://www.aljazeera.net/encyclopedia/economy/2011/7/30/%D8%A3%D8%B2%D9%85%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%AF%D9%8A%D9%86-%D8%A7%D9%84%D8%A3%D9%85%D9%8A%D8%B1%D9%83%D9%8A>

في الشهر الموالي إلى اتفاق لرفع سقف الاستدانة مع تكليف لجنة عليا من المؤسسة التشريعية من الحزبين لتقديم مقترحات لخفض حجم الدين بنحو 1.5 تريليون دولار، إلا أنها أخفقت في مهمتها واستمرت أزمة الدين الأميركي إلى العام 2012.

### ✓ أزمة 2012

في هذا العام تزامن تصاعد أزمة الدين الأميركي مع الانتخابات الرئاسية، وعقب الانتخابات التي فاز فيها باراك أوباما بولاية ثانية استمرت الصعوبات القائمة في كيفية خفض عجز الموازنة واقتربت البلاد مما سمي المنحدر المالي. واستمر الشد والجذب إلى أن وافق الكونغرس في فيفري 2013 على إرجاء استحقاق سقف الدين حتى ماي، مانحا السياسة الأميركيين أكثر من ثلاثة أشهر للتوافق على الموازنة وتفاذي أزمة جديدة.

### ✓ أزمة 2013

في أكتوبر 2013 فاق حجم الدين الأميركي 17 تريليون دولار، وهو ما يفوق ما ينتجه الاقتصاد الأميركي في العام، ويشكل تفاقم أزمة الدين الأميركي خطورة على أكبر اقتصادات العالم حيث لا تستطيع البلاد الاستدانة من الأسواق المالية بأسعار فائدة منخفضة لأن المستثمرين يصبحون قلقين من احتمال عدم قدرة السلطات على سداد قروضها وتدخل في مرحلة تخلف عن السداد.

وكان سبب تجدد أزمة الدين في ذلك العام هو المعركة السياسية بين الديمقراطيين والجمهوريين حول طريقة تقليص حجم المديونية، فالديمقراطيون يرجعون تضخم الديون إلى التخفيضات الضريبية التي أقرت في عهد الرئيس جورج بوش الابن وإلى الأزمة المالية لعام 2008 إذ أسهم هذان العاملان في تقليص إيرادات الخزينة. ودافع الحزب الديمقراطي عن ضرورة زيادة تدابير التحفيز الاقتصادي عبر الإنفاق أو تقليص الضرائب على المستهلكين بهدف تحفيز الطلب الذي سيدفع بالاقتصاد إلى الخروج من دائرة الركود. بالمقابل دافع الجمهوريون عن إقرار المزيد من التخفيضات الضريبية لفائدة الشركات، لمساعدتها على زيادة استثماراتها وإحداث المزيد من الوظائف.

## 2 \_ أسباب أزمة الدين الأميركي<sup>1</sup>:

- السبب المباشر يعود إلى نمو النفقات العامة في الموازنة الاتحادية بدوافع سياسية وعسكرية بمعدلات مرتفعة ومتسارعة نسبة إلى الإيرادات العامة الاتحادية الممولة بشكل رئيس من الضرائب، وهو الأمر الذي بلغ العجز الكبير في الموازنة العامة ونموه بمعدلات مرتفعة منذ ستينات القرن الماضي ليصل هذا العجز إلى رقم هائل تقديره بحوالي 6.1 تريليون دولار في موازنة 2011 وليشكل أكثر من 10% من الناتج المحلي الإجمالي الأميركي للسنة نفسها، ثم تضخمت النفقات العامة في موازنة الولايات المتحدة الأمريكية لتصل إلى مستويات تاريخية بلغت ما يقارب 9.3 تريليون دولار وبنسبة 3.25% من الناتج المحلي الإجمالي لعام 2011 مقارنة مع نسبة 2.18 لعام 2000، علما أن الإنفاق العسكري كنسبة من إجمالي النفقات العامة بلغ 20.1% عام 2011 مقارنة 16.1% لعام 1999.

<sup>1</sup> جليل شيخان ضمّد، صفق الدين الأميركي والنظام العالمي، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 32 المجلد 8 نيسان 2013، ص ص 8 . 12.

- النتيجة المنطقية لنمو عجز الموازنة العامة هي نمو المديونية العامة أو الديون السيادية، وغالبا ما يتبادلان التأثير بالاتجاه نفسه، بل يمكن القول أن نمو المديونية غالبا ما يكون بنسب تفوق نسب نمو عجز الموازنة لأسباب تتعلق بعبء خدمة الدين العام، الأمر الذي يؤدي الى دخول الموازنة العامة فيما يسمى الحلقة المفرغة للمديونية، وبالتالي دخول الاقتصاد برمته في أزمات حادة ذات آثار اقتصادية واجتماعية وحتى سياسية كارثية مؤلمة مثل حالة اليونان وبعض الدول الأوروبية مثل إيطاليا وإسبانيا وإيرلندا وفرنسا وبريطانيا في الوقت التي تعاني من المثلث الرهيب الركود الاقتصادي والبطالة والتضخم. هذا ما لاحظناه ونلاحظه بشكل أكثر حدة في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث ترتب على العجز المتراكم في موازنتها العامة ونموه بمعدلات مرتفعة، ظهور الدين العام بشقيه الداخلي والخارجي ونموه بمعدلات غير مسبوقه تفوق القدرات الحقيقية لاقتصادها على خدمته وتسديده، والحتمية لتقليصه وبشكل جوهري تخفيض نفقاتها العامة وخاصة العسكرية.

3- على مستوى المتغيرات الكلية فإنه يمكن القول إن معدلات الاستهلاك والانفاق المحلي في الاقتصاد الأمريكي يتجاوز كثيرا قدرته الإنتاجية والمالية المتاحة كما تبينه المؤشرات، أو هذه الحالة غير الاعتيادية في الأنفاق لا يمكن تصورها إلا بتمويل غير اعتيادي، كما يستحيل استمرارها على المدى الطويل لأسباب تتعلق باستنفاد الموارد وإمكانات خدمة الدين.

وهذا ما حدث في حالة الولايات المتحدة التي استغلت اعتماد دولارها كعملة أساسية واحتياطي في النظام النقدي الدولي لتمويل أنفاقها غير الطبيعي بما يحقق مصالحها على حساب مصالح الدول الأخرى، وذلك عن طريق التمادي في اغراق العالم بالدولارات دون رصيد أو غطاء حقيقي سواء.

- السبب الرابع في النمو غير المسبوق للدين الأمريكي يرتبط بعامل آخر فضلا عن العوامل الأخرى التي أشرنا إليها أعلاه يتمثل بعدم كفاءة وفعالية السياسة الاقتصادية وبالتحديد السياسة المالية والنقدية التي أتبعتها وتبعتها الولايات المتحدة في إدارة اقتصادها، فالمحافظون الجدد طبقوا منذ عهد ريغان في بداية الثمانينات من القرن الماضي سياسات ما سمي بنظريات اقتصادات جانب العرض التي وقعت تحت تأثير مدرسة شيكاغو ونظريتها الجديدة في كمية النقود، التي تركز على السياسة النقدية وعلى حساب أضعاف السياسة المالية لضمان استمرارية النمو ومعالجة الركود الاقتصادي، أن الترجمة العملية لهذه السياسة تنفيذ ما سمي سياسة التيسير الكمي التي أعتمدها بنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي منذ عام 1987 القائمة على التوسع النقدي وبلا حدود عن طريق الاصدار النقدي الجديد الذي يعني المزيد من الدين العام وتراكمه لتمويل العجز المتراكم للموازنة العامة نتيجة النمو الهائل غير المنضبط للأنفاق الجاري العام وخاصة العسكري والأمني .

#### رابعا: تأثيرات الأزمة على الاقتصاد الأمريكي:

في ضل الأزمة واجهت الولايات المتحدة أحد الاحتمالين الاحتمال الأول، وهو أن تعلن الولايات المتحدة التخلف عن سداد التزاماتها نحو دينها العام، هذا الخيار سوف يكون خطيرا جدا ليس فقط للولايات المتحدة وإنما للعالم أجمع، ففي اللحظة التي ستعلن فيها الخزانة الأمريكية تخلفها عن السداد سوف تنهار البورصات في العالم ويصاب النظام المالي العالمي بأكبر صدمة مالية في التاريخ، سوف يصاحب هذا الاحتمال بالطبع أن تتم عملية تخفيض تصنيف الدين الأمريكي من باقي مؤسسات التصنيف الائتماني، أو ربما تتعرض أمريكا لتخفيضات متتالية لتصنيف الدين الأمريكي، ويفقد الدين الأمريكي بالتبعية خاصية أنه آمن الديون السيادية

في العالم اليوم، ومن الطبيعي أن يصاحب ذلك ارتفاع في تكلفة الاقتراض، حيث تقترض الولايات المتحدة حالياً بمعدلات فائدة منخفضة جداً، ما يعني أن احتمال إفلاس الولايات المتحدة صفر في المئة تقريباً، حيث تتوقف بعض الوظائف التي تقوم بها الحكومة بسبب عدم القدرة على الدفع.

الاتفاق على رفع سقف الدين الأمريكي وهو ما تم بالفعل إلا أنه ليس حلاً للأزمة ولكنه تأجيل لها، وهذا يعني أن العالم سوف يعايش تلك الأزمة بعد فترة قصيرة والسبب<sup>1</sup>:

\* إن عدم قدرة الحكومة الأمريكية على الوفاء بالتزاماتها الداخلية والخارجية سوف يضعف الدولار وبالتالي انخفاض قيمة احتياطات الدول المستثمرة أو في أصوله.

\* إن هذا سيشجع دولاً كثيرة على عدم إيداع احتياطاتها في البنوك الأمريكية، أو شراء أدوات الخزنة هناك.

\* ستعكس تلك الأزمة سالباً على الاقتصاد العالمي بدءاً بالبورصات ومروراً بالشركات وحركة التجارة الخارجية.

\* في مقدمة المتضررين أوروبا التي تعيش هي الأخرى أزمة اقتصادية خانقة ما سيعمق من أزمتها، وكذلك دول الخليج التي تربط عملتها بالدولار، وتحتفظ بأغلب احتياطاتها في البنوك وأذون الخزنة الأمريكية.

\* هذه الأزمة إن تعمقت وتفاقت سوف تؤدي إلى كساد كل من البترول والغاز نتيجة انخفاض الطلب عليهما.

\* من أسباب تفاقم انعكاسات الأزمة أيضاً أن أمريكا تتحكم بما يصل إلى 40% من حجم التجارة العالمية والدولار هو عملة التعاملات التجارية العالمية، حيث معظم الصفقات والتسعير والتممين بما في ذلك أسعار البترول والغاز يتم بالدولار.

كما تعرضت الولايات المتحدة الأمريكية لأول مرة في تاريخ لتخفيض تصنيفها الائتماني، حيث أعلنت وكالة ستاندرد & بورز في أغسطس 2011م -إحدى أهم شركات التصنيف الائتماني في العالم- تخفيضها لتصنيف الدين السيادي الأمريكي من درجة (AAA) إلى (AA+) أي بواقع درجة واحدة، ومن أبرز التداعيات السلبية لهذا الإجراء هو تناقص ثقة المستثمرين بالاقتصاد الأمريكي، كذلك زيادة المخاوف من ضعف استقرار المؤسسات المالية الأمريكية، ومن عدم قدرة الإدارة الأمريكية على تحقيق استقرار في ديناميكية الديون المتوسطة الأجل. فضلاً عن أن هذا التخفيض تسبب في زعزعة الثقة في كافة الخطط المالية بالاقتصاد الأمريكي.

إلا أنه في خضم الخلافات العميقة التي حدثت بين الحزبين أضربت الأسواق المالية في العالم، وتراجعت ثقة المستهلكين وقطاع الأعمال الأمريكي بصورة كبيرة، وارتفعت معدلات البطالة بسبب تراجع النمو في الوظائف في سوق العمل الأمريكي، وجاءت ثلاثة الأثافي عندما تم تخفيض تصنيف الدين الأمريكي من جانب مؤسسة ستاندارد آند بورز لأول مرة لتفقد الولايات المتحدة تصنيفها الممتاز لأول مرة في تاريخها.

أعلنت وكالة داجونج Dagong الصينية للتصنيف الائتماني، الخميس الماضي، أنها قامت بتخفيض التصنيف الائتماني للولايات المتحدة من التصنيف A إلى التصنيف A-، مع نظرة سلبية للمستقبل، تخفيض التصنيف وهذا على الرغم من قيام الكونجرس برفع سقف الدين الأمريكي وفتح أبواب الحكومة بشكل مؤقت، هذه هي المرة الثانية التي تقوم بها هذه الوكالة بخفض التصنيف الائتماني للولايات المتحدة، فقد قامت الوكالة بالإجراء نفسه في موقف مماثل في 2011

<sup>1</sup>جليل شيغان ضد، مرجع سابق ص 13.

بعد أزمة رفع سقف الدين. استندت الوكالة في قرارها إلى أن العوامل الأساسية وراء احتمالات توقف الولايات المتحدة عن خدمة ديونها ما زالت قائمة ولم تتغير، وأن السياسيين في الولايات المتحدة وضعوا اقتصاد العالم كله رهينة لأزمته، في إشارة إلى عدم المسؤولية الاستثنائية التي يتصف بها بعض السياسيين الأمريكيين المستعدين للمخاطرة باقتصاد العالم في سبيل تحقيق مآربهم الحزبية الضيقة.<sup>1</sup>

### المبحث الثالث: أزمة الديون السيادية في بقية الدول المتقدمة

#### المطلب الأول: أزمة الديون السيادية في اليابان<sup>2</sup>:

تعد اليابان من أكبر وأغني اقتصاديات العالم، كما أنها تصنف كالثالث أكبر اقتصاد في العالم. وهي تساهم مساهمة فعالة في تحقيق النمو والاستقرار الاقتصادي على المستوى الإقليمي، وتستحوذ اليابان على حوالي 9% من الناتج الإجمالي العالمي، حيث يقدر الناتج الإجمالي الياباني بحوالي 5.5 تريليون دولار، كما تستحوذ على ما يقرب من 50% من حجم التجارة الإقليمية مع الدول المجاورة، وتمتلك اليابان قاعدة صناعية متطورة جعلتها من أكبر الدول مساهمة في تحقيق قيم صناعية مضافة من خلال سلاسل القيمة لإنتاجها الصناعي، بجانب كونها مصدر هام للصادرات في المنطقة الآسيوية.

ولم تكن اليابان أحسن حالا عن غيرها من دول العالم المتقدم، فقد انتابت اليابان العديد من الأزمات في عام 2011 بما تسبب لها في خسائر كبيرة، وذلك بداية من الهزة الأرضية التي ضربت أراضيها في الحادي عشر من شهر مارس 2011 والذي أعقبه إعصار تسونامي، وكذا الأزمة النووية بعد الانفجار الهائل واحترق محطة فوكوشيما، وجراء تلك الأزمات تكبدت اليابان خسائر بالغة على المستوى المادي والبشري، فقد تراوحت قيمة خسائرها المادية من 195 – 305 مليار دولار، وعلى المستوى البشري فقد وصل عدد الوفيات ما يزيد عن 27 ألف شخص، أما المنازل المهدامة، فقد بلغ عددها 202 ألف منزل علاوة على التلوث الإشعاعي، وانخفاض في الطاقة الكهربائية، والأضرار البالغة التي انتابت البنية التحتية والمنازل والمصانع، وغيرها.

ولقد امتدت تداعيات أزمة اليابان من النطاق الإقليمي إلى النطاق العالمي، مثيرة المخاوف حول مدي تأثيرها على اقتصاديات البلدان الأخرى، وعلى الاقتصاد العالمي للكل.

تشير المؤشرات إلى حدوث انخفاض في مؤشرات الاقتصاد الياباني لعام 2011م، فطبقاً لأخر الإحصائيات من المتوقع بانتهاء عام 2011م أن ينخفض الناتج الإجمالي بها بنسبة 0.47%، كما سيسجل صافي الصادرات عجزاً بمقدار 0.7%. أيضاً سيتوقف الطلب المحلي عن النمو، وذلك كما هو موضح بالجدول (2-15)، وبالنظر لتلك النسب من الملاحظ أنها قد لا تتناسب مع حجم الخسائر الواقعة باليابان، غير أن لوقوع الأحداث في خلال شهر مارس ساهم في تقليل حجم نسب ومعدلات التغيير.

<sup>1</sup> إبراهيم السقا، الصين تخفض التصنيف الائتماني لأمريكا، مجلة الاقتصادية الإلكترونية، السعودية، 2017/12/12.

[http://www.aleqt.com/2013/10/21/article\\_794252.html](http://www.aleqt.com/2013/10/21/article_794252.html)

<sup>2</sup> الغرفة التجارية الصناعية بالرياض، الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوروبية، مرجع سابق، ص ص 25 . 27.



الجدول (2-15) المؤشرات الاقتصادية للاقتصاد الياباني (2010-2012) (نسب نمو %)

2012	2011	2010	البيان
2.3	0.47-	4.0	الناتج المحلي الاجمالي
2.5	0.0	2.2	إجمالي الطلب المحلي
0.4	0.7-	1.8	صافي الصادرات
0.0	0.1	0.7-	معدل التضخم
2.9	2.5	3.6	ميزان الحسابات الجارية
9.1-	10.5-	9.6-	الميزانية العمومية

Source: The International Monetary Fund (IMF), World Economic Outlook Database, September 2011.

الجدول (2-16) أرصدة المالية العامة والدين لدى الحكومة العامة

2016*	2015*	2014	2013	2012	2011	2010	2009	متوسط (97-06)	السنوات
-6.4	-7.2	-8.4	-8.7	-9.8	-9.3	-10.4	-4.1	-5.8	صافي الاقراض
-1.0	-1.4	-2.1	-3.1	-3.9	-3.1	-7.1	-1.4	-1.1	فجوة الناتج
-6.1	-6.9	-7.8	-7.6	-8.3	-7.8	-7.4	-3.5	-5.5	الرصيد الهيكلي
137.1	137.1	134.1	129.5	127.3	113.1	106.2	90.3	70.0	صافي الدين
243.1	243.5	243.2	237.3	229.8	216.0	210.2	191.8	162.4	اجمالي الدين

\*الأرقام تقديرية

المصدر: صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي، أبريل 2014، التعافي يكتسب قوة لكنه يضل متفاو.ص192.  
<https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-flagship.../2014/01/.../texta.ashx>  
 على الرغم من أن تأثير أزمة اليابان على الاقتصاد العالمي لم تكن بالوضوح والتأثير الملموس بشكل جيد مقارنة بغيرها من الأزمات التي حدثت بالاقتصاد العالمي هذا العام، إلا إن هناك العديد من التداعيات والتي قد يظهر تأثيرها على المدى المتوسط، والتي من أهمها ما يلي:

- نظرا لتباطؤ الإنتاج في اليابان، فإن العالم سيواجه نقصا في المنتجات عالية التكنولوجيا مثل السيارات والأجهزة الالكترونية، باعتبار اليابان أكبر دولة مصدرة لتلك المنتجات، كما تتميز منتجاتها بجودة عالية، وقوة شرائية مرتفعة.

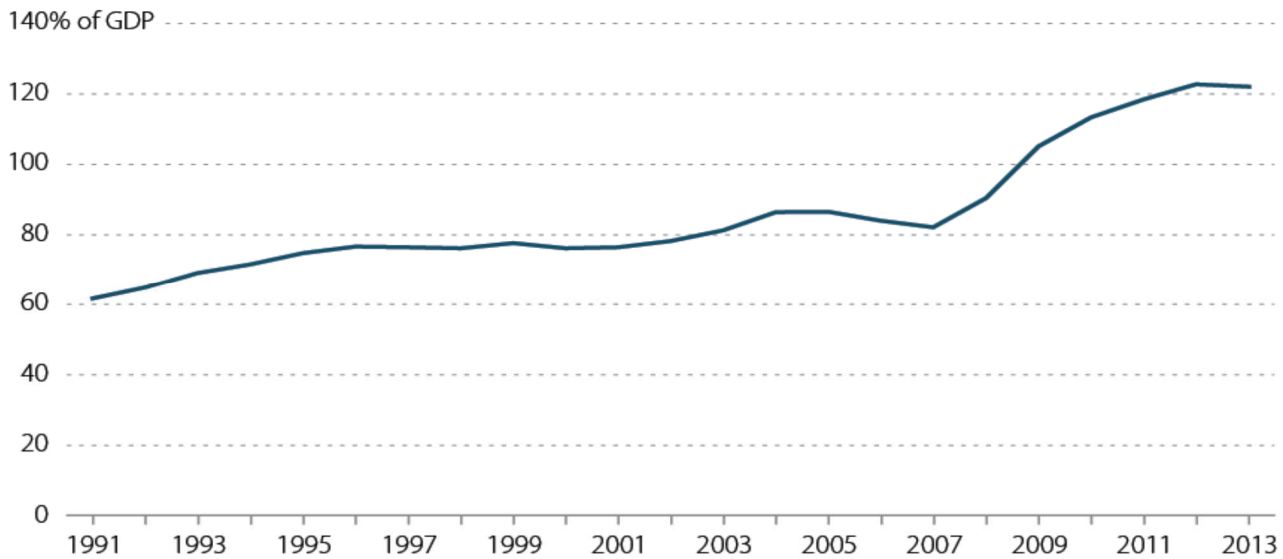
- تصدر اليابان المرتبة الثانية في استهلاكها من النفط بعد الولايات المتحدة وبمعدل 4.4 مليون برميل يوميا وتليها الهند في المرتبة الثالثة. وتعتمد اليابان على الخارج لاستيراد ما يصل إلى حوالي 85% من احتياجاتها النفطية، مما يعني أن ما يزيد عن 3.740 مليون برميل يومي تستورده اليابان من دول أجنبية، والتي على رأسها دول الخليج العربي.
- إن تنامي الطلب المحلي الياباني (الحالي والمتوقع لاحقا) تلبية لمتطلبات عمليات إعادة البناء ودفع دوران العجلة الاقتصادية وبكامل قوتها وسرعتها، سيسهم بما لا يدعو مجالاً للشك في تزايد الطلب على النفط وزيادة كميات استيراده، مما سيؤدي بدوره إلى المزيد من التضخم والارتفاع في أسعار النفط. والزيادة في أسعار النفط والتي من المحتمل أن تتزامن مع ارتفاع أسعار المواد الغذائية والمنتجات الصناعية، وخصوصا المستوردة من قبل العديد من الدول، وعلى رأسها دول شرق آسيا والدول الأوروبية ستؤدي إلى المزيد من التأثيرات السلبية والمالية على مختلف شرائح الإنتاج والبضائع والخدمات. الأمر الذي يتوقع أن يساهم في إحداث تأثير سلبي على عجلة النمو العالمي عموما ونسب النمو المقدر والمستهدفة، مما يعني وجوب قيام الدول المنتجة للنفط وخصوصا دول منظمة أوبك بزيادة الإنتاج ورفع مستويات غير مسبوقة قد تصل إلى زيادة لا تقل عن 10-15% من المستويات الحالية لمواجهة الطلب العالمي والحد من ارتفاع الأسعار للبرميل الواحد من النفط.

### المطلب الثاني: الديون السيادية في الدول السبع الكبرى G-7

في العديد من الاقتصادات المتقدمة، والأزمة المالية العالمية في 2008-2009 والتي تلت ذلك الركود أسفرت حزم كبيرة من الحوافز المالية، وتأميم ديون القطاع الخاص، التي تفرض ضرائب أقل الإيرادات، وارتفاع الإنفاق الحكومي. وقد أدت هذه العوامل إلى عجز كبير في الميزانية وزيادة الاقتراض من جانب الحكومات من أسواق رأس المال لتمويل هذا العجز يدل على الزيادة السريعة في الدين العام كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي في الكبرى G-7 الاقتصادات (كندا، فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، اليابان، المملكة المتحدة، والولايات المتحدة) التالية الأزمة المالية. بالنسبة للاقتصادات G-7 وارتفعت الديون السيادية من 84% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2006 إلى المتوقع 121% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2013.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Rebecca M. Nelson, **Sovereign Debt in Advanced Economies: Overview and Issues for Congress**, October 28, Congressional Research Service, 2013, p3. <https://fas.org/sgp/crs/misc/R41838.pdf>

الشكل رقم (2 - 18) الدين العام كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي في الكبرى G-7 الاقتصادات  
(كندا، فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، اليابان، المملكة المتحدة، والولايات المتحدة)



Source : Raymond J. Ahearn, op. cit , p10

وشكلت المصاعب الاقتصادية لدى العديد من الاقتصادات المتقدمة عاملاً رئيسياً لتباطؤ نمو الاقتصاد الدول يتعد المصاعب الاقتصادية لدى العديد من الدول المتقدمة عاملاً رئيسياً في تباطؤ النمو على المستوى الدولي، حيث أغلب الاقتصادات المتقدمة من مشاكل تعد من بقايا الأزمات المالية الدولية، تباطؤاً في هذا السياق النمو لدى الولايات المتحدة بصورة ملحوظة خلال عام 2011 ، وتباطؤاً النمو بشدة في منطقة اليورو منذ بداية عام 2011 ، وانهايار الثقة وفقاً لما عكسته العديد من المؤشرات والمعايير المتنوعة المعنية بالمعنويات الاقتصادية أدت إلى المزيد من الإبطاء، وقد هدد بحالة من الركود، عانت اليابان من حالة ركود اقتصادي أخري خلال النصف الأول من عام 2011 كنتيجة رئيسية للكارثة الناتجة عن زلزال شهر مارس من نفس السنة، وإن لم يكن السبب الوحيد لذلك.<sup>1</sup>

وتشير الاحصائيات إلى ارتفاع الدين العام في بريطانيا بشكل كبير حيث إرتفع إجمالي الدين من 40.6% من الناتج المحلي الإجمالي بين سنتي (1997 - 2006) إلى 65.8% سنة 2008 واستمر بالارتفاع خلال فترة الأزمة ليصل إلى 85.8% سنة 2012.

كما تراجع معدل نمو الناتج ليلغ 0.2% خلال عام 2012 مقابل 0.9% و 1.8% خلال عامي 2011 و2010 على الترتيب. وقد جاء تراجع أداء الاقتصاد البريطاني بصورة مباشرة من جراء الخطة التقشفية شديدة الصرامة التي اتبعتها الحكومة البريطانية، والتي قلصت من مستويات الإنفاق، وأدت إلى تراجع مستويات الطلب المحلي وارتفاع معدلات البطالة. هذا إلى جانب التأثيرات السلبية غير المباشرة على الاقتصاد البريطاني، والمتمثلة في الأوضاع الاقتصادية السيئة التي يواجهها الشريك التجاري الأول وهو منطقة اليورو، حيث أدت هذه التأثيرات إلى تراجع الصادرات البريطانية بصورة كبيرة.

<sup>1</sup>حالة وآفاق الاقتصاد العالمي 2012، مرجع سابق، ص4.

الجدول (2-17) أرصدة المالية العامة والدين لدى الحكومة العامة للبريطانيا

*2016	*2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	متوسط (06-97)	السنوات
-2.8	-4.2	-5.7	-5.7	-7.8	-7.6	-9.7	-10.8	-1.5	صافي الاقراض
-0.4	-0.7-	-1.4	-2.7	-3.0	-2.5	-1.9	-2.2	-6.5	فجوة الناتج
-2.4	-3.6	-4.3	-3.6	-5.6	-5.8	-8.0	-9.7	-2.5	الرصيد الميكلي
79.5	80.3	80.9	78.7	77.1	73.4	69.1	58.8	36.2	صافي الدين
88.0	88.9	89.4	87.3	85.8	81.8	76.4	65.8	40.6	اجمالي الدين

\*الأرقام تقديرية

المصدر: صندوق النقد الدولي، التعافي يكتسب قوة لكنه يظل متفاوت، مرجع سابق، ص 192.

خلاصة الفصل:

إن ما يمكن استخلاصه من هذا الفصل الثاني مايلي:

- ✓ حجم أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو حيث مست معظم دول العملة الموحدة بما فيها القوية اقتصادية مثل إيطاليا واسبانية، وهددت بانهار أكبر تكتل اقتصادي ونقدي على المستوى الدولي.
- ✓ التباين الكبير بين اقتصاديات دول منطقة اليورو وكذا عدم وجود سياسيات مالية موحدة مرفقة بالوحدة النقدية شكل أهم أسباب تفاقم الازمة وانتشارها داخل دول المنطقة.
- ✓ ضعف آليات الرقابة والفساد الإداري والمالية وعدم الالتزام بمعاهدة ماستريخت أدى إلى ارتفاع حجم الديون السيادية في منطقة اليورو بالشكل وبالتالي حدوث الازمة.
- ✓ لم تعد أزمة الديون السيادية محصورة في الدول المتخلفة أو النامية بلى وحتى الدول المتقدمة الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الاوربية واليابان حيث تصل حجم الديون السيادية إلى أرقام تهدد باندلاع أزمة مالية عالمية أكبر من أزمة الرهن العقاري.
- ✓ تدهور مؤشرات الاقتصاد الكلي يعد لأهم معلم أو محددات الازمة في منطقة اليورو بالخصوص والعالم عموماً.
- ✓ شكلت كل من ارتفاع معدلات الدين العام وانخفاض معدلات النمو وارتفاع معدلات التضخم والبطالة وكذا انخفاض التصنيف الائتماني وسياسات ضخ النقود أبرز معالم أزمة الديون السيادية في الدول المتقدمة.
- ✓ عدم وجود آلية دولية موحدة لمواجهة الأزمات المالية العالمية.
- ✓ الاعتماد على الأساليب الكمية في معالجة الازمات المالية من خلال ضخ الأموال في البنوك والاقتصاد.
- ✓ التداخل بين السياسة المالية والنقدية ودورها في مواجهة الازمات المالية والتي ظهرت بشكل واضح من خلال عجز العديد من الدول داخل منظومة اليورو من اتخاذ أي اجراء نقدي لتخفيف الازمة بسبب ربطها بالبنك المركزي الأوربي
- ✓ تأثير أزمة الديون السيادية على جميع المجالات الاقتصادية وتحديد معدلات النمو والبطالة والتضخم.

الفصل الثالث  
أسعار الصرف العالمية  
والعملات الإرتكازية

تمهيد:

أصبح الاهتمام في الأدبيات الاقتصادية بدراسة الظواهر النقدية من أهم الانشغالات التي تركز عليها المؤسسات والحكومات، وهذا يعود لمكانة وأهمية المتغيرات النقدية في دفع الحركة الاقتصادية، وعلى هذا المنحى، فإن هذه الحقيقة تصدق على موضوع الصرف باعتباره ظاهرة مشتقة من الظواهر النقدية، فهو يتسم بخصوصياته وتعقيداته التي تفعل فعلها في التأثير على المنهج المعتمد لطرق وتشخيص هذا الموضوع ومحاوله الدراية بأهم تداعياته.

كما إن التغيرات الواسعة التي تم ملاحظتها بعد نظام بروتن وودز والانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام الصرف العائم، أدى بظهور تحاليل مالية لسوق بغرض فهم أو شرح التقلبات التي طرأت على أسعار الصرف، وبالتالي كان انهمار نظام قاعدة الذهب سببا في تدخل الدولة في الاقتصاد بصفة عامة وحتم عليها القيام بتنظيم سعر الصرف إلى موازنة قيمة العملة والحفاظ على سعر صرفها عند مستوى معين لضمان المحافظة على حالة ميزان المدفوعات الخارجي.

كما حاولت العديد من النظريات الاقتصادية تفسير اختلافات أسعار بين الدول، مبينة مدى تأثير سعر الصرف على الاستقرار الاقتصادي، وبالتالي اختلفت الآراء والنظريات في تفسيره وتحديد مؤثراته على المدى الطويل والقصير. ويشكل سعر صرف العملات الإرتكازية وتحديد اليورو والدولار المقياس الذي يعتمد عليه في الكثير من الدول لمعرفة مدى قوة ومثانة اقتصادها، وهنا تكمن أهمية البحث عن معرفة مدى استقرارها والعوامل المتحكمة فيها.

وعليه سيتم تناول هذا الفصل من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول: المدخل إلى سعر الصرف.
- المبحث الثاني: تطور أنظمة أسعار الصرف والنظام النقدي الدولي العالمي.
- المبحث الثالث: سياسات سعر الصرف.
- المبحث الرابع: أسواق الصرف الأجنبية وعملياتها.
- المبحث الخامس: هجمات المضاربة والأزمات المصرفية العالمية.
- المبحث السادس: العملات الإرتكازية (المفهوم والوظائف)

المبحث الأول: المدخل إلى سعر الصرف.

المطلب الأول: تعريف سعر الصرف أشكاله وخصائصه.

الصرف هو عبارة عن عملية تظهر عندما يتم تبادل مختلف العملات فيما بينها، فكل دولة لها عملتها الخاصة تستعمل في عمليات الدفع الداخلية، وتظهر الضرورة إلى استعمال العملات الخارجية عندما تقوم علاقات تجارية أو مالية بين شركات تعمل داخل الوطن مع شركات تعمل خارجه، وتحتاج الشركات المستوردة إلى عملة البلد المصدر لتسديد السلع المستوردة، وتضطر بذلك إلى الذهاب إلى سوق الصرف لشراء عملة البلد المصدر كي تتم هذه العملية، وفي الواقع ليست الشركات التي تقوم بالتجارة مع الخارج هي فقط التي تحتاج العملات الدولية بل كل شخص ينتقل إلى خارج البلد الذي يقيم فيه يحتاج إلى عملات الدول التي يود الذهاب إليها ولو كان سائحا، ويجد نفسه حينئذ مضطرا للقيام بعمليات الصرف<sup>1</sup>.

أولا: تعريف سعر الصرف.

يعرف سعر الصرف على أنه عدد الوحدات التي يجب دفعها من عملة معينة للحصول على وحدة من عملة أخرى<sup>2</sup>. أي عدد الوحدات من عملة الأجنبية اللازمة للحصول على وحدة من العملة المحلية<sup>3</sup>، وبالتالي فهو النسبة أو سعر مبادلة عملة ما بعملة أخرى، وهكذا تعد إحدى العمليتين سلعة في حين تعتبر الأخرى السعر النقدي لها. كما يعرف بأنه النسبة التي يتم على أساسها مبادلة الوحدات النقدية الوطنية بالوحدات النقدية الأجنبية في وقت معلوم، ونقصد بالعملة الأجنبية هنا كافة الودائع والاعتمادات والمدفوعات المستحقة بعملة ما إضافة إلى الحوالات والشيكات السياحية والكمبيالات<sup>4</sup>.

كما يمثل سعر الصرف أداة الربط بين الاقتصاد المحلي وباقي الاقتصاديات، فضلا عن كونه وسيلة هامة للتأثير على تخصيص الموارد بين القطاعات الاقتصادية وعلى ربحية الصناعات التصديرية وتكلفة الموارد المستوردة، ومن ذلك على التضخم والنتاج المحلي والعمالة، وهو بالإضافة إلى ذلك يربط بين أسعار السلع في الاقتصاد المحلي وأسعارها في السوق العالمية، فالسعر العالمي والسعر المحلي للسلعة مرتبطان من خلال سعر الصرف<sup>5</sup>.

كما يعتبر الحصول على العملة الأجنبية بمثابة حيازة ائتمان اتجاه البلد المعني، ويعتبر الفرد المتحصل على العملة الأجنبية بأنه دائن لذلك البلد بقيمة ما مجوزته من وحدات نقدية<sup>6</sup>، وفي الواقع هناك طريقتان لتسعير العملات وهما التسعير المباشر والتسعير غير المباشر:

**التسعير المباشر:** هو عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الوطنية، وقليل من الدول تستعمل هذه الطريقة من بينها بريطانيا العظمى.

<sup>1</sup>طرش الطاهر، تقنيات البنوك، الطبعة السادسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007، ص95.

<sup>2</sup> الطاهر قانة، اقتصاديات صرف النقود والعملات، دار الخلدونية، الجزائر، 2009، ص10.

<sup>3</sup> Philippe Avoyo, *Finance Appliquée*, DUNOD, Paris, 1993, p53.

<sup>4</sup> عرفان تقي الحسيني، مرجع سابق، ص 148.

<sup>5</sup> قدي عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص 103

<sup>6</sup> Alain sians, *monnaie et finance*. éditions A de Boeck : Bruxelles, 1981 p237.



التسعير غير المباشر: هو عدد الوحدات من العملة الوطنية الواجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية، معظم الدول في العالم تستعمل هذه الطريقة بما في ذلك الجزائر.

### ثانيا: أشكال سعر الصرف

**1 \_ سعر الصرف الاسمي:** يعرف سعر الصرف الاسمي بأنه السعر الذي يقيس العملة المحلية بدلالة قيم العملات الأخرى خلال فترة زمنية دون إبراز القوة الشرائية للعملة، فهو مؤشر يقوم بدور المقياس الذي يعكس متوسط حصيلة التقلبات في قيم العملات الأخرى بالنسبة لعملة معينة<sup>1</sup>.

حيث يتم تحديد سعر الصرف الاسمي لعملة ما تبعا للطلب والعرض عليها في سوق الصرف في لحظة زمنية ما ولهذا يمكن لسعر الصرف أن يتغير تبعا لتغير الطلب والعرض، وبدلالة نظام الصرف المعتمد في البلد، فارتفاع سعر عملة ما يؤثر على الامتياز بالنسبة للعملات الأخرى<sup>2</sup>.

كما يعرف سعر الصرف الاسمي الثنائي على أنه سعر عملة أجنبية بدلالة وحدات عملة محلية، ويعكس هذا التعريف حساب العملة المحلية بدلالة وحدات من العملة الأجنبية، والمقصود بهذا التعريف هو سعر الصرف الاسمي، أي سعر العملة الجاري والذي لا يأخذ بعين الاعتبار قوتها الشرائية من سلع وخدمات ما بين البلدين<sup>3</sup>. وينقسم سعر الصرف الاسمي إلى سعر صرف رسمي، أي المعمول به في المبادلات الجارية الرسمية وسعر صرف موازي، والمعمول به في الأسواق الموازية، وهذا يعني إمكانية وجود أكثر من سعر صرف اسمي في نفس الوقت لنفس العملة في نفس البلد.

### 2 \_ سعر الصرف الحقيقي:

يعبر سعر الصرف الحقيقي عن الوحدات من السلع الأجنبية لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، وبالتالي يقيس القدرة على المنافسة، ويفيد المتعاملين الاقتصاديين في اتخاذ قراراتهم<sup>4</sup>، إذ يعتبر مؤشرا تجاريا مرجحا يجمع بين كل من تقلبات سعر الصرف الاسمي، وتفاضل معدلات التضخم التي تقاس بواسطة مقارنة تكلفة وحدة العمل في الإنتاج الصناعي بعد إدخال التسويات اللازمة<sup>5</sup>.

وكلما كان سعر الصرف الحقيقي قريب من سعر الصرف الاسمي، كلما كان معدل التضخم منخفض، كما أنه يفيد المتعاملين الإقتصاديين في اتخاذ قراراتهم ويتم حساب سعر الصرف الحقيقي وفق المعادلة التالية<sup>6</sup>:

$$p^*/er = ep$$

حيث

P: سعر المنتج المحلي بالعملة الوطنية .

<sup>1</sup> عطون مروان، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال) أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية ص07.

<sup>2</sup> عبد المجيد قدي المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية (دراسة تحليلية تقييمية)، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003، ص 103.

<sup>3</sup> بلقاسم العباس، سياسات أسعار الصرف، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد23، نوفمبر2003، ص02.

<sup>4</sup> عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص 104.

<sup>5</sup> عطون مروان، مرجع سابق، ص07.

<sup>6</sup> بلقاسم العباس، مرجع سابق، ص 02 .

$P^*$ : سعر المنتج الأجنبي بالعملة الأجنبية .

$e$  : سعر الصرف الاسمي .

كما يعرف سعر الصرف الحقيقي التوازني: السعر النسبي للسلع القابلة للتبادل التجاري مقابل السلع غير القابلة للتبادل التجاري الذي يترتب عليه توازن في الاقتصاد المحلي (التوازن الداخلي) وتوازن في المعاملات الخارجية (التوازن الخارجي) في آن واحد.<sup>1</sup>

### 3 \_ سعر الصرف الفعلي

يعرف سعر الصرف الفعلي بأنه عدد وحدات العملة المحلية المدفوعة فعلياً أو المقبوضة لقاء معاملة دولية قيمتها وحدة واحدة وبما أن المعاملات المختلفة تخضع لضرائب أو لتدابير أخرى مختلفة، فمن الواضح أنه لا يوجد سعر صرف فعلي واحد.<sup>2</sup> وبالتالي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية ما، فمؤشر سعر الصرف الفعلي يساوي متوسط عدة أسعار صرف ثنائية وهو يدل على مدى تحسن أو تطور عملة بلد ما بالنسبة لمجموعة أو سلة من العملات الأخرى.<sup>3</sup>

كما إن إمكانية اختلاف عدة عوامل مثل سنة الأساس وقائمة البلدان المتعامل معها والأوزان المعتمدة في تكوين السلة يؤدي إلى اختلاف في قيمة سعر الصرف الفعلي،<sup>4</sup> ويوجد هناك سعر صرف فعلي للصادرات وآخر للواردات.

**\_ سعر الصرف الفعلي للصادرات:** هو عدد وحدات العملة المحلية الممكن الحصول عليها لقاء ما تبلغ قيمته دولاراً واحداً من الصادرات،<sup>5</sup> بشرط أن تؤخذ بعين الاعتبار رسوم التصدير والإعانات المالية والرسوم الإضافية وأسعار الصرف الخاصة والإعانات الخاصة بعوامل الإنتاج المتضمنة في الصادرات وغير ذلك من التدابير المالية والضريبية التي تؤثر في سعر الصادرات.

**- سعر الصرف الفعلي للواردات:** هو عدد وحدات العملة المحلية التي تدفع مقابل ما قيمته دولاراً واحداً من الواردات، على أن تؤخذ في الاعتبار التعريفات الجمركية والرسوم الإضافية والفائدة على ودائع الاستيراد وغيرها من التدابير التي تؤثر في سعر الواردات.

### 4 \_ سعر الصرف التوازني:

هو سعر الصرف الذي يتناسق مع التوازن الاقتصادي الكلي، أي أن سعر الصرف التوازني يمثل توازن مستديم لميزان المدفوعات عندما يكون الاقتصاد ينمو بمعدل طبيعي، فهو بالتالي سعر الصرف الذي يسود في بيئة اقتصادية غير مختلفة، إن الصدمات الاسمية (النقدية) المؤقتة تؤثر على سعر الصرف الحقيقي وتبعده عن مستواه التوازني، بالإضافة إلى أن الصدمات الحقيقية تؤثر على المستوى التوازني، ولهذا فإنه ومن الضروري تحديد هذا المستوى التوازني ومن ثم تفسير مجراه ويعتمد تحديده على معرفة كيفية تغير سعر الصرف الحر مع تغيرات الوضع الاقتصادي.

<sup>1</sup>مصطفى بابكر، سياسات سعر الصرف، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، ص 84.

[http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2007/24\\_C30-4.pdf](http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2007/24_C30-4.pdf)

<sup>2</sup>حميدات محمد، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص 76.

<sup>3</sup> قدي عبد الحميد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، مرجع سابق، 2005، ص 104.

<sup>4</sup> بلقاسم العباس، مرجع سابق، ص 02 .04.

<sup>5</sup> حميدات محمد، مرجع سابق، ص 76.

## 5 \_ سعر الصرف الفوري وسعر الصرف لأجل:

\_ **سعر الصرف العاجل:** يعرف سعر الصرف العاجل بأنه سعر الصرف الأجنبي المطبق في عمليات الشراء والبيع للعملات الأجنبية، مقابل التسليم في الحال.

فسعر الصرف العاجل هو الأساس لكل المعاملات المالية الخاصة بتجارة الصرف الأجنبي وتتم الصفقات باستخدام تاريخ التسوية الفورية، وهذا يعني إن العملية سيتم تسويتها بعد مضي يومين من إبرام الصفقة.<sup>1</sup> يقصد بسعر الصرف الفوري (السعر الحالي أو الجاري) ذلك السعر الذي يخص التعامل بالصرف الأجنبي بمبادلة العملات أو تسليمها فوراً وكأقصى تقدير يومين من تاريخ الاتفاق على العملية، مطبقين سعر الصرف السائد لحظة إبرام العقد وهو يتغير باستمرار خلال اليوم تبعاً لعرض العملات والطلب عليها، ويقوم وكلاء الصرف بإعلام زبائنهم بهذه الأسعار والسهر على تنفيذ أوامرهم فيما يتعلق بإجراء عمليات الصرف.<sup>2</sup>

ويشترط ألا يتزامن تاريخ تسوية الصفقة يوم عطلة بنوك في أي من بلدي العملتين كما لا يمكن أن تتم التسوية إذا وافق تاريخها يوم عطلة في نيويورك حتى وإن كان الدولار غير متضمن في الصفقة، وذلك لأن العملات تسعر مقابل الدولار، واعتباراً لتعدد أيام العطل في بعض البلدان، فإن تاريخ تسوية الصفقات العاجلة قد يمتد إلى أسبوع من تاريخ إبرام الصفقة، كما أن سعر الصرف يتغير باستمرار خلال اليوم تبعاً لعرض العملات والطلب عليها، وهناك سعران للصرف سعر الشراء وسعر البيع:

✓ **سعر الشراء:** عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يدفعها البنك لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية.

✓ **سعر البيع:** عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يطلبها البنك لبيع وحدة واحدة من العملة الأجنبية، يكون سعر البيع دوماً أكبر من سعر الشراء، ويمثل الفرق بينهما هامش البنك.

\_ **سعر الصرف الآجل:** يعرف سعر الصرف الآجل لعملة ما بأنه السعر الذي يتم على أساسه بيع أو شراء عملة ما في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام عقد الصفقة، ويتم تحديد هذا السعر وتاريخ التسليم ومبالغ العملتين موضوع التعامل في نفس تاريخ إبرام عقد الصفقة<sup>3</sup>. وهو ببساطة سعر الصرف الفوري (العاجل) السائد وقت إبرام الصفقة مضافاً إليه فرق سعري الفائدة السائدين في الأسواق النقدية الدولية على العملتين موضوع التبادل، أي أن الفرق بين السعر العاجل والسعر الآجل هو الفرق بين سعري الفائدة على العملتين، ومنه يمكن احتساب سعر الصرف الآجل من اليوم الأول لتحرير عقد الصرف الآجل استناداً إلى العناصر التالية:

- سعر الصرف العاجل السائد في السوق في تاريخ إبرام عقد الصفقة.
- سعر الفائدة الذي يدفعه العميل إذا ما اقترض العملة المبيعة التي سيتم السداد بها عند استحقاق العقد الآجل.
- سعر الفائدة الذي يحصل عليه العميل إذا ما أودع قيمة العملة المشتراة في وديعة ثابتة.
- فترة العقد الآجل.

<sup>1</sup> صادق مدحت، مرجع سابق، ص 146.

<sup>2</sup> الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية بن عكنون، 2003، الطبعة الثالثة، ص 9.

<sup>3</sup> صادق مدحت، مرجع سابق، ص 148.

المطلب الثاني: وظائف سعر الصرف والعوامل المتحكمة فيه:

أولاً: وظائف سعر الصرف: تتجلى وظائف سعر الصرف في:

- 1\_ وظيفة قياسية: سعر الصرف يشكل قاعدة مهمة لقياس الفاعلية المباشرة للتجارة الخارجية أو بالأحرى لعمليات تجارية معينة، فعن طريقه تجد الأسعار العالمية - باعتبارها تجسيدا للقيمة الدولية للبضائع - تعبيرها النقدي بعملات وطنية، حيث يعتمد المنتجون المحليين على سعر الصرف لغرض قياس ومقارنة الأسعار المحلية لسلمة معينة من أسعار السوق العالمية، وهكذا يمثل سعر الصرف بالنسبة لهؤلاء بمثابة حلقة الوصل بين الأسعار المحلية والأسعار العالمية الأولى.<sup>1</sup>
  - 2\_ وظيفة تطويرية: من خلال هذه الوظيفة يؤثر سعر الصرف على التركيب السلعي والجغرافي للتجارة الخارجية للأقطار، إذ تتلخص هذه الوظيفة في تطوير صادرات معينة إلى مناطق معينة، بهدف تشجيع هذه الصادرات، كما أنه من الممكن تعطيل فروع صناعية يمكن توفيرها عن طريق الاستيراد بسعر أقل من الأسعار المحلية.<sup>2</sup> حيث يتم المقارنة هنا عن طريق أسعار الصرف هذا من جهة، من جهة أخرى من الممكن إتباع سياسة معينة لسعر الصرف تشجع على توفير وتأمين استيرادات معينة، وبالعكس أيضا من الممكن عرقلة استيرادات غير مرغوب فيها، بواسطة سياسة سعر الصرف، وهكذا، ومن هنا يتبين عن مدى أهمية هذه الوظيفة في الاقتصاد ككل.<sup>3</sup>
  - 3\_ وظيفة توزيعية: يمارس سعر الصرف اعتياديا وظيفة توزيعية داخل الاقتصاد الوطني أو على المستوى الدولي، فمن المعروف أنّ التجارة الخارجية تقوم بوظيفة توزيعية للثروات الوطنية من خلال عملية التبادل التجاري وكما هو معلوم فإن التبادل التجاري بين البلدين يتم عن طريق الأسعار، لذا يمكن القول أن سعر الصرف يعمل من جانبه على دعم الوظيفة التوزيعية التي تقوم التجارة الخارجية للدخل القومي بين البلدين.<sup>4</sup>
- إن هذه الوظيفة التوزيعية التي يمارسها سعر الصرف يمكن أن تنعكس في حالة تخفيض أو زيادة القيمة الخارجية للعملة، أي التغير في سعر صرفها سوف تؤثر على حجم الاحتياطي الموجود بهيئة الرصيد لدى البنوك المركزية في الأقطار الأخرى وتحسب هذه الآلية لسعر الصرف في حالة التدفقات الدولية لرأس المال طلبا للاستثمارات والمضاربات في أسواق النقد أيضا.<sup>5</sup>

ثانياً\_ العوامل المؤثرة في أسعار صرف العملات:

إن العوامل التي تؤدي إلى تغيرات واسعة في الأسعار التقاطعية للعملات، تنجم عن اختلاف النظم التي تحدد أسعار صرف العملات، كما أن اختلاف الظروف الاقتصادية والسياسات النقدية والمالية، يساهم بدوره في هذه التغيرات، فاختلاف السياسات والأوضاع ينعكس مباشرة على أوضاع صرف العملات وتطور أسعارها التقاطعية، ويظهر هذا يوميا بسوق الصرف في حال العملات الخاضعة لنظام التعويم أو التعويم المدار. أما في حالة العملات الخاضعة

<sup>1</sup> عرفات تقي الحسيني، مرجع سابق، ص 149 .

<sup>2</sup> محمد العربي ساكر، محاضرات في الاقتصاد الكلي، دار الفجر للنشر، الطبعة الأولى، 2006، ص 98 .

<sup>3</sup> عرفات تقي الحسيني، مرجع سابق، ص 150 .

<sup>4</sup> أمين رشيد كونة، الاقتصاد الدولي، مطبعة الجامعة ببغداد، الطبعة الأولى، 1980، ص 205 .

<sup>5</sup> عرفات تقي الحسيني، مرجع سابق، ص 151

لأنظمة التثبيت، فتأثير السياسات الاقتصادية والمالية والنقدية لا يظهر إلا في الأمد الطويل حين تجرى التعديلات على سعر الارتباط أو على نظام الارتباط ككل.

### 1- العوامل الاقتصادية:

- عرض النقد: كان الكلاسيك يرون ومن خلال النظرية الكمية للنقود بأن هنالك علاقة قائمة بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار<sup>1</sup>.

وهذه العلاقة تكون بنفس النسبة فالزيادة الحادة في عرض النقود تدفع قيمة العملة في العادة إلى الانخفاض وتبقى المشكلة في هذا المجال في تحديد مفهوم موحد لمفهوم عرض النقود ففي حين يشمل المفهوم الأول M1 على النقد المتداول لدى الجمهور والودائع تحت الطلب يشمل المفهوم الثالث لعرض النقود M3 على النقود المتداولة لدى الجمهور والودائع تحت الطلب وودائع التوفير والأجل، فإن المفهوم الأخير لعرض النقود أكثر استقراراً من المفهوم الأول حيث نجده يغطي درجة أوسع من النقد مما يجعل درجة تذبذبه أقل<sup>2</sup>.

- أسعار الفائدة: إن حركة رؤوس الأموال الدولية وانتقالها الدولية إنما تتحرك بحثاً عن الفائدة فالبلد الذي يرتفع فيه أسعار الفائدة الحقيقية عن بقية الدول فإن ذلك الوضع سوف يشجع رؤوس الأموال على الانتقال إليه مما يعني زيادة عرض العملة الأجنبية في الدخل وبالتالي تدهور سعر صرفها<sup>3</sup>.

- معدلات التضخم: إن ارتفاع مستوى الأسعار في دولة ما أكثر مما هو الحال في الدول الأخرى يتطلب إجراءات مالية ونقدية لهذه الدولة، وفي غياب هذا فإن ذلك يتطلب تخفيض قيمة هذه العملة والعكس يحدث لو أن هذه الدولة تتمتع بأسعار أقل من الدول الأخرى فذلك يتطلب إعادة تقييم عملتها، كذلك الحال بالنسبة للدول في فترة الكساد والكساد التضخمي فمن المغربي لها أن تجعل عملتها أكثر تنافسية ولا يكون إلا عن طريق تخفيض قيمة عملتها<sup>4</sup>.

- ميزان المدفوعات: يعد التوازن والاختلال في ميزان المدفوعات من بين أهم العوامل المؤثرة في سعر الصرف وذلك لكونه حلقة الوصل التي تعكس علاقة البلد بالعالم الخارجي، ففي حالة حدوث عجز في ميزان المدفوعات لبلد معين فإن ذلك يؤدي إلى زيادة طلبه على العملات الأجنبية لسد ذلك العجز، وبالمقابل انخفاض طلب الأجانب على عملته المحلية مما يعني تدهور سعر الصرف لعملة ذلك البلد، وبالعكس في حالة حصول فائض في ميزان المدفوعات<sup>5</sup>.

- الموازنة العامة: تلعب الموازنة العامة للدولة دوراً كبيراً في التأثير على سعر الصرف، فإذا ما اتبعت الدولة سياسة انكماشية من خلال تقليل تقليص حجم الإنفاق العام الحكومي الذي يؤدي إلى الحد من حجم الطلب وانخفاض في مستوى النشاط الاقتصادي وهبوط في معدلات التضخم مما يؤدي بالنتيجة إلى ارتفاع سعر صرف العملة المحلية.

2- العوامل الغير اقتصادية: وتشتمل على عوامل أخرى لا تقل أهمية عن العوامل الاقتصادية في التأثير على سعر الصرف ويمكن إجمالها بالآتي:

<sup>1</sup> صقر احمد صقر، النظرية الاقتصادية الكلية، وكالة المطبوعات، الكويت، 1983، ص 134

<sup>2</sup> شكري ماهر كنج، المالية الدولية (العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظري والتطبيقي)، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 230 . 231.

<sup>3</sup> عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، ص 158 . 159.

<sup>4</sup> شكري ماهر كنج، مرجع سابق، ص 233.

<sup>5</sup> زمزي زكي، التاريخ النقدي للتخلف، سلسلة عالم المعرفة، العدد 118، الكويت، 1987، ص 07

١ - **ضطرابات والحروب:** تلعب الاضطرابات السياسية والحروب المختلفة دورا كبيرا في التأثير على سعر الصرف وذلك من خلال تأثيرها على الوضع الاقتصادي للبلد بصورة عامة.<sup>1</sup> حيث تتأثر معظم القطاعات الاقتصادية ولاسيما القطاع الصناعي وقطاع التجارة الخارجية، وبالتالي فإن اقتصاد البلد يكون في وضع حرج نسبيا ويفقد الثقة بعملة البلد جراء ارتفاع معدلات التضخم.

-**الإشاعات والأخبار:** تعد الإشاعات والأخبار من المؤثرات السريعة على سعر الصرف بغض النظر عن درجة حاجتها، إذ أنها تعمل على رفع أو خفض قيمة العملة لمدة قصيرة ثم ما تلبث أن تعود قيمة العملة إلى وضعها الطبيعي بعد زوال اثر الإشاعة أو الخبر، وان سرعة تأثر سعر الصرف بتلك الإشاعات تعتمد على مدى تجاوب قوى السوق تبعا لاستجابات المتعاملين فيه.<sup>2</sup>

-**الخبرة في أسواق المال:** خبرة المتعاملين في أسواق المال وقوتهم التفاوضية والأساليب المستخدمة في تنفيذ عملياتهم المختلفة من شأنها التأثير على سعر الصرف العملات.<sup>3</sup>

كما أنه هناك عوامل أخرى تتأثر بها أسعار الصرف العملات يمكن ايجازها فيما يلي:

- ناتج حساب العمليات الجارية في ميزان المدفوعات، حيث يرتفع الطلب على العملة ومنه يرتفع سعر صرفها إذا ما تحقق فائض، وإذا تحقق العجز، فإن الطلب على العملة ينخفض ومن ثم ينخفض سعر صرفها.

- ناتج حساب العمليات الرأسمالية في ميزان المدفوعات، إبتأثر سعر الصرف العملة من خلال حجم تيار الاستثمارات التي تدخل وتخرج من البلد، فتدفق رؤوس الأموال إلى داخل الدولة يؤدي إلى ارتفاع الطلب على العملة ومنه يرتفع سعر صرفها، ويحدث العكس حين يكون التدفق خارج الدولة.

- نشاط البنوك المركزية لما تتدخل في سوق الصرف بيعا و شراء لدعم قيمة العملة أو خفضها.

- ارتفاع معدل التضخم في الدولة، أو الكساد التضخمي، حيث تلجأ الدولة إلى اتخاذ إجراءات نقدية أو مالية بواسطة سلطاتها النقدية، وفي حالة غياب هذه الإجراءات، فإن الأمر يتطلب تخفيض قيمة العملة والعكس صحيح، كذلك الحال في فترات الكساد التضخمي، فإن الدولة تلجأ إلى التخفيض كي تصبح منتجاتها رخيصة وتعطيها القدرة التنافسية.

- الضغوط والمشاكل السياسية تؤثر في سعر الصرف العملة، فخروج رؤوس الأموال من الدولة في حالة عدم الاستقرار ينعكس سلبا على قيمة العملة.

### المطلب الثالث: نظريات أسعار الصرف

أو : نظرية تعادل القوة الشرائية

**1\_ ماهية نظرية تعادل القوة الشرائية:** يقع موضوع تعادل القوى الشرائية (PPP) تحت مظلة الأدبيات الحديثة لميزان المدفوعات وتحديد سعر الصرف، إذ تنسب نظرية تعادل القوى الشرائية إلى الاقتصاد السويدي كاسل غوستاف G- Cassel (1886-1945) والتي كانت سنة 1920 لتحديد كم ينبغي للدول الأوربية تغيير قيمة عملاتها

<sup>1</sup> فؤاد هاشم عوض، التجارة الخارجية والدخل القومي، دار النهضة العربية، القاهرة، 1975، ص 222.

<sup>2</sup> رشاد العصار، عليان الشريف، المالية الدولية، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، 2000، ص 46.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص 47.

وأسعارها لمكافحة التضخم السائد بعد الحرب العالمية الأولى، وفي الأساس تعتبر نظرية "كاسل" "توليفة أو مزيجاً من أعمال اقتصادي القرن التاسع عشر مثل ريكاردو Ricardo وريتلي weathly و Thornton وطبقاً للصيغة العامة لمبدأ تعادل القوى الشرائية، يجب أن نكون قادرين على شراء نفس السلعة من السلع في أي دولة مقابل نفس المقدار من العملة.<sup>1</sup>

بحيث شرح كامل فكرته في قوله: "إن استعدادنا لدفع مبلغ معين في مقابل عملة أجنبية يكون راجع لحقيقة أن هذه العملة تملك قوة شرائية على السلع والخدمات في البلد الأجنبي وبالمقابل فنحن نعرض قوة شرائية على السلع والخدمات في بلدنا، وإن تقويمنا للعملة الأجنبية بعملتنا يتوقف أساساً على القوة الشرائية النسبية في البلدين".<sup>2</sup>

أي أن القيمة الخارجية لعملة دولة معينة إنما يتوقف على القدرة الشرائية لتلك العملة في السوق المحلية بالنسبة لمقدرتها في الأسواق الخارجية، أي العلاقة بين الأسعار السائدة في الدولة بالنسبة للأسعار السائدة في الدول الأخرى<sup>3</sup>

**2 \_ صور نظرية تعادل القوة الشرائية:** لنظرية تعادل القوة الشرائية صورتان، صورة مطلقة وصورة نسبية:

**\_ الصورة المطلقة لنظرية تعادل القوة الشرائية:** وفق هذه الصورة فإن سعر صرف العملة مقوماً بوحدات من عملة أخرى، يتوقف على القوة الشرائية للعملتين، كل عملة في بلدها، ومنه يتحدد سعر الصرف بإيجاد النسبة بين مؤشرات الأسعار - الأرقام القياسية للأسعار - في البلدان المختلفة، ويكون سعر صرف أي عملتين يساوي النسبة بين مؤشري الأسعار في بلدي العملتين.

ويمكن التعبير عن سعر الصرف بمؤشري الأسعار المحلية والأجنبية من خلال المعادلة الموالية:

**سعر الصرف = مؤشر الأسعار المحلية / مؤشر الأسعار الأجنبية**

وتؤدي هذه المعادلة إلى نتيجة أخرى وهي توحيد أسعار السلع والخدمات في مختلف البلدان، أي أن مستوى السعر المحلي يساوي ناتج سعر العملة الأجنبية مقوماً بالعملة المحلية ومستوى السعر الأجنبي، وتكون المعادلة كالتالي:

وبفرض أن سلعة ما تباع في أمريكا بمبلغ 20 دولار، وتباع في إنجلترا بمبلغ 12 جنيه إسترليني، وأن سعر صرف الدولار مقابل الجنيه هو 1.75 دولار للجنيه، فإن سعر الوحدة في إنجلترا سيكون مساوياً لسعرها في أمريكا إذا قمنا بتحويل الجنيه إلى دولار بواسطة سعر الصرف المذكور، أي:

$$12 \text{ جنيه} \times 1.75 = 21 \text{ دولار}$$

وهذا يعني أن العملة الواحدة من العملة المحلية يجب أن يكون لها نفس القوة الشرائية في كل دول العالم، وهذا النموذج يعتمد على ما يسمى بقانون السعر الواحد، أي أن انسياب التجارة الدولية الحرة سيؤدي إلى تساوي أسعار

<sup>1</sup> سيبول هالو و رونالد ماكدونالد، النقود والتمويل الدولي، تعريف: محمود حسن حسني، مراجعة ونيس فرح عبد العالي، دار المريخ للنشر بالرياض، المملكة العربية السعودية، الطبعة الإنجليزية سنة 2007 م، ص 211 .

<sup>2</sup> مجدي محمود شهاب، الاقتصاد الدولي، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 1996،

<sup>3</sup> صبحي تادريس قريضة، مدحت محمد العقاد، النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت 1983، ص 345 .

السلع في أماكن العالم المختلفة وإلا ظهرت فرص للمراجعة (Arbitrage) يمكن استغلالها من قبل المضاربين، إلا أن هذا القانون يعمل ضمن ما يسمى الأسواق الكاملة.<sup>1</sup>

ـ **الصورة النسبية لنظرية تعادل القوة الشرائية:** تراعي النظرية في دورتها النسبية التغيرات التي تحدث لسعر صرف التوازن من وقت إلى آخر فحسب النظرية، يتحقق سعر التوازن لما يتساوى معدل التغير في سعر الصرف مع معدل التغير في النسبة بين الأسعار، وإذا وجدت معدلات مختلفة من التضخم المحلي فإن سعر الصرف سيتحرك حتى تتساوى الفروق بين هذه المعدلات.

ووفق هذه الصورة، فإن أي ارتفاع في مستوى الأسعار الداخلي لا يتبعه ارتفاع في مستوى الأسعار الدولي، سينعكس على قيمة العملة الخارجية، بنفس مقدار ارتفاع الأسعار. وبالعودة إلى الفرضية السابقة، فإنه عندما يرتفع معدل التضخم في إنجلترا إلى 7% وفي أمريكا إلى 5.4% سنويا، فإن ثمن السلعة سوف يتحرك إلى أن تتساوى الفروق بين معدلات التضخم في كل من إنجلترا وأمريكا حتى يصبح السعر الجديد لوحدة السلعة في إنجلترا 12.54 جنيه و 21.945 دولار في أمريكا، ومنه يصبح سعر الصرف الجديد - سعر التعادل - كالآتي:

$$1 \text{ جنيه إسترليني} = 1.71 \text{ دولار أمريكي}$$

إن معدل التضخم الحاصل في إنجلترا سيؤدي إلى فقدان القدرة التنافسية في الأسواق الدولية، الأمر الذي يؤدي إلى عجز ميزان مدفوعاتها ومنه تدني القيمة الخارجية للجنيه، أما معدل التضخم الحاصل في أمريكا المنخفض نسبيا، سيؤدي إلى ارتفاع حجم الصادرات - السلع والخدمات ستكون رخيصة - كما سينخفض حجم الواردات نتيجة ارتفاع قيمة السلع الأجنبية مقارنة بمثلتها المحلية، وبذلك يحقق ميزان المدفوعات فائضا يعمل على رفع سعر العملة. وبناء على هذا المفهوم، فإن أي ارتفاع في مستوى الأسعار الداخلي لا يتبعه ارتفاع في مستوى الأسعار العالمي سيؤدي إلى هبوط سعر الصرف بنفس نسبة ارتفاع الأسعار.

### 3\_ الانتقادات الموجهة لنظرية تعادل القوة الشرائية: كما يؤخذ على النظرية<sup>2</sup>:

- اختلاف أساليب قياس التضخم حسب نوع الأسعار: أسعار الاستهلاك، أسعار الإنتاج، أسعار الصادرات والواردات... الخ
- لا يمكن تحديد مدى فترة تسوية الأسعار (prices ajustement) بشكل دقيق قياسا بالأسعار، وذات الشيء بالنسبة إلى سنة الأساس.
- هناك عوامل أخرى علاوة على الأسعار التي تتدخل في الميزان التجاري وميزان المدفوعات وبخاصة المرونة (élasticité) مقارنة بالدخل وبأسعار الطلب على الواردات والصادرات .
- تخص نظرية تعادل القوة الشرائية حصرا ميزان المعاملات الجارية وليس جميع فقرات ميزان المدفوعات.
- تقوم النظرية على أساس توقع معدلات التضخم الاقتصادي في مختلف البلدان

<sup>1</sup> موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى و ياسر المومني، التمويل الدولي، دار لفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2008، ص 9 .

<sup>2</sup> سعود جايد مشكور العامري، المالية الدولية (نظرية وتطبيق) دار زهران للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2008 ص 156 . 157.



- وأخيرا فإن الحكومات تمتلك جميع الوسائل علاوة على تغيير أسعار الصرف، من أجل مقاومة العجز في ميزان المدفوعات.

- تحمل هذه النظرية التغير في أسعار الفائدة، حيث أن أسعار الفائدة تؤثر في مستويات الأسعار.<sup>1</sup>

- تحمل هذه النظرية دور التقدم التكنولوجي في أذواق المستهلكين الأجانب على مستوى سعر صرف العملة من خلال التأثير على صادرات البلد.<sup>2</sup>

ورغم هذه الانتقادات، إلا أنها أدت إلى تفسير تحركات سعر الصرف في الأجل الطويل خاصة عند اختلاف معدلات التضخم السائدة في الدول بدرجة كبيرة، كما أدت دورا في إبراز العلاقة بين مستويات الأسعار في مختلف الدول وأسعار الصرف ما بين عملاقتها في ظل نظام حرية الصرف.

### ثانيا: نظرية كمية النقود

#### 1 \_ مفهوم نظرية كمية النقود

تركز النظرية الكمية للنقود عند الكلاسيك على أهمية عرض النقود، في حين تهتم النظرية النيوكلاسيكية بالطلب على النقود وتأثيره على الكمية المعروضة في التداول، كما أن النظريتين تؤكدان على أن المستوى العام للأسعار عبارة عن دالة في كمية النقود، بحيث يتحدد التوازن من خلال توازن الطلب الكلي مع العرض الكلي من العملة الوطنية لكل قطر.<sup>3</sup>

إن المحتوى الأساسي للنظرية الكمية يتلخص في أن الزيادة في كمية النقود تؤدي إلى ارتفاع الأسعار في الداخل الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الطلب على السلع المحلية، وبالتالي نقص الصادرات، وزيادة الواردات، لأن سعر السلع الأجنبية يصبح أقل مقارنة بأسعار السلع المحلية بعد ارتفاع أسعارها، وهذا ما يؤدي إلى زيادة الطلب على العملات الأجنبية من أجل تسديد قيم الصادرات، وبالتالي انخفاض سعر الصرف في حالة تحديده بشكل حر يؤدي إلى خروج الذهب، في حالة سريان نظام الذهب، وحصول العكس في حالة انخفاض كمية النقود.<sup>4</sup>

وتقوم النظرية على مطابقة حسابية أساسها أن أي مبادلة تجري بين البائع والمشتري تتطلب استبدال النقود بالسلع أو الخدمات أو الأوراق المالية، ويترتب على ذلك حقيقة مفادها أن قيمة النقود يجب أن تساوي قيمة السلع أو الخدمات أو الأوراق المالية التي تم تبادلها بالنقود. ففي أي لحظة من الزمن يجب أن تتساوى قيمة السلع والخدمات والأوراق وعليه (P) مضروبا في معدل سعر المعاملات (T) المالية مع عدد المعاملات في تلك اللحظة مضروبا في (M) ستكون مساوية إلى قيمة التدفق النقدي الذي يتمثل في كمية النقود (PT) ويتم التعبير عن هذه المطابقة كالتالي (V): سرعة تداول النقود

$$MV = PT \dots\dots\dots (1)$$

حيث:

<sup>1</sup> موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى وياسر المومني، مرجع سبق ذكره، ص 100.

<sup>2</sup> عرفان تقي الحسيني، مرجع سابق، ص 167.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص 167.

<sup>4</sup> فليح حسن خلف، التمويل الدولي، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان الطبعة الأولى، 2004 ص 87.

M عامل خارجي يتحدد مقداره من طرف البنك المركزي.  
 T دالة في مستوى الدخل (ثابتة في الامد القصير).  
 V ثابتة ومستقلة عن باقي المتغيرات الأخرى M, P, T  
 ويكون مستوى السعر كالتالي:

$$2 \dots \dots \dots T/PVM$$

من المعادلة رقم (2) يظهر أن مستوى السعر يعتمد على كمية النقود، وأن التغير في السعر يكون بمقدار التغير في كمية النقود، أي أن السعر يتضاعف إذا تضاعفت كمية النقود، مع ثبات كل من  $T_V$  - فإذا زادت كمية النقود المعروضة مع زيادة سرعة تداولها، انعكست هذه الزيادة على أسعار صرف العملة من خلال ارتفاع المستوى العام لأسعار السلع والخدمات والارتفاع الذي يظهر على مستوى الصادرات وارتفاع تكاليفها، الأمر الذي يجعلها ضعيفة من حيث درجة المنافسة في الأسواق الخارجية، وبالتالي، انخفاض الطلب عليها محليا وخارجيا، بحيث يؤول الأمر كله إلى ارتفاع الطلب على السلع والخدمات الخارجية وهو ما يعني ارتفاع الطلب على العملة الأجنبية ومنه تدني سعر صرف العملة المحلية.

- أما إذا نقصت كمية النقود المعروضة وتراجعت سرعة تداولها، فيحدث العكس أي تقل تكاليف الصادرات، ومنه زيادة الطلب على السلع والخدمات مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها الخارجية وأخيرا ارتفاع سعر الصرف بسبب زيادة الطلب على العملة.

- إن الزيادات المفرطة في عرض النقود، تترتب عنها مستويات عالية من التضخم، تنعكس على ميزان المدفوعات، مخلفة أوضاعا مختلفة، وهو ما يتطلب تغيير سعر الصرف تماشيا مع المستوى العام للأسعار الجديدة.

## 2\_ عيوب نظرية كمية النقود

يرى كينز وأتباعه أن نظرية كمية النقود لا يمكن أن تتحدد بالمستوى العام للأسعار فقط، كما لا يمكن اعتبار التغيرات في مستوى الأسعار تعتمد على التغيرات في كمية النقود وبالتالي، فإن التغيرات الحاصلة في سعر الصرف لا يمكن ربطها بهذه التغيرات فقط، وكمثال فإن المارك الألماني لم تنخفض قيمته خلال الحرب العالمية الأولى برغم الزيادة الحاصلة في عدد الماركات المتداولة.

كما يرى كينز أن الزيادة في كمية النقود لا أثر لها أكبر من مجرد زيادة الطلب على النقود عندما تسود حالة الكساد، ويقع الاقتصاد في نطاق مصيدة السيولة، وفي هذه الحالة لا يمكن للسياسة النقدية التأثير على مستوى الأسعار.

## ثالثا: نظرية معدلات الفائدة:

ترتكز هذه النظرية على أسعار الفائدة في تفسير التغيرات التي تحدث على مستوى القيمة الخارجية للعملة، بحيث أن مستوى أسعار الفائدة المطبقة في بلدين مختلفين يجب أن يعكس التغيرات في أسعار الصرف، ومنه يكون التباين في معدلات الفائدة لدى البلد يساوي معدل التدهور أو التحسن في العملة تجاه العملة الأخرى.

فزيادة سعر الخصم في بلد ما، من شأنه أن يؤدي بسعر الفائدة إلى الارتفاع، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة حركة رؤوس الأموال نحو هذا البلد بهدف الاستثمار كون سعر الفائدة المطبق هو أعلى منه في البلدان الأخرى، ويؤدي هذا

في الأخير إلى زيادة الطلب الأجنبي على العملة المحلية ومنه ارتفاع سعر صرفه، ويحدث العكس لما ينخفض سعر الخصم، إذ يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة المحلي ومنه زيادة العرض من العملة الوطنية وخروج رؤوس الأموال بحثا عن سعر الفائدة المرتفع، حيث تقل بذلك القيمة الخارجية للعملة المحلية وينعكس ذلك على ميزان المدفوعات. فمثلا كان سعر صرف الدولار مقابل اليورو هو 1.9459 وكان معدل الفائدة السائد في ألمانيا بعد سنة هو 4.87% وسعر الفائدة السائد في الو. م. أ. بعد سنة كذلك هو 5.67% ففي هذه الحالة سعر الصرف للدولار سوف ينخفض أمام اليورو ويمكن حساب سعر الصرف الجديد لدولار مقابل اليورو بعد سنة كما يلي<sup>1</sup>:

$$1.9459 = [1 + (5.67\% - 4.87\%)] \times 1.9459 = \$1$$

$$1.9303 = \$1 \text{ أورو}$$

ومن هذا المثال نلاحظ أن الدولار انخفض أمام اليورو بعد ارتفاع معدل الفائدة في ألمانيا إلا أن هذه النظرية يعاب عليها ما يلي:

- اختلاف مقاييس التضخم من بلد إلى آخر، حيث لا يكون هذا المقياس متجانسا.
- للتنبؤ بمعدلات التضخم ومعدلات الفائدة في حد ذاته لا يكون دقيقا مما يجعل كل النتائج المترتبة عنه كمقياس مرجعي غير دقيقة.

#### -رابعا: نظرية ميزان المدفوعات

عندما تحقق الدولة فائضا هاما في معاملاتها الخارجية فإن هذا يعني زيادة الطلب على عملتها الوطنية أو زيادة في عرض العملات الأجنبية مقابل هذه العملة التي لا تلبث أن ترتفع قيمتها مقابل العملات الأجنبية، وهذا الارتفاع ينتج عنه ارتفاع في أسعار سلعها بالعملات الأخرى مما يضعف قدرتها على المنافسة في الأسواق الدولية، ويؤدي إلى انخفاض الطلب على سلع هذه الدولة ثم يتناقص الفائض في ميزان مدفوعاتها تدريجيا. ومن ناحية أخرى، عندما تحقق الدولة عجزا هاما في معاملاتها الخارجية فإن الآلية السابقة نفسها تعمل باتجاه معاكس، حيث يزداد عرض العملة الوطنية لهذه الدولة مقابل العملات الأجنبية فينخفض الطلب على هذه العملة وتصبح أسعار سلع الدولة منخفضة بالعملات الأخرى، مما ينتج عنه زيادة الصادرات وانخفاض الواردات ثم يتلاشى هذا العجز تدريجيا.

وهكذا يمكن لمرونة أسعار الصرف أن تساعد على معالجة معظم الاختلالات في موازين المدفوعات (العجز أو الفائض)، وهذا ما دعى بعض الاقتصاديين إلى اعتبار مرونة أسعار الصرف أفضل بديل لحركات دخول وخروج الذهب في ظل النظام الذهبي النقدي، والتي كان لها آثار تعديلية على موازين مدفوعات الدول التي اتبعت هذا النظام الذهبي.

<sup>1</sup> طاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، مرجع سابق، 2003، ص 104 - 105.

وكنتيجة مستخلصة، فإن وجود عجز في ميزان المدفوعات لدولة ما، فإن انخفاض سعر صرف عملة هذه الدولة يمكن أن يؤدي إلى التخفيف من هذا العجز أو معالجته نهائيا وبالعكس، عند وجود فائض في ميزان المدفوعات، فإن ارتفاع سعر صرف عملة الدولة يمكن أن يؤدي إلى معالجة هذا الفائض.

#### خامسا: نظرية الإنتاجية:

تتلخص هذه النظرية في أن القيمة الخارجية لعملة الدولة تتحدد على أساس كفاية ومقدرة جهازها الإنتاجي، فزيادة الإنتاجية وارتفاع مستوى المعيشة وزيادة إنتاجية الفرد في كل من الصناعة والزراعة والتجارة واتجاه مستويات الأسعار، كل هذه تعتبر بمثابة قرائن على درجة القوى الإنتاجية، فإذا اعتمدنا على عامل واحد دون العوامل الأخرى فلا يمكن أن نتنظر نتائج صحيحة<sup>1</sup>.

وبالتالي الارتفاع في مستويات الدخل والأسعار، أمر يؤدي إلى الحد من الصادرات، وزيادة الواردات، وهذا معناه زيادة الطلب على العملات الأجنبية، على العملة المحلية مما يؤدي إلى انخفاض العملة المحلية، وانخفاض سعر صرفها، وارتفاع قيمة العملة الأجنبية وارتفاع سعر صرفها، ويحصل العكس في حالة انخفاض الأسعار المرتبط بانخفاض الدخل، والمستويات المعيشية، والمتأتي من انخفاض الإنتاجية.

ويمكن الرد على ذلك بسهولة في كون أن الدول المتقدمة التي تزداد فيها الإنتاجية وترتفع فيها الدخل والأسعار، هي الدول التي يتحقق فيها ارتفاع مستمر في صادراتها وارتفاع سعر صرف عملتها، بينما لا يتحقق ذات الأمر في الدول النامية التي تنخفض فيها الدخل وتنخفض صادراتها<sup>2</sup>.

#### سادسا: نظرية فقاعات المضاربة العقلانية:

يقصد بفقاعة المضاربة الفجوة الدائمة بين سعر الصرف وسعر الأصول المالية وقيمها التوازنية المتعلقة بالحدود الاقتصادية الأساسية من التضخم، معدل الفائدة وميزان المدفوعات... الخ، وتأثير ميكانيزمات البورصة على النمو الاقتصادي<sup>3</sup>. تشرح هذه النظرية تغيرات سعر الصرف أساسا بحركات أسواق الأصول فهي تعطي دورا هاما للتوقعات، حيث تستطيع تغيير سعر الصرف عن مساره الأساسي.

#### المبحث الثاني: تطور أنظمة أسعار الصرف والنظام النقدي الدولي العالمي:

يقصد بنظام سعر الصرف مجموع القواعد والمعروفة باسم قواعد اللعبة (Rules of the game) التي تحدد دور كل من السلطات والمتعاملين الآخرين في سوق سعر الصرف الأجنبي<sup>4</sup>. فهو الإطار القانوني أين يتشكل سعر الصرف في ظلّه وتتحقق عملياته، هذا القانون يعمل على نمذجة تذبذبات أسعار الصرف وتأطير تصحيحها على قيمتها النظرية<sup>5</sup>. إن نظام سعر الصرف يترجم طبيعة سياسة الصرف المتبناة من طرف البلد لتحديد سعر صرف عملتها، فمن جهة سياسة سعر الصرف يمكن أن تترك قوى السوق تحدد سعر الصرف، أو من جهة أخرى، يمكن أن تكون من أجل التدخل الفعال في سوق الصرف والاحتفاظ بسعر الصرف في مستوى مأمول.

<sup>1</sup> صبحي تادريس قرينة، مدحت محمد العقاد، مرجع سابق، ص 348

<sup>2</sup> فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص 89. 90.

<sup>3</sup> Plihon, D, *les taux de change*, édition la découverte, paris, août ; 2001. P. 65.

<sup>4</sup> سامي عفيف حاتم، دراسات في الاقتصاد الدولي، الدار المصرية، اللبنانية، القاهرة، مصر، 2000، ص 181.

<sup>5</sup> Michel Jura, *Technique Financière Internationale*, 2eme éditions, Runod, Paris, 2003, p117.

## المطلب الأول: أنظمة أسعار الصرف الثابتة

أولاً: تعريف أنظمة أسعار الصرف الثابتة: هي أنظمة تكون فيها معدلات الصرف ثابتة، أو تكون هذه المعدلات تتحرك داخل هامش ضيق، وعملية تبادل العملات تتم بأسعار محددة مسبقاً من طرف السلطات النقدية التي تستند إلى معيار معين لتعريف سعر التدخل - سعر التعادل - بالنسبة لعملتها الخاصة، والمعايير التي يمكن الاستناد عليها هي على ثلاثة أنواع:

- المعادن الثمينة وخاصة الذهب.

- العملات الصعبة (الرئيسية).

- سلات العملات.

-ثانياً: أنواع أنظمة أسعار الصرف الثابتة : أنظمة أسعار الصرف الثابتة تتمثل في ثلاثة أنواع هي:

**1 - أنظمة أسعار الصرف الثابتة (لعملة وحيدة):** تحدد آلية الصرف عن طريق الارتباط المباشر بعملة التدخل وثبات الأسعار يكون عبر الزمن تجاه العملة المرتبط بها ما لم تتدخل السلطات النقدية لإحداث التغيير في سعر الارتباط المركزي للعملة<sup>1</sup>.

إن عملية الربط بعملة وحيدة تكون نتيجة لكون المبادلات تقوم بهذه العملة، مثلما هو حاصل عند البلدان المصدرة للبتروال التي تفتقر صادراتها بالدولار، أو نتيجة للترابط الاقتصادي الوثيق وهو ما يميز العلاقات الاقتصادية القائمة بين الولايات المتحدة الأمريكية وبلدان أمريكا اللاتينية.

**2 - أنظمة أسعار الصرف الثابتة (لسلة عملات):** تتحدد آلية الصرف عن طريق الارتباط بسلة من العملات مع مراعاة نسب الأوزان في التجارة الخارجية، لأن السعر يتأثر بحجم المبادلات وتدفقات رؤوس الأموال، ومن بين السلات المشهورة، سلة حقوق السحب الخاصة، إن سلات العملات التي تختارها الدول لربط عملاتها، تتشكل من عملات ذات ثقل كبير في هيكل الصادرات أو هيكل الواردات، أو في هيكلها معاً.

**3 - سعر الصرف الثابت مرن (ضمن هوامش محددة):** هو ذلك النظام الذي يتم فيه المحافظة على ثبات قيمة العملة مع وجود هوامش معينة يكون مسموح فيها بتقلبات سعر الصرف<sup>2</sup>، إلا أنه توجد أحياناً مشكلة خطيرة في تحديد ما إذا كانت العملة أساساً معومة أو مربوطة، فبعض البلدان التي تربط عملتها رسمياً بعملة معينة تسمح لنفسها هوامش عريضة نسبياً بحيث تصبح شبيهة بالبلدان التي تعوم عملتها.

## ثالثاً: مزايا وعيوب أنظمة أسعار الصرف الثابتة

**1 - مزايا أنظمة أسعار الصرف الثابتة** يمكن إجمال أهم مزايا أنظمة أسعار الصرف الثابتة فيما يلي:

- تعمل على تحفيز التجارة والاستثمار وتدفقات رأس المال مع بلدان نفس منطقة العملة.

- تقليل عوامل التكلفة أو المخاطرة للمتاجرين والمستثمرين.

<sup>1</sup>حيادات محمد، مرجع سابق، ص115 .

<sup>2</sup>عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص116 .

- تنعكس بالإيجاب، إذا كان اقتصاد البلد □ يتميز بالكبر، حيث يكون أكثر فاعلية من خلال تقليله لأثر الصدمات الخارجية (حالة الربط بعملة وحيدة).

- في حالة الربط بسلة عملات، يتم تخفيف صدمات العرض الكلي باستخدام □ احتياطات.

- تقليل أثر الصدمات الخارجية على الدخل المحلي والأسعار إلى الحد الأقصى.

- يراعى تكوين سلة العملات ووزن كل عملة في السلة إذا كان بلد الربط يعتمد على سلة من العملات.

- إذا كانت ال عملات المكونة للسلة تتميز بالثبات و□ استقرار، فإن عملية الربط في هذه الحالة تكسب سياسات الحكومة الثقة القوية.

- الربط بسلة عملات يستهوي البلدان التي تتمتع بنمط متنوع للتجارة.

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

- مهما كان ثبات سعر الصرف، فإنه يقلل من استقلالية السياسة النقدية لأن تكون أداة تحقيق □ استقرار الداخلي أو إدارة نتائج تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل.

- في حالة الربط بعملة وحيدة، قد يحدث تحول في الخيارات من طرف الأجانب، الأمر الذي يؤدي إلى تدفقات رأسمالية كبيرة، ويضعف السلطات النقدية في عملية الرقابة على النقد.

- في حالة الربط بسلة عملات، انعكاس درجة تقلب وزن إحدى عملات السلة على سعر الصرف من خلال الظروف □ اقتصادية والسياسات النقدية والمالية لبلد هذه العملة.

- كما تقع اختلا□ات في المدفوعات تؤدي إلى تغير □ احتياطات، وفي الكتلة النقدية والأسعار المحلية.

- التغيرات في سعر الصرف بين البلدان الرئيسية، سوف تؤثر على أسعار الواردات والصادرات التي يوجهها بلد الربط.

### المطلب الثاني: النظام النقدي الدولي قبل سنة 1973 :

عرف النظام النقدي الدولي مراحل عدة ارتبطت بالظروف □ اقتصادية والسياسية التي ميزت هذه المراحل، والتي يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

#### -أولا : نظام قاعدة الذهب

منذ بداية القرن التاسع عشر، ارتكزت الأنظمة النقدية في البلدان الصناعية على قاعدة الذهب واستمر العمل بهذه القاعدة إلى غاية بداية الحرب العالمية الأولى سنة 1914 وكانت هذه القاعدة تعمل عن طريق معادلة قيمة العملة مع قيمة وزن معين من الذهب الخالص أوقية ذهب تساوي 20.67 دو□ر أمريكي<sup>1</sup>، بحيث يمكن مبادلة العملة بالذهب أو العكس بسعر رسمي ثابت.

#### 1-أسس نظام قاعدة الذهب:<sup>2</sup>

✓ البلدان تتحدد تكافؤ الذهب لعملاتها أي أنها تحدد أوزان الوحدة النقدية بالذهب.

✓ ضمان تحويل جميع النقود إلى الذهب من قبل معهد الإصدار.

<sup>1</sup>صادق مدحت، مرجع سابق، ص13.

<sup>2</sup> سعود جايد مشكور العامري، مرجع سابق، ص 82.

- ✓ الذهب الذي بحوزة أفراد القطاع الخاص يمكن أن يحول إلى النقد من قبل معهد الإصدار.
- ✓ حرية التداول الداخلي والخارجي للذهب.

## 2- خصائص نظام قاعدة الذهب: لنظام قاعدة الذهب خصائص عديدة يمكن إجمالها فيما يلي:

- ✓ شكل الذهب الجزء الأكبر من احتياطات البنوك المركزية، واستخدام كعملة للمدفوعات وأصبح له وظيفة مزدوجة، حيث اعتبر وسيلة مدفوعات لتسوية الالتزامات على الصعيد الدولي، ووسيط للدفع في الأسواق المحلية.
- ✓ بالرغم من الأسعار التي تحددها السوق عن طريق آلية العرض والطلب، إلا أن الذهب تميز بسعر صرف ثابت لا يخرج عن حدين ضيقين هما، حدي الذهب، أي أن الأسعار لم تعرف المرونة إلا في حدود ضيقة تمثلت في نفقات الشحن والنقل والتأمين من بلد إلى آخر.
- ✓ كانت التغيرات الحاصلة في مخزون الذهب تمثل المؤشر الأساسي لإعادة التوازن، حيث تزول الاختلالات في موازين المدفوعات آلياً، فالدولة ذات العجز في ميزان المدفوعات يتطلب منها سداد قيمة العجز بالذهب ومنه تقليص الكتلة النقدية الأمر الذي يؤدي إلى الانكماش وتدني الأسعار، ويحدث العكس لدى الدولة ذات الفائض، حيث يؤدي الذهب المتدفق عليها إلى ارتفاع الأسعار، ومع هذا الفارق في مستويات الأسعار، ستعمل الدول ذات العجز على رفع صادراتها والحد من وارداتها ومنه تحسين ميزان مدفوعاتها، ويحدث العكس عند الدولة ذات الفائض التي يلحق ميزان مدفوعاتها عجزاً بعد فترة نتيجة تدني صادراتها التي تسبب فيها ارتفاع الأسعار، وعند خروج الذهب لسداد قيمة العجز، يتحقق التوازن التلقائي.

## 3- تقييم قاعدة الذهب: يمكن ذكر ما يلي<sup>1</sup>:

- ✓ إن استخدام الذهب كقاعدة نقدية ناجم عما له من قيمة استعمالية ومكانة في النفوس تدعم ثقة الأفراد في النظام النقدي.
- ✓ إن التشغيل الآلي لنظام الذهب وتحديد كميات النقود المصدرة في المجتمع أفضل من ترك تحديد هذه الكمية للسلطات النقدية (لتجنب هذه الدول التضخم).
- ✓ بفضل تطبيق قاعدة الذهب فإن التجارة الدولية شهدت انتعاشاً واستقراراً في أسعار الصرف لمختلف العملات وسهلت عملية تحريك رؤوس الأموال حيث عرف العالم استقراراً يزيد عن ثلاثين سنة.

## 4- انهيار نظام قاعدة الذهب:

بالرغم من أن قاعدة الذهب استطاعت التعايش مع ظروف الحرب والتغيرات التي حدثت بعدها إلا أنها لم تستطع مواجهة الركود والكساد الذي شاهده اقتصاديات الدول الصناعية، خاصة بعد أزمة 1929 وما نتج عنها من تعفن للاقتصاد الدولي، وفي سنة 1981 جاءت الضربة القاضية لقاعدة الذهب، حيث أن الأفراد أخذوا يجنون أرصدتهم نتيجة ما خيل من ضياع ودائعهم والفرع من البنوك النمساوية التجارية الكبيرة، وانتشرت بعدها إلى البنوك الأخرى على طول البلاد وعرضها وقامت المؤسسات الدولية والحكومية والأجنبية بعدة محاولات لتهدئة الفرع ولكنها باءت جميعها بالفشل ومن ثم انتشر الفرع إلى البنوك الألمانية ثم على إنجلترا وتبعها العديد من الدول، هذه الأخيرة إنجلترا تعاضم

<sup>1</sup> سالم رشيد سيد، مرجع سابق، ص 126.

عندها تدفق رأس المال فقررت إلغاء التزامها ببيع الذهب وتركت الإسترليني معوماً، وقامت دول عديدة أخرى لها علاقات مع إنجلترا بربط عملتها وتقييم عملتها مع الإسترليني مقابل الدولار والذهب وأصبحت تلك الكتلة معروفة باسم منطقة الإسترليني، ونتج عن كل ما سبق أن تخلت الدول الاسكنديناوية عن قاعدة الذهب ولم يكن هناك من الدول الرئيسية حتى ذلك الوقت تربط عملتها بالذهب سوى الو.م.أ، سويسرا، فرنسا، بلجيكا، هولندا. في سبتمبر عام 1931 توقفت بريطانيا عن نظام القاعدة الذهبية أما الو.م.أ فقد توقفت عنه في مارس 1933.<sup>1</sup>

— أسباب انهيار نظام الذهب: من أهم الأسباب التي أدت إلى إختيار أو بمعنى فشل قاعدة الذهب:<sup>2</sup>

✓ التفاوت بين معدل انتاج الذهب ومعدل نمو التجارة الخارجية، ففي الوقت الذي كان ينمو فيه انتاج الذهب بمعدل 2% فإن التجارة الدولية تنمو بمعدل 11% سنوياً مما يعني عدم مواكبة تطورات انتاج الذهب للاحتياجات التجارية الدولية.

✓ نشوب الحرب العالمية الأولى أدى إلى تركيز الذهب بيد الدول المتحاربة لغرض استخدامه للمشتريات العسكرية.

✓ التوسع النقدي والحاجة إلى الاحتياطات من الذهب والدولار والجنيه خلال عمليات إعادة اعمار أوروبا، وقد انعكس ذلك على احتياطات الدولية.

وهناك أسباب أخرى ساهمت في انهيار نظام الذهب:<sup>3</sup>

\* جمود نظام الذهب.

\* عدم تقييم بعض العملات تقييماً صحيحاً.

\* النظام الشاذ للمدفوعات الخارجية (تعويضات الحرب).

\* التسابق بين الدول في فرض تعريفات جمركية عالية.

\* اتجاه بعض البنوك المركزية إلى اكتناز الذهب.

ثانياً \_ نظام بروتن وودز

و بعد الحرب العالمية الثانية، شهد الاقْتِـاد العالمي هزات واضطرابات عنيفة في نظامه النقدي وسجل معدلات منخفضة لحركة التجارة العالمية، مما أدى بأمريكا وبريطانيا في أوائل عام 1943 للتفكير في خلق نظام نقدي جديد يكون أساساً لعلاقات نقدية دولية لفترة ما بعد الحرب ، وقبل انعقاد مؤتمر بروتن وودز كان قد طرح أمام المؤتمر مشروعين أحدهما تقدمت به بريطانيا على لسان مبعوثها الاقْتِـادي الكبير اللورد كينز في 07 أبريل 1943، والمشروع الثاني تقدمت به الولايات المتحدة على لسان ممثلها الاقْتِـادي هاري وايت بتاريخ 05 أبريل 1943.

ينص مشروع الاقْتِـادي البريطاني كينز على ضرورة "إيجاد مؤسسة دولية تتمتع بسلطة اصدار عملة خاصة بها مع تمتعها بشيء من السلطة تفرضها على الاقْتِـاديات الوطنية للدول الأعضاء، فقام كينز باقتراح فرض عقوبات على الدول الأعضاء التي تتمتع بفوائض في موازين مدفوعاتها، وكذلك على الدول التي تعاني من عجز في موازينها، إذ

<sup>1</sup> بسام الحجار، العلاقات الاقتصادية الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر و التوزيع بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2003، ص 25-26.

<sup>2</sup> سالم رشيد سيد، مرجع سابق، ص 129.

<sup>3</sup> زينب حسين عوض الله، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2008 ص 95-98.



اقترح أن تعمل هذه المؤسسة الدولية المنشودة على تقديم النصيحة إلى الدول الدائنة التي تباع أكثر مما تشتري ، أي التي يتوفر لديها أرصدة مفرطة من العملات الأجنبية ، فتحثها على اتباع سياسة توسعية في الائتمان وتخفيض التعريفات الجمركية أمام الإسترادات، وإعادة تقييم عملتها، أما بالنسبة للدول المدينة فقد اقترح كينز إلزامها بتخفيض قيمة عملتها أو تقديم ضمان مناسب إلى المؤسسة الدولية المنشودة أو بتقديم الذهب، أو بفرض رقابة على حركات رؤوس الأموال فيها.

أما المشروع الأمريكي فقد استهدف إيجاد مؤسسة دولية تعمل على الحيلولة دون تكرار المشاكل الأساسية التي واجهها نظام النقد الدولي خلال حقبة الثلاثينات من هذا القرن، والتي تمثلت في تخفيض قيمة العملة على صعيد تنافسي بين الدول، القيود المفروضة على عمليات الصرف الخارجية وعلى التجارة الدولية ، والتخلص من النقص في الاحتياطات الدولية<sup>1</sup>.

### 1 - نتائج مؤتمر نظام بروتن وودز

وقد جاء اتفاق المؤتمر متأثراً بالمشروع الأمريكي أكثر من تأثره بالمشروع الإنجليزي، وذلك بفضل ثراء أمريكا وقوتها العسكرية ووقوف دول أمريكا اللاتينية إلى جانبها وتضمن المؤتمر الموضوعات التالية<sup>2</sup>:

- ضمان حرية التحويل بين العملات الدولية المختلفة.

- تحقيق التوازن في موازين المدفوعات.

- وضع نظام لأسعار الصرف يمنع التقلبات العنيفة فيما بينها.

- دراسة جانب الاحتياطات الدولية لتوفير السيولة الدولية.

- الإدارة الدولية للنظام النقدي الدولي الجديد.

وكان الهدف الأساسي من المؤتمر هو اقامة مجموعة من القواعد للنظام النقدي الدولي القضاء على النقائص والعيوب التي ميزت الأنظمة النقدية السابقة، وتمثلت هذه القواعد في<sup>3</sup>:

✓ ضبط كل العملات على أساس الذهب أو الدولار الأمريكي باعتباره كنقد ادخار دولي وحيد، والذي حددت قيمته مقابل الذهب كما يلي : دولار أمريكي = 35 أوقية ذهب كما تقوم الولايات المتحدة الأمريكية بتأمين تحويل الدولارات الموجودة لدى البنوك المركزية إلى ذهب، إضافة إلى إلزام الدول بالتدخل في سوق الصرف حفاظاً على تذبذبات (+ 1% ، - 1%).

✓ **صندوق النقد الدولي**: يمثل صندوق النقد الدولي الهيئة الأولى التي تم إنشاؤها بموجب اتفاق بروتن وودز حيث حددت أهداف هذه الهيئة في المادة الأولى من اتفاقية الإنشاء<sup>4</sup>. وتمثلت مهام صندوق النقد الدولي في الآتي<sup>5</sup>:

— مراقبة تطور النظام النقدي الدولي وتشجيع التعاون النقدي الدولي.

<sup>1</sup> ضياء مجيد الموسوي، النظام النقدي الدولي، المؤسسة الجزائرية للطباعة، 1987، ص 38.

<sup>2</sup> صادق مدحت، مرجع سابق، ص 28.

<sup>3</sup> H.BENIESSAD, *Economie Internationale*, opu, Alger, 1983, pp:102-104 .

<sup>4</sup> ستانلي فيشر، الأزمة الآسيوية والدور المتغير لصندوق النقد الدولي، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، 02 العدد 1998، ص 3.

<sup>5</sup> سعود جايد مشكور العامري، مرجع سابق، ص 86.

- المساعدة في استقرارا المبادلات وأسعار الصرف
- مساعدة البلدان في الدفاع عن عملاتها النقدية عندما يكون لديها عدم توازن مؤقت في ميزان مدفوعاتها وذلك من خلال منحها تمويل قصير ومتوسط الأجل.
- تشجيع حرية تداول الأموال والسلع بين البلدان.
- المساعدة في وضع أنظمة مصرفية فعالة ومراقبة القواعد الدولية في البلدان ذات الأسواق الناشئة والبلدان النامية والبلدان التي في طريقها إلى التحول إلى بلدان صناعية.

✓ **البنك الدولي للإنشاء والتعمير:** مجموعة البنك الدولي هي مجموعة مؤلفة من خمسة منظمات عالمية مسؤولة عن تمويل البلدان بغرض التوفير وتقليل الفاقة، بالإضافة إلى تشجيع وحماية الاستثمار العالم، وقد بدأ في مسار أعماله في 27 جانفي 194، يبلغ عدد الأعضاء في البنك الدولي حاليا 185 دولة تصب مصالحها وآرائها في مجلس المحافظين ومجلس الإدارة ومقره واشنطن، ولتصبح أي دولة عضو في البنك يجب أن تنضم أولا إلى صندوق النقد الدولي<sup>1</sup>. بالصندوق والبنك موارد تتكون من رأس المال والاقتراض والاحتياطيات والأرباح وتسدّد حصص الأعضاء في رأس مال البنك على النحو التالي<sup>2</sup>:

- 2% من حصة العضو تسدّد ذهباً أو بالدولار، مع حق البنك في استخدام هذا المبلغ لغرض التسليف.
  - 18% من حصة العضو تسدّد من عملات الدول الأعضاء. ويمكن الاستفادة من هذه العملات لغرض التسليف بعد موافقة أصحابها الأعضاء في البنك.
  - 80% الباقية تحتفظ بها الدول الأعضاء، لكنها قابلة للـلـب في حالة احتياج البنك لها لمواجهة احتياجاته.
- أما الاقتراض فيعتبر أهم موارد البنك الدولي، حيث يشكل أكثر من 70 % من قيمة القروض التي يقدمها البنك الدولي إلى الأعضاء، والمورد الأخير المتمثل في الاحتياطيات والأرباح، فهو يمثل نسبة ضئيلة جدا من إجمالي الموارد، وفي جانب الاستخدامات، فإن البنك يهدف إلى تمكين الدول الأعضاء التي دمرتها الحرب من الحصول على رؤوس الأموال الضرورية لإعادة الاعمار، كما يسعى إلى النهوض باقتصاديات الدول المتخلفة.

## 2- وسائل السيولة الدولية في ظل نظام بروتن وودز:

عرفت وسائل السيولة الدولية تورا كبيرا من حيث طبيعة عناصرها وحجمها، فقد سائرت الوتيرة المتنامية التي عرفتها المبادلات العالمية والاحتياجات المتزايدة للدول. وفي هذا الإطار، يكون الاقتصار على الدولار الأمريكي وحقوق السحب الخاصة.

✓ **الدولار الأمريكي:** لقد شكل الدولار الأمريكي إلى جانب الجنيه الإسترليني مصدر خـلـر في الاحتياطيات الخارجية، إذ أن الدولارات والجنيهات بإمكانها الإيقاع بالدول المصدرة لها في عجز موازين مدفوعاتها، وكانت النتيجة أن طرحت مشكلة الثقة في هاتين العملتين، ومع التراجع الكبير للجنيه الإسترليني في الساحة النقدية كعملة

<sup>1</sup> سالم رشيد سيد، مرجع سابق، ص 161 . 162.

<sup>2</sup> ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص 328.

رئيسية، بقي الدولار الأمريكي كاحتياطي رئيسي وعرفت الولايات المتحدة الأمريكية حالات العجز المتتالية، لأن المخزون الذهبي لديها لم يعد كافياً لتسديد الحقوق المحررة بالدولار.

✓ **حقوق السحب الخاصة:** اضطرت السلطات النقدية الدولية إلى اتخاذ عدد من الإجراءات النقدية لإصلاح النظام النقدي الدولي، ومن أهم هذه الإجراءات ما تم الاتفاق عليه في الاجتماع السنوي لمحافظة صندوق النقد الدولي بمدينة "ريودي جانيرو" في سبتمبر 1967، والخاص بإنشاء حقوق السحب الخاصة وقد دخل نظام حقوق السحب، الخاصة حيز التنفيذ في 01 جانفي 1970 وقد نصت اتفاقية الإنشاء على ما يأتي<sup>1</sup>:

- عملية إصدار هذا العنصر تشترط موافقة 85% من أصوات الدول الأعضاء في الصندوق.  
- اعتبار حقوق السحب الخاصة تسهيلات نقدية إضافية، أي أنها عنصر مساعد للسيولة النقدية التقليدية.  
- أن البلد الساحب- المدين -مجبور على تسديد 30% فقط من قيمة القروض، أما 70% الباقية فإنه ليس مجبرا على تسديدها.

- يقتصر حق استعمال حقوق السحب الخاصة على البلدان المدينة فقط، أي صاحبة العجز في ميزان المدفوعات.  
- التقييد بسقف أعلى لحقوق السحب الخاصة - مقدار يسحبه بلد مدين على بلد دائن أي في حالة فائض لا يتعدى مقدار السحب على بلد في حالة فائض ثلاثة أضعاف حصته من حقوق السحب هذه.

- ونصت الاتفاقية أن صندوق النقد الدولي هو الوحيد من يملك حق تحديد نوع النقود التي يراد سحبها بخلاف حقوق السحب العادية التي يحق للبلد الساحب حق اختيار النقد.

وعملية إقراض حقوق السحب الخاصة تتم من خلال اشتراكات البلدان الأعضاء ولا تقرض من الأموال الخاصة بالصندوق.

وتعتبر وحدة حقوق السحب الخاصة وحدة حساب في صندوق النقد الدولي وفي منظمات دولية وإقليمية أخرى، زيادة على بعض الاتفاقيات الدولية التي تعتبرها أسا لوحدة حسابية، كما تستخدم في حساب الأدوات المالية الخاصة واعتبارا من جانفي 1999، ثم استبدال السللة المحددة للوحدة من حقوق السحب الخاصة، حيث حُل فيها اليورو، محل المارك الألماني والفرنك الفرنسي بما يعادل كميتهما. وعلى أساس سعر الصرف بينهما من جهة اليورو من جهة أخرى كما حدد في 31 ديسمبر 1998 الأوروبي في المجلس الأوربي<sup>2</sup>.

لكن دور حقوق السحب الخاصة بقي مهماً للأسباب التالية<sup>3</sup>:

- قدرة الدولار الأمريكي على فرض نفسه كعملة احتياط رئيسية، فهو يمثل أكثر من 70% من إجمالي الاحتياطات الدولية الرسمية من العملات الأجنبية في العالم وبه تجري أكثر من 50% من العمليات التجارية الدولية.
- لا يزال الذهب يلعب دورا هاما في تكوين الاحتياطات الدولية، في العديد من بلدان العالم، على الرغم من اتجاه أسعار نحو الهبوط في الأسواق العالمية.

<sup>1</sup>هاشم حيدر، السيولة النقدية الدولية والبلدان النامية، الأهلية للنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 1977 ص 74-75.

<sup>2</sup> بسام الحجار، نظام النقد العالمي وأسعار الصرف، مرجع سبق ذكره ص 68

<sup>3</sup> د.وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي (فضايا نقدية ومالية)، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2001، ص 400 .

■ استخدام وحدات حقوق السحب الخاصة حصرا من قبل السلطات الحكومية وعدم جواز تشكيلها ضمانا للقروض المصرفية.

**3- انهيار نظام بروتن وودز:** أدت الوفرة في الدولارات عند الدول الأوروبية ذات الفائض مع أمريكا إلى فقدان الثقة فيما عندها من أرصدة متراكمة كاحتياطي، فقامت بتحويل الفائض إلى ذهب الأمر الذي أدى إلى هبوط المخزون الذهبي الموجود لدى أمريكا، فانخفضت قيمته في ظرف عشرة 10 سنوات من (1960 إلى 1970) من 18 مليار دولار إلى 11 مليار دولار<sup>1</sup>.

وفي 9 ماي 1971 رفعت كل من سويسرا والنمسا من قيمة عملتها بنسبة 7.1 % و 5.1 % بينهما قررت ألمانيا و هولندا في ذلك الوقت و أمام هذه الأوضاع المتأزمة في أسواق الصرف، والحالة التي وصل إليها الدولار الأمريكي واحتياطها الذهبي، قامت أمريكا بالتدخل لإصلاح الأوضاع وذلك بإقرار مجموعة من القرارات على لسان رئيسها ريتشارد نيكسون Richard Nixon في 15/08/1971 في تحت عنوان "السياسة الاقتصادية الجديدة" والتي تمثلت في مجملها بالتنصل من كافة التعهدات والالتزام بالنهج السليم وذلك بوقف كافة عمليات تحويل الدولار إلى ذهب الأمر الذي أدى إلى نسف الأسس التي يقوم عليها استقرار أسعار الصرف وثباتها ومعنى ذلك هو انهيار قاعدة الدولار التي قام عليها النظام النقدي الدولي بعد الح.ع 2 مما اضطر بعض الدول إلى تعويم عملتها<sup>2</sup>. حيث اتخذت الإجراءات التالية<sup>3</sup>:

- ✓ إيقاف تحويل الدولار المملوك للحكومات والبنوك المركزية الأجنبية إلى ذهب أو أصول احتياطية أخرى.
- ✓ تخفيض حجم الإنفاق والمساعدات الاقتصادية الخارجية بنسبة 10% أو ما يعادل 74 مليار دولار.
- ✓ فرض ضريبة جمركية إضافية قدرها 10% على الواردات الأمريكية مع الإبقاء عليها مادامت السلع الأمريكية غير تنافسية .
- ✓ جمدت الأجور والأسعار لمدة لعلاج التضخم في الداخل.
- ✓ إلغاء ضريبة الإنتاج المفروضة على السيارات الأمريكية والمقدرة بنسبة 7% .
- ✓ إعفاء الاستثمارات الخاصة بإنتاج المعدات الوطنية من الضرائب بنسبة 10% لمدة سنة ثم بنسبة 5% بعد ذلك تشجيعا للاستثمارات فيها.

وكانت هذه الإجراءات بمثابة انهيار قاعدة الدولار، حيث دخلت أسواق الصرف الأجنبي في فوضى أدت إلى اضطراب العلاقات السياسية والاقتصادية بين الدول، وتلاها اجتماع جزر الأزور في ديسمبر 1971 بين الرئيسين الأمريكي والفرنسي وتمخض عنه:

- تخفيض قيمة الدولار مقابل رفع قيمة الذهب (انخفض الدولار بنسبة 8% وارتفع الذهب من 35 إلى 38 دولار للأوقية).
- زيادة قيمة بعض العملات الأوروبية.

<sup>1</sup>صادق مدحت، مرجع سابق، ص 37.

<sup>2</sup> زينب حسين عوض الله، مرجع سابق، ص 123 . 130.

<sup>3</sup>صادق مدحت، مرجع سابق، ص 38.

- عدم ممارسة الضغوط من أجل إعادة تحويل الدولار إلى ذهب.
- السماح بزيادة حدود تقلبات أسعار الصرف بنسبة 2,52% صعودا وهبوطا عن أسعار التعادل، حيث وصل هامش التقلب بين عملتين أوروبيتين إلى 9% .

أخيرا يمكن اعتبار نظام بروتن وودز صالحا في الظروف التي أعقبت الحرب حيث أدى نظام استقرار أسعار الصرف دورا هاما في تحقيق الاستقرار النقدي اللازم لنمو التجارة الدولية، على عكس ما شهدته فترة الثلاثينيات من تقلبات عنيفة في أسعار الصرف، أما السبب الذي أدى إلى إنهاء هذا النظام، فيرجع إلى العجز السريع والمتنامي لميزان المدفوعات الأمريكي وإلى تضخم الأسعار الذي تصاعد بمعدلات كبيرة أثرت على حركة التبادل التجاري الدولي.

### المطلب الثالث: أنظمة الصرف المرنة والنظام النقدي الدولي بعد سنة 1973

#### أولا: أنظمة أسعار الصرف المرنة:

**1 - مفهوم أنظمة أسعار الصرف المرنة:** يطلق على نظام سعر الصرف المرن اسم " نظام تعويم العملات " وفي ظل هذا النظام لا تتحمل السلطات المالية و النقدية عبء معالجة الخلل في ميزان المدفوعات عن طريق اتخاذ السياسات المناسبة من خلال الحد من الواردات و احداث تغييرات مهمة في مستويات الأسعار، وكذلك من خلال إحداث تغييرات في مستويات الدخل، أو احداث تغييرات في مستوى أسعار الفائدة، أو وضع قيود على انتقال رؤوس الأموال<sup>1</sup>. في هذا النظام يتحدد سعر الصرف الأجنبي بحرية في السوق من دون أن يكون هناك تدخل للبنك المركزي، إذ يحافظ على توازن ميزان الحسابات عن طريق تصحيح دائم لسعر الصرف. فالعجز المحتمل لهذا الميزان يخفض آليا (تلقائيا) من قيمة النقد المحلي، في حين أن فائضا محتملا يؤدي إلى تحسن في سعر الصرف<sup>2</sup>.

#### 2 - أشكال أنظمة أسعار الصرف المرنة: يتخذ نظام الصرف العائم ثلاثة أشكال كالآتي:

✓ **نظام سعر الصرف المختلط:** أي خليط بين التثبيت والتعويم، وتحت هذا النظام فإن الدولة تتبع عدة سياسات نقدية هدفها هو التأثير على أسعار صرف عملتها بما يحقق مصالحها، مثل دخول الدولة كبائع أو مشتر لعملتها أو لعملات أجنبية أخرى، لتقلل من تذبذب أسعار عملتها اليومية، كما تتدخل الدولة أحيانا لتحرك أسعار عملتها بما يتناسب أيضا مع متطلباتها إن كان بالارتفاع أو الانخفاض، ويطبق هذا النظام في مجموعة النظام النقدي الأوروبي الذي انتهى بتوحيد عملات دول الاتحاد في عملة واحدة EURO حيث تكون دول المجموعة مثبتة بالنسبة لبعضها البعض وعائمة أمام عملات الدول الأخرى خارج المجموعة<sup>3</sup>.

✓ **التعويم المدار:** يقوم هذا النظام على أساس إعطاء قدر كبير من المرونة لأسعار الصرف، وفي نفس الوقت تتدخل البنوك المركزية في أسواق الصرف بيعا وشراء للعملات الأجنبية من أجل تفادي التقلبات الحادة في القيم الخارجية لها وتحقيق صالح وطني على حساب البلد الآخر<sup>4</sup> كأن تقوم البنوك المركزية بمساندة العملة الوطنية، إذا ما اتجهت قيمتها الخارجية نحو الانخفاض من خلال شرائها في سوق الصرف مقابل الاحتياطات من العملات

<sup>1</sup> شقيري نوري موسى مرجع سابق، ص 165.

<sup>2</sup> وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، مرجع سابق، ص 296.

<sup>3</sup> مجلة السياسة الدولية، عدد 144 أبريل 2002 ص 216

<sup>4</sup> محمد دويدار، أسامة الفولي، مبادئ الاقتصاد النقدي، جامعة الإسكندرية، 2003، ص 112.

الأجنبية، والعكس حينما تتدخل البنوك المركزية من خلال شراء العملات الأجنبية مقابل العملة الوطنية من أجل الحفاظ على قيمتها الخارجية منخفضة نسبيا وذلك لتحقيق ميزة تنافسية على حساب الدول الأخرى، وعلى أي حال فإن السلطة النقدية تحتاج إلى رصيد من العملات الأجنبية حتى تتمكن من الحفاظ على سعر الصرف داخل الحدود المرغوبة ويعرف هذا الرصيد بمال موازنة الصرف<sup>1</sup>.

✓ **التعويم الحر:** تحدد سعر الصرف هذا وفق عوامل العرض والطلب، حيث أن التعويم الحر لا يحتاج إلى وجود احتياطات من النقد الأجنبي لدى السلطات النقدية، ويلاحظ أنه لا توجد دولة تتبع نظام التعويم الحر بصورة مطلقة، عدم تحديد محتوى ذهبي للعملة وبالتالي عدم الالتزام رسميا بسعر صرف معين للعملة بلى تركها لظروف العرض والطلب<sup>2</sup>.

### 3 - مزايا وعيوب أنظمة أسعار الصرف المرنة: تتمثل أهم مزايا وعيوب أنظمة أسعار الصرف المرنة في النقاط الآتية:

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

✓ تقلل من حدة المضاربة بحكم عمل آلية العرض والطلب وهو ما يظهر إذا كانت المرنة قوية تعويم حر.

✓ يمكن أن تقف دون خسارة الاحتياطيات الدولية في حالة حدوث أزمة مالية.

✓ في حالة حدوث اختلالات على مستوى المدفوعات لبلد ما فإنه يمكن إجراء التصحيح اللازم في ميزان المدفوعات بتعديل سعر الصرف بدلا من تغيير العرض النقدي.

✓ يمكن اتباع السياسات النقدية اللازمة دون قيد.

- عيوب أنظمة أسعار الصرف المرنة أما العيوب التي تميز هذه الأنظمة فهي كما يلي:

✓ حدوث تذبذبات واسعة في أسعار الصرف.

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

✓ عدم القدرة على التنبؤ بتغيرات معدلات الصرف، تقلص من حركية رؤوس الأموال طويلة الأجل زيادة على

التبادلات الدولية، لأنها في الغالب مصدر عدم يقين بالنسبة لعوائد الاستثمارات في الخارج وإيرادات الصادرات.

### ثانيا: النظام النقدي الدولي بعد سنة 1973

تمثل سياسة التعويم الحر نقیضا لسياسة تثبيت أسعار الصرف، حيث لا يمكن للسلطات النقدية أن تتدخل في أسواق الصرف من أجل تدعيم العملة الوطنية أو تتخذ قرارات اقتصادية متعلقة بسعر صرف العملات، وتكون بالتالي غير ملزمة بالاحتفاظ باحتياطيات كبيرة من العملات الأجنبية، وفق هذه السياسة ينظر إلى توازن ميزان المدفوعات أنه يتحقق تلقائيا عن طريق تفاعل قوى العرض والطلب في السوق، حيث تتغير أسعار الصرف ارتفاعا وانخفاضاً حتى يتحقق التوازن .

لقد كانت الدول الصناعية التي اتبعت سياسة التعويم تشكل ثلاثة أرباع حجم التجارة الدولية، وهو ما جعل هذه السياسة عبارة عن ظاهرة دولية، أما فيما يخص الدول النامية، فقد تحولت عن ربط عملاتها بعملة رئيسية، فأتجهت دول

<sup>1</sup> Revue : Stanley Fisher, « régimes de taux de change » Finances et développement, Septembre 2003.

<sup>2</sup> عرفان تقي الحسني، مرجع سابق، ص 156.

إلى ربط عملاتها بحقوق السحب الخاصة، واتجهت دول أخرى إلى الربط بسلة من العملات المتنوعة التي تتحدد أوزان كل منها بما يتناسب مع موازين مدفوعاتها الخارجية.

وحين اتبعت الدول الصناعية سياسة التعويم سنة 1973، لم تكن تنظر إلى هذا النظام بحكمه نظاما نقديا يمثل الأفضل، إنما كان اتباعها له بسبب انهيار نظام أسعار الصرف الثابتة الذي لا تلبث أن تعود إليه بمجرد إنتهاء الأزمة.

ولما تضاعفت أسعار البترول في نهاية سنة 1973 مرات عديدة وما تبعها من موجات تضخمية حادة وكساد عميق، خصوصا سنة 74-75، حدثت اختلالات كبيرة في المدفوعات الدولية مست الدول الصناعية وتفاوتت مستويات النمو والتضخم في اقتصاديات مختلف الدول تفاوتا كبيرا أدى إلى وقوع تقلبات عنيفة في أسعار الصرف، ولم تكن معظم الدول لتترك تحديد أسعار صرف عملاتها لقوى السوق وحدها، إنما طبقت سياسة التعويم المدار من خلال تدخلها في أسواق الصرف، كما لجأت بعض الدول ذات العملات الضعيفة إلى الاقتراض، وبعض الدول الأخرى إلى فرض إجراءات نقدية مثل منع تصدير رؤوس الأموال للخارج أو وضع قيود على الاستيراد، أما دول العملات الصعبة، فوضعت قيودا على تدفقات رؤوس الأموال الوافدة إليها.

كل هذه الإجراءات، كان الهدف منها التحكم في قوى السوق التي تؤثر في تحديد سعر صرف العملة، فهناك من البلدان من وضع استقرار الأسعار في الأولوية، وهناك من استهدف معدلا للنمو.

إن ما ينسب إلى سياسة التعويم من مزايا، هو أنها حررت البنوك المركزية من التزاماتها بالاحتفاظ بأسعار صرف عملاتها ضمن هامش التقلب التي حث عليها صندوق النقد الدولي، حيث أصبحت حرة في تحديد عرض النقود من غير اعتبار لسعر الصرف كما تحررت السلطات النقدية من القيود التي يتطلبها توازن ميزان المدفوعات أما ما يؤخذ عليها، فهو صعوبة ضبط سعر الصرف المناسب في السوق، فسعر صرف التوازن في سوق الصرف الأجنبي في لحظة معينة قد لا يكون هو نفسه السعر الذي يحقق التوازن في الأمد المتوسط.

انطلاقا من ضرورة الإصلاح النقدي، اتفقت الأطراف التي وقعت اتفاقية سميثونيان على إعادة النظر في بعض أحكام اتفاق صندوق النقد الدولي بغية الخروج باتفاق محدد بشأن النظام الجديد لأسعار الصرف، وكذا، تحديد دور الذهب في النظام النقدي الدولي، وبموجب الاجتماع المنعقد في "كينجستون" بجامايكا بتاريخ 7-8 جانفي 1976، تم الاتفاق على تعديل - بعض أحكام صندوق النقد الدولي ودخل الاتفاق حيز التنفيذ في 01 أفريل 1978 ففيما يخص سعر الصرف، تم تعديل المادة الرابعة (04) من اتفاقية بروتن وودز التي كانت تجر الدول على تحديد أسعار صرف عملاتها وفقا لنظام أسعار التعادل، بحيث أصبحت تسمح بتحديد أسعار الصرف وفقا لنظام حرية سعر الصرف أو نظام التعويم، سواء كان تعويما فرديا أو جماعيا، وتم التأكيد على ضرورة بذل الجهود لبناء نظام مستقر لأسعار صرف العملات، وتفادي التقلبات القوية والتزمت الدول الأعضاء بعدم التلاعب بأسعار الصرف التي تؤدي إلى اختلال موازين المدفوعات، وفيما يخص النظام الاحتياطي النقدي الدولي، تم التركيز على تطوير حقوق السحب الخاصة حتى تكون ذات أهمية ووزن كبير في الأصول الاحتياطية الدولية مع تقليل أهمية الذهب وعملات الاحتياطي الدولية كعناصر سيولة دولية.

ونتيجة لهذه التعديلات، تباينت وجهات نظر الدول فالولايات المتحدة الأمريكية رأت بوجود إلغاء الصفة النقدية للذهب نهمايا، أما فرنسا فأرت بضرورة استمراريته في لعب دور رئيسي في أي نظام نقدي مستقبلا، وفي هذا الإطار تضمن التعديل الثاني لاتفاقية صندوق النقد الدولي بعض الأحكام الجديدة المتعلقة بدور الذهب في النظام الدولي، وهي تتلخص فيما يلي<sup>1</sup>:

- إلغاء السعر الرسمي للذهب والسماح للبنوك المركزية للدول الأعضاء ببيع وشراء الذهب في الأسواق دون قيد.
  - عدم اتخاذ الذهب كأساس لتقويم العملات الوطنية، وإنهاء دوره في تقييم حقوق السحب الخاصة.
  - إلغاء الأحكام المنظمة لاستخدام الذهب في التعامل ما بين الصندوق والدول الأعضاء.
  - قيام الصندوق بالتصرف في ثلث ما بجوزته من ذهب، بحيث يعاد السدس إلى الأعضاء بحسب حصصهم، وبيع السدس بالميزاد بالسعر السائد في السوق.
  - قيام الصندوق بالتصرف في جزء أو في كل الرصيد المتبقي من الذهب.
- بهذا التعديل، خرج الذهب رسميا من إطار نظام النقد الدولي وأصبحت البنوك المركزية حرة في استخدام احتياطياتها الذهبية، وبالرغم من هذا، تزايدت أهمية الذهب، فقد استمر يستخدم كضمان للقروض التي تحصل عليها الدول، كما أن دول النظام النقدي الأوروبي قررت أن تودع كل دولة ما يعادل 20% من احتياطياتها من الذهب والعملات الأجنبية في الصندوق الأوروبي للتعاون النقدي مقابل إصدار وحدات النقد الأوروبية.
- كما قصد التعديل الثاني تطوير حقوق السحب الخاصة لكي يكون لها وزن في الأصول الاحتياطية الدولية، وما زال الذهب يحتفظ بمكانته كأصل احتياطي لدى السلطات النقدية في العالم، على الرغم من إنهاء دوره النقدي في إطار النظام النقدي الدولي.<sup>2</sup>

### المبحث الثالث: سياسات سعر الصرف

#### المطلب الأول: تعريف سياسات سعر الصرف وأهدافها

**أولا: تعريف سياسات سعر الصرف:** إن سياسة الصرف تسعى إلى فهم تغيرات سعر الصرف، لكيلا تكون عاقبتها وخيمة على الأعوان الاقتصاديين<sup>3</sup>. وبالتالي سياسة أسعار الصرف هي من ضمن السياسات المتعددة التي تلجأ إليها السلطات النقدية ببلدان العالم بهدف جدارة الاقتصاد الوطني ودعم نموه والحد من الخلل في توازناته.<sup>4</sup>

**ثانيا: أهداف سياسة سعر الصرف:** تعتبر سياسة سعر الصرف سياسة اقتصادية، تظهر من يوم إلى يوم استقلاليتها عن السياسة النقدية، وهذا من خلال تميزها بأهدافها وأدواتها فهي تسعى إلى تحقيق مجموعة من الأهداف أبرزها:<sup>5</sup>

**1-مقاومة التضخم:** إن انخفاض في مستوى التضخم المستورد وتحسن في مستوى تنافسية المؤسسات فهو ناتج عن تحسن سعر الصرف، ففي المدى القصير يكون لانخفاض تكاليف للاستيراد أكبر إيجابي على انخفاض مستوى

<sup>1</sup> مروان عطون، مرجع سابق، ص56.

<sup>2</sup> بسام الحجار، العلاقات الاقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص 113. 114

<sup>3</sup> غازي عبد الرزاق النقاش، التمويل الدولي و العمليات المصرفية الدولية، دار وائل للنشر، عمان، 1996، ص130

<sup>4</sup> حميدات محمود، مرجع سابق، ص05.

<sup>5</sup> عبد المجيد قدي، مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، مرجع سابق، 2003، ص 131.



التضخم وتتضاعف أرباح المؤسسات بما يمكنها من ترشيد أداة الإنتاج في المدى المتوسط، وهكذا تحقق المؤسسات عوائد إنتاجية وتتمكن من إنتاج سلع ذات جودة عالية بما يعني تحسن تنافسيتها.

**2 - تخصيص الموارد:** يتم تحويل الموارد إلى قطع السلع الدولية (الموجهة للتصدير) عن طريق سعر الصرف الحقيقي باعتباره يجعل الاقتصاد أكثر تنافسية، وهذا ما يعمل على توسع قاعدة السلع الدولية بحيث يصبح عدد كبير من السلع قابل للتصدير، وبالتالي يقل عدد السلع التي يتم استيرادها، ويزيد عدد السلع التي كانت تستورد محليا (إحلال، وإرادات) والسلع التي يمكن تصديرها كما ينعكس أثر تغيير سعر الصرف الحقيقي في إعادة تخصيص الموارد في أسواق عوامل الإنتاج، إذ يؤدي انخفاضها إلى زيادة استخدام عنصري العمل و رأس المال في قطاع التصدير وفي الصناعات المنافسة للإسترد.

**3 - توزيع الدخل:** يلعب سعر الصرف دورا هاما في توزيع الدخل بين الفئات أو بين القطاعات المحلية، فعند ارتفاع القدرة التنافسية لقطاع التصدير التقليدي (مواد أولية ، زراعية) نتيجة انخفاض سعر الصرف الحقيقي، فإن ذلك يجعله أكثر ربحية ويعود الربح من هذا الوضع إلى أصحاب رؤوس الأموال في الوقت في الوقت الذي تنخفض فيه القدرة الشرائية للعمال. وعند انخفاض القدرة الشرائية التنافسية الناجمة عن انخفاض سعر الصرف الاسمي (ارتفاع سعر الصرف الحقيقي) فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع القدرة الشرائية للأجور في الوقت الذي تنخفض فيه الشركات العاملة في قطاع السلع الدولية، فتقلص استثمارها، وبهذا تقلص الآثار السلبية الناجمة عن سعر الصرف التنافسي يلجأ أصحاب القرار أحيانا إلى اعتماد أسعار الصرف متعددة مثل سعر الصرف للتصدير التقليدية، سعر الصرف للواردات الغذائية... الخ.

**4 - تنمية الصناعة المحلية:** من أجل تشجيع الصناعة الوطنية، يمكن للبنك المركزي اعتماد سياسة لتخفيض أسعار الصرف ففي سنة 1984 م قام البنك الفدرالي الألماني بتخفيض هام للعملة مما شجع الصادرات، وفي مرحلة ثانية قام باعتماد سياسة العملة القوية، كما اعتمدت السلطات النقدية اليابانية سياسة التخفيض حماية السوق المحلي من المنافسة الخارجية وتشجيع الصادرات، وما بين 1970 1990 وتحت ضغط الو. م. الأمريكية، غيرت هذه السلطات سياستها بإعادة تقييم سعر - الين، إلا إن الفوائض التجارية استمرت في التزايد، وساهم هذا التحسن للين في اعتبار الاستثمارات اليابانية هي الأفضل في الخارج.

**المطلب الثاني: أشكال سياسات الصرف:**

**أولا: سياسة استخدام احتياطات الصرف:**

في ظل نظام أسعار صرف ثابتة أو شبه مداراة تلجأ السلطات النقدية إلى المحافظة على سعر صرف عملتها، فعند اختيار عملتها تقوم ببيع العملات الصعبة لديها مقابل العملة المحلية، وعندما تكون الاحتياطات غير كافية يقوم البنك المركزي بتخفيض العملة المحلية.

وفي ظل نظام الصرف العائم تقاوم السلطات النقدية التقلبات الحادة في سعر عملتها ويمكن أن لا تكفيها احتياطاتها من الصرف الأجنبي للتصدي للآثار الناجمة عن حركة رؤوس الأموال المضاربة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، مرجع سابق، 2003، ص 135 136.

أي بمعنى سواء لتجنب تخفيض قيمة العملة أو ارتفاع في قيمتها، فيشتري البنك المركزي أو يبيع عملته في السوق مقابل عملات أجنبية معدلا بذلك توازن السوق.<sup>1</sup>

**ثانيا: سياسة استخدام الفائدة:**

يقوم البنك المركزي باعتماد سياسة سعر الفائدة المرتفع لتعويض خطر انهيار العملة وهذا في حالة كون العملة ضعيفة، فارتفاع سعر الفائدة يعود بعدد مهم من التوظيفات حيث أنه يقوم بجلب رؤوس الأموال الأجنبية ويقلل من خروج رؤوس الأموال المحلية، مما يؤدي إلى ارتفاع الطلب على العملة المحلية وبالتالي ارتفاع سعر صرفها بمعنى استخدام أسعار الفائدة أصبحت مهمة من أجل جلب حركة رؤوس الأموال التي تبحث عن توظيفات أكثر ربحا. هذا من جهة ومن جهة أخرى، المستثمرين الأجانب في المنطقة النقدية يحولون عملاتهم بالأورو مثلا الذي يحقق ارتفاع الطلب على هذا الأخير ومنه ارتفاع سعر الصرف.<sup>2</sup>

إذن: من أجل العملات الضعيفة فإن السلطات النقدية عليها أن تطبق بصفة عامة سياسة سعر الفائدة مرتفع إلى غاية أن تعوض خطر التخفيض المستقبلي لعملتها.

**ثالثا: سياسة إقامة سعر صرف متعدد:**

يشير سعر الصرف المتعدد إلى قيام الدولة بتثبيت أسعار للصرف تختلف باختلاف السلع التي يتم الاتجار فيها للمبادلات مع الدول المختلفة، والهدف الرئيسي من ذلك هو الحصول على أكبر عدد ممكن من الصرف الأجنبي (تعظيم العائد) عن طريق زيادة الصادرات والحد من الواردات.

وترجع فكرة تعدد أسعار الصرف إلى ألمانيا، حيث اضطرت الرغبة في تخفيف التزاماتها الدولية بعد عام 1932 م

**رابعا: سياسة الرقابة على الصرف**

**1 - مفهوم الرقابة على الصرف:**

ويقصد بها تدخل السلطات العمومية في مجال الصرف الأجنبي سواء بتحديد سعر صرف محدد للعملة الوطنية أو الكميات المسموح بتحويلها.<sup>3</sup> أي عملية الرقابة على الصرف في مجموعة من الأحكام التي تمنع القيام بتصرفات معينة كمنع التعامل بالعملات على الأفراد و اقتصاره على الجهات الرسمية التي تتولى الرقابة على الصرف، وكذلك العمل على تقييد وارداتها بإتباع نظام الحصص، أو بإتباع مدفوعاتها إلى الخارج، وكل هذه الإجراءات تدور حول فكرة المحافظة على ميزان الدولة الخارجي ومحاولة التخلص من العجز، و الغرض من الرقابة على الصرف يتمثل في:

-المحافظة على العملة فوق المستوى السائد وفق ظروف العرض و الطلب، حيث تقوم بعض الدول على تثبيت القيمة الخارجية للعملة عند مستوى أعلى من الذي تحدده قوى السوق. وذلك لأسباب عديدة، فقد تحتاج الدولة إلى استيراد كميات كبيرة من المواد الخام والتجهيزات الرأسمالية لتنفيذ برامج التنمية الاقتصادية، كما قد تحتاج لسداد ديونها الخارجية.

<sup>1</sup> الطاهر قافة، مرجع سابق، ص 29.

<sup>2</sup> J. LANGATTE, P. VANHOVE, C. VIPREY. *Economie general express*, 3eme edition dunod , paris, 2001. P 386

<sup>3</sup> عرفان تقي الحسني، مرجع سابق، ص 157.

-التغلب على النقص الذي تعانيه الدولة في الأرصدة الأجنبية من عملات وذهب ومحاولة الحد من الطلب عليها وكذلك الحد من هروب رؤوس الأموال حيث أن تصدير الذهب ورؤوس الأموال لا يمكن أن يتم بدون تصريح أو ترخيص من سلطات الرقابة على الصرف.

-رفع الأسعار الداخلية لإنعاش الصناعات الهامة ومواجهة الكساد وتشجيع الانتعاش وهذا عن طريق إتباع نظام الرقابة على الصرف للمحافظة على قيمة منخفضة للعملة بهدف تشجيع الصادرات وتقليل الواردات.

-استقرار أسعار الصرف حيث أن تقلبها يؤدي إلى تضرر الصناعة والتجارة فقد ترى الحكومة تقييد المعاملات التي تتم على أساس سعر الصرف الحر وإعلان استعدادها للتحويل على أساس سعر الصرف الرسمي المحدد.

-حماية الصناعات المحلية و الحد من استيراد السلع غير الضرورية و ذلك بمنح رخص لاستيراد السلع الضرورية فقط.  
-زيادة دخل الدولة وتقوية مركزها التنافسي من خلال قيام البنك المركزي ببيع العملات الأجنبية بمعدلات أسعار أعلى من معدلات شرائها من الأسواق الدولية، لذلك فإن الرقابة على الصرف تساعد الدولة على ضمان مركزها الاقتصادي مع الدول الأخرى.

**2- وسائل الرقابة على الصرف:** وسائل الرقابة على الصرف تدرج في صنفين وسائل مباشرة وأخرى غير مباشرة.

- **الوسائل المباشرة:** تتمثل في عدة وسائل يستخدمها البنك المركزي الذي يمثل سلطة الرقابة على الصرف الأجنبي للدولة وندرجها فيما يلي:

✓ **التدخل المباشر:** يتضمن التدخل المباشر في سوق الصرف قيام الحكومة بتثبيت سعر الصرف عند مستوى أعلى أو أقل من سعر الصرف السائد في سوق الصرف، و ذلك عن طريق شراء أو بيع العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية عند مستوى السعر المحدد، فعندما تحدد الدولة سعر أعلى لعملتها يكون الطلب عليها أقل من العرض فيتدخل البنك المركزي لشراء العملة الوطنية حتى يتساوى الطلب والعرض عند مستوى السعر المحدد، و من ناحية أخرى يقوم البنك المركزي ببيع العملة المحلية في حالة تحديد سعر أقل للعملة حيث يكون الطلب أكبر من العرض عند هذا السعر.

✓ **اتفاقيات المقاصة:** يتم الاتفاق بين دولتين على فتح لكل منهما حسابا للدولة الأخرى المحلية ببنكها المركزي، حيث يتم إجراء تسوية المدفوعات عن الصادرات والواردات التي تتم بينهما على أن يتم الاتفاق على أسعار صرف معينة وتعرف هذه الاتفاقيات باسم الاتفاقيات الثنائية.

✓ **اتفاقيات الدفع:** تعتبر اتفاقيات ثنائية لكن أكثر شمولاً، حيث تشتمل إضافة إلى المعاملات بالسلع معاملات مثل الخدمات، رسوم الشحن، خدمة الديون، خدمات السياحة ... وتتم هذه الاتفاقيات بغرض تسديد الدين من دولة معينة إلى دولة أخرى، وقد عقدت إنجلترا سلسلة من اتفاقيات الدفع سنة 1947 مع الهند، مصر البرازيل، إنجلترا...

- **الوسائل غير المباشرة:** أهم الوسائل غير المباشرة للرقابة على الصرف الأجنبي تتمثل في:

✓ **قيود الكمية:** تتمثل في تقييد وحظر الواردات عن طريق حصص الاستيراد وسياسات الشراء التي تتبعها مؤسسات التجارة الحكومية، وتهدف إلى الحد من الواردات بالرفع من الضرائب والرسوم الجمركية وهذا للحد من العجز في ميزان المدفوعات

✓ **قديم إعانات التصدير:** تهدف هذه الإعانات إلى تنشيط الصادرات وزيادة قيمتها الكلية وتكون أكثر فعالية في حالة مرونة الصادرات المرتفعة.

✓ **رفع أسعار الفائدة:** رفع أسعار الفائدة تؤثر في أسعار الصرف من خلال تأثيرها على حركات رؤوس الأموال داخل وخارج الدولة، فزيادة سعر الفائدة تزداد تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية من الخارج ويقل خروج رؤوس الأموال من الدولة، وبالتالي الزيادة في الطلب على العملة الوطنية وارتفاع قيمتها الخارجية، لكن تغيرات سعر الفائدة تؤثر عكسيا على الاستثمار، فضلا عن إمكانية قيام الدول الأخرى برفع أسعار الفائدة، الأمر الذي يؤدي إلى تقليل الآثار المنتظرة على سعر الصرف الأجنبي.

**3- مبادئ وآثار الرقابة على الصرف:** تتمثل الرقابة على الصرف في محاولة الدولة تقييد مدفوعاتها للخارج، ومن هذا فرضت الدولة رقابتها على كل ما يتعلق بالعملات الأجنبية وتعددت الإجراءات التي اتخذتها في هذا السبيل، فالرقابة على الصرف تتضمن عدة صور تتمثل في:

- جعل كل عمليات الصرف سواء بيع أو شراء العملات الأجنبية بين يدي سلطة واحدة يطلق عليها اسم مراقبة النقد أو مراقبة الصرف، ومنه فعمليات الصرف تصبح احتكارا على الدولة غير أنها تحول هذه السلطة للبنوك التجارية.

- إلزام كل مصدر بأن يورد كل ما يحصل عليه من عملات أجنبية إلى مجمع العملات الأجنبية وكذلك إلزام كل مستورد أن يشتري العملة التي يريدها من المجمع نفسه، و يتم البيع و الشراء بسعر صرف تحدده الدولة، كما بإمكان الدولة أن تضع رخص التصدير وفرض نظام رخص الاستيراد لضمان توزيع العملة فيما بين المستوردين.

- تحريم التعامل في الصرف لبعض العمليات، فتقوم بمنع تصدير رؤوس الأموال و التفرقة بين العمليات الجارية وحركات رأس المال، فتييسر الأولى و تمنع الثانية، كما تلجأ الدولة أحيانا إلى ما يعرف بنظام تجميد حسابات الأجانب، أي منعهم من استعمالها أو التصرف فيها، وتفتح لهم مكانها حسابا بالعملة المحلية، حتى تجبرهم على الشراء من هذه الدولة مقابل تصدير بعض السلع إليها.

فبإمكان الرقابة على الصرف أن تؤدي إلى انعكاسات على التجارة الخارجية مثلما تؤدي إليه النظم الحسابية الجمركية، فهي تقلل الواردات، وقد تزيد الصادرات، إلا أن أهم نتيجة للرقابة على الصرف تأثيرها على الصرف نفسه، فهي تحتفظ به في المستوى الذي تريده الدولة، أي أنه لا يتحدد في سوق الصرف.

ومن هذا فإن الرقابة على الصرف تؤدي إلى عزل العملة الوطنية عن الخارج، كما أنها تقيم حاجزا بين الأسعار العالمية وأسعارها الداخلية، حيث أنه بإمكان الدولة أن تقوم باختيار السياسات النقدية والاقتصادية وتطبيقها دون أن تخشى من آثارها الضارة على ميزان المدفوعات.

**خامسا: سياسة تخفيض العملة المحلية:**

تعتبر من أهم سياسات سعر الصرف، حيث يستعمل هذا الإجراء من أجل تحقيق أهداف اقتصادية وطنية محددة تختلف من دولة لأخرى، وذلك حسب الأولويات وخصائص الهياكل الاقتصادية ومستوى النمو، والتي تهدف أساسا إلى إعادة تحسين مستوى الميزان التجاري بالدرجة الأولى.

**1 - مفهوم سياسة التخفيض:**

فهي تخفيض قيمة العملة أي تخفيض المحتوى الذهبي الرسمي المحدد للوحدة النقدية.<sup>1</sup> تلك العملية التقنية التي تقوم بموجبها السلطات العمومية (أو النقدية)، بتخفيض قيمة العملة المحلية اتجاه قاعدة نقدية معينة وبالتالي اتجاه جميع العملات. بهذا المعنى يترتب عليه تخفيض الأسعار المحلية مقومة بالعملات الأجنبية ويرفع الأسعار الخارجية المقومة بالعملة الوطنية، ويراعي في هذه الحالة عدم الخلط بين اصطلاحى انخفاض قيمة العملة الذي يحدث نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب، وتخفيض قيمة العملة الذي تتخذه الدولة بناء على سياسة مرسومة، لتحقيق أهداف معينة وعلى رأسها تشجيع صادراتها والحد من وارداتها، وبالتالي تفادي اللجوء إلى سياسات انكماشية في الداخل وتخفيض مستوى الدخل الوطني الحقيقي.

**2 - أسباب تخفيض العملة:**

الواقع أن التخفيض إجراء تقرره دولة ارتفعت فيها الأسعار ارتفاعا تضخميا، بحيث أصبحت تحدد لعملتها سعريين في سوق الصرف، سعرا مرتفعا حددته الدولة ولا يتم التعامل بمقتضاه في السوق وسعر آخر منخفضا يتحدد للعملة في سوق الصرف طبقا لعوامل العرض والطلب، فإذا أصرت الدولة على تجاهل هذه الظاهرة، فإنها تؤدي إلى نتيجتين خطيرتين.

- النتيجة الأولى هي أن يصاب الميزان التجاري للدولة بعجز نتيجة لقلة صادرات البلد التي تتم بالسعر الذي حددته الدولة نظرا لأنها تكلف التاجر الأجنبي، بينما تزيد واردات هذا البلد نتيجة لانخفاض الأسعار في الخارج.

- النتيجة الثانية هي أن يمتنع استيراد رأس المال من الخارج، بينما يؤدي تدهور سعر العملة في سوق الصرف إلى هجرة رؤوس الأموال الموجودة في داخل البلد، وذلك خوفا على قيمتها من التدهور.

وفي سبيل أن تتجنب الدولة هاتين النتيجتين، تخفض السعر الذي حددته، وعندئذ تستطيع أن تحقق من وراء التخفيض أهم غرض تسعى إليه وهو تحقيق توازن ميزانها التجاري الذي كان فيه عجز، ويتم ذلك عن طريق تشجيع الصادرات وتقليل الواردات.<sup>2</sup>

**3 - شروط نجاح سياسة التخفيض: إن نجاح سياسة التخفيض يتوقف على توفر مجموعة من الشروط:<sup>3</sup>**

- اتسام الطلب العالمي على منتجات الدولة بقدر كاف من المرونة، بحيث يؤدي تخفيض العملة إلى زيادة أكبر في الطلب العالمي على المنتجات المصدرة من نسبة التخفيض.

<sup>1</sup> عرفان تقي الحسيني، مرجع سابق، ص 151.

<sup>2</sup> معادل أحمد حشيش، مجدي محمود شهاب، أساسيات الاقتصاد الدولي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2003، ص 193.

<sup>3</sup> عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص 134.

- ضرورة اتسام العرض المحلي لسلع التصدير بقدر كاف من المرونة بحيث يستجيب الجهاز الإنتاجي للارتفاع في الطلب أو الطلب الناجم عن ارتفاع الصادرات.

- ضرورة توفر استقرار في الأسعار المحلية، وعدم ارتفاعها بعد التخفيض حتى لا ينعكس هذا الارتفاع في صورة ارتفاع لأسعار تكلفة المنتجات المحلية.

- عدم قيام الدول المنافسة الأخرى بإجراءات مماثلة لتخفيض عملتها مما يزيل الأثر المترتب على التخفيض.

- استجابة السلع المصدرة للمواصفات، الجودة والمعايير الصحية والأمنية الضرورية للتصدي.

**4- أهمية سياسة التخفيض:** إن التخفيض يجعل من أسعار الصادرات تنخفض من منظور الأجنبي، وبالتالي فإن الطلب الأجنبي على المنتجات المحلية يميل إلى الارتفاع، أما بالنسبة للواردات ترتفع قيمتها بالنسبة للعملة الوطنية، هذا ما يجعل من حجم الواردات يميل إلى الانخفاض .

ولهذا فإن المنتجين يقومون بتحويل أو نقل عوامل الإنتاج إلى القطاعات التي تسمح لهم بتحقيق مردودية أكثر، وبذلك يفضلون الإنتاج في قطاعي التصدير وإحلال الواردات، وفي هذا الإطار يمكن أن يكون سعر الصرف أداة تسيير للعرض و الطلب والتخصيص الفعال للموارد، ولا يؤثر التخفيض في حساب التجارة المنظورة فحسب، حيث يساهم في تحسين من جهة أخرى وضعية حساب التجارة غير المنظورة، الراجع إلى زيادة إقبال الطرف الأجنبي على الخدمات المحلية التي يراها منخفضة التكلفة، و يحد من جهة أخرى إقبال الطرف المحلي على الخدمات الأجنبية، كما يحدث هذا مع المال الأجنبي الذي من دوره أن يساهم في تحسين و انتعاش حساب رأس المال. بالإضافة إلى التأثير المباشر على ميزان المدفوعات قد يكون للتخفيض شأن في زيادة دخل الفئات المنتجة وتخفيف عبء مديونيتها، وذلك لتسهيل تصريف منتجاتهم في الأسواق الخارجية أو ارتفاع أثمانها في الأسواق العالمية، وبالإضافة إلى حماية الصناعة الناشئة، قد يهدف التخفيض إلى علاج مشكلة البطالة في الاقتصاد الوطني، حيث ينتج عنه التوسع في الصناعات التصديرية.

### 5- آثار سياسة التخفيض:

- قد تساهم هذه السياسة في إضعاف قدرة البلد على توجيه سلعه للتصدير نتيجة لانخفاض تنافسية صادرات الدولة في الأسواق العالمية.

- لجوء المقيمين إلى ادخار عملات أجنبية بدل المحلية وميولهم إلى الاستهلاك نظرا لضعف الثقة في العملة المحلية.

- انخفاض معدل الادخار الوطني مما يؤثر بشكل سلبي على إمكانية تمويل المشاريع التنموية.

- ظهور المضاربات التجارية وتوجيه رؤوس الأموال إلى الاستثمار في المجالات ذات العائد السريع.

- عادة ما يؤدي التخفيض لزيادة عبء المديونية الدولية المعبر عنه بالعملة المحلية.

- يحدث التخفيض آثار تضخمية كبيرة وتضرر لأصحاب الدخول الثابتة.

- وهكذا فالتخفيض لا يعتبر وسيلة آلية لتحسين وضعية ميزان المدفوعات بل تتوقف الآثار النهائية له على عوامل عديدة

متداخلة، فالتخفيض إذ يمهّد لمثل هذا التحسن فإن الأثر النهائي له يتوقف على السياسة الاقتصادية اللاحقة للتخفيض.

المبحث الرابع: أسواق الصرف الأجنبية وعملياتها: سيتناول هذا المبحث أسواق الصرف الأجنبية من حيث تعريفها وأنواعها وخصائصها كما يبحث في مختلف أنواع العمليات التي تجري بهذه الأسواق.

### المطلب الأول: أسواق الصرف الأجنبية

#### أولاً: تعريف سوق الصرف الأجنبية

يعرف سوق الصرف الأجنبي على أنه السوق الذي تتم به مبادلات الصرف الأجنبي أي بيع وشراء العملات الأجنبية.<sup>1</sup>

كما يعرف على أنه الإطار التنظيمي الذي يقوم فيه الأفراد والشركات والبنوك بشراء وبيع العملات الأجنبية أو الصرف الأجنبي، وتتكون سوق الصرف الأجنبية لأي عملة الدولار مثلاً، من جميع المواقع لندن، وزيورخ وباريس وكذلك نيويورك حيث تباع وتشتري مقابل عملات أجنبية أخرى<sup>2</sup>.

فسوق الصرف الأجنبي هو المكان الذي تتم فيه عملية تبادل عملة دولة ما بعملة دولة أخرى، أين يلتقي العرض والطلب للعملات، فيتحدد سعر كل عملة بالعملة الوطنية عند التقاء الطلب والعرض<sup>3</sup>.

أو يقصد به السوق الذي تتبادل فيه العملات بعملات أخرى أي مبادلة عملة أجنبية بعملة محلية، فعملية التبادل قد تتم بصفة فورية في نفس اليوم أو مستقبلاً عند تاريخ معين قد يكون قد حدد قبلاً وتدعى هذه العملة بالتبادل لآجل<sup>4</sup>.

فسوق الصرف الأجنبي ليس بورصة منظمة مثل بورصات الأوراق المالية، فليس له مكان مركزي يجتمع فيه المتعاملون، كما أنه لا يقتصر على بلد واحد، فهو ميكانيزم يتم بواسطته الجمع بين مشتري وبياع للصرف الأجنبي، إنه يتكون أساساً من عدد من البنوك تزاوّل بنشاط عملية استبدال العملات، من بين أهم مراكز الصرف الأجنبي نجد لندن، نيويورك، طوكيو، زيورخ، فرانكفورت، سنغافورة وهونج كونج<sup>5</sup>.

ويعرفه مدحت صادق بأنه "المكان الذي يجري فيه تبادل العملات الدولية المختلفة بياعاً وشراءً، وهو ليس كغيره من الأسواق المالية أو التجارية، إذ أنه ليس محددًا بمكان معين يجمع بين البائعين والمشتريين على نحو ما يحدث في السوق المالي، عندما يجتمع أطراف التعامل في مكان محدد يعرف ببورصة الأوراق المالية، يتم فيه شراء وبيع الأسهم والسندات، وإنما يتم التعامل في سوق الصرف الأجنبي في البنوك العاملة في مختلف المراكز المالية.

شهدت فترة الستينيات وبداية السبعينيات نمواً كبيراً لعمليات الصرف الأجنبي بفعل تحرير حركات رؤوس الأموال بين مختلف المراكز المالية الدولية، كما زاد حجم عمليات الصرف الأجنبي زيادة كبيرة في الوقت الذي اعتمدت فيه أنظمة الصرف المعمومة التي شهدت تقلبات حادة في أسعار الصرف خصوصاً مع دخول عنصر المضاربة.

<sup>1</sup> عرفان تقي الحسني، مرجع سابق، ص 178.

<sup>2</sup> سالقاتور دومينيك، الاقتصاد الدولي، دار ماكجروهيل للنشر، القاهرة، 1975، ص 146.

<sup>3</sup> بنجرار يعدل فريدا، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 125.

<sup>4</sup> Jean Marc Siroën , **Finances internationales** , édition Armand Colin . paris 1993 p78.

<sup>5</sup> كامل بكري، مرجع سابق، ص 309

ثانيا: خصائص سوق الصرف الأجنبية تتميز أسواق الصرف الأجنبية بالخصائص الآتية<sup>1</sup>:

– تعتبر سوق العملات الأجنبية أقدم وأكبر وأوسع سوق مالية في العالم، وقد قدر بنك التسويات الدولية، من خلال عمليات المسح التي يقوم بها كل ثلاث سنوات لأسواق العملات الأجنبية أن متوسط حجم التعاملات اليومية في سوق العملات الأجنبية هو 1190 مليار دولار في أبريل 1995.

– بالرغم من السيولة الضخمة والاتساع الجغرافي، فإن سوق العملات الأجنبية، لديها القدرة على أن تخضع الأسواق المالية العالمية الحديثة لسلطانها.

– رغم الانتشار المتزايد للمشاركين في سوق العملات الأجنبية في كل أنحاء العالم، إلا أن أغلب الصفقات تتم في لندن ونيويورك وطوكيو، وتصل حصة لندن في أسواق العملة 30% الأجنبية من كل الصفقات، بينما تصل حصة كل من نيويورك وطوكيو 16 و10% على التوالي.

– تستحوذ الأسواق الثلاثة لندن، نيويورك، طوكيو، على نسبة 56% من صفقات العملات الأجنبية في العالم.

– تركيز السوق، حيث يعادل ما ثلثي صفقات العملات الأجنبية اليومية يحدث ما بين سماسة البنوك، وحوالي 16% من المعاملات تخص العملاء غير المالمين، أما الجزء الباقي من المعاملات 20% فيشمل مؤسسات مالية خلاف سماسة البنوك، والتي هي في الأغلب شركات أوراق مالية، تعمل في أسواق القروض والأسهم العالمية التي دخلت سوق العملات الأجنبية كأجهزة للوساطة تقوم بالشراء على مرحلة واحدة لعملائها.

– تتميز سوق العملات الأجنبية بالسيولة الشديدة، فالصفقات كبيرة وتنفذ بكثرة، حيث تكتب المؤسسة العادية للسمسرة ما بين 3000 و 4000 تذكرة معاملات لصفقات في العملة الأجنبية خلال يوم متوسط من 24 ساعة.

– تجري الصفقات في سوق الصرف الأجنبي في كل ساعات النهار والليل، وتشمل في أغلب الأحوال مؤسسات في مناطق اختصاص وطنية مختلفة.

### ثالثا: المتدخلون في سوق الصرف الأجنبية

لسوق الصرف الأجنبي أطراف متعددة تتعامل في إطاره بيعا وشراء أو حتى متابعة وإشرافا، ويتمثلون أساسا في البنوك والمؤسسات المالية والبنوك المركزية والسماسة والعملاء الخواص.

#### – البنوك والمؤسسات المالية:

تتمثل هذه الشريحة أساسا في البنوك التجارية التي تتعامل بصورة مباشرة في سوق الصرف الأجنبية، حيث يمثلون في هذه الحالة ماسكي الصفقات سواء لحسابهم الخاص أو لحساب الغير (الزبائن)، أو في حالة مستعملي سوق الصرف، حيث تكون العلاقة مع أسواق الصرف غير مباشرة، وفي كل الحالات يعتبرون وسطاء معتمدون على الرغم من أهليتهم في التعامل في سوق الصرف – سواء لحسابهم أو لحساب الغير – إلا أن هذا النشاط يبقى ثانويا جدا لعدد كبير منهم، حيث يعتمدون مثلهم مثل المؤسسات – الاقتصادية والتجارية على هيئات أخرى تمثل في معظم الأحيان بنوكا ذات أحجام كبيرة، ويبقى الجزء الذي يتعامل في ميدان سوق الصرف من هذه الشريحة، ينقسم بين بنوك تمارس وظيفة ماسكي الصفقات، وأخرى مستعملا لها، وللتدليل على ذلك فإنه في الولايات المتحدة الأمريكية تتمركز أغلب البنوك

<sup>1</sup>نورا إ. كودريس، أسواق العملات الأجنبية الهيكل والمخاطر المرتبطة بالنظام، مجلة التمويل والتنمية، العدد 04، 1996، ص 23.



محليا والتي يفوق عددها 1000 بنك لها اهتمام بسوق الصرف، يوجد منها 400 نشطة فعلا، و 50 بنكا من هذه الأخيرة فقط لها وظيفة مسك الصفقات<sup>1</sup>.

إن التنظيم الحديث لهذه البنوك يمكنها من معرفة، وبشكل سريع التسعيرة المطبقة في البنوك الأخرى وكذا الإطلاع على المعلومات والمؤشرات الاقتصادية والمالية المحلية التي تمكن الصيرفي من معرفة أسعار العملات الأجنبية المطبقة في السوق<sup>2</sup>.

### – البنوك المركزية

يتدخل هذا البنك للقيام بعمليات السوق المفتوحة على العملات الأجنبية من جهة، ومن جهة أخرى تنفيذ أوامر الحكومات باعتباره بنك الدولة، بخصوص المعاملات في العملة يكون هذا التدخل من قبل البنك المركزي في العادة من أجل حماية مركز العملة المحلية أو بعض العملات الأخرى لأنه يعتبر مسئولاً عن سعر العملة<sup>3</sup>. ويمكن حصر مجال تدخلها في العمليات الموالية:

– شراء وبيع العملات الأجنبية بغرض تدعيم العملة الوطنية، أو تلبية لحاجيات العملاء (بنوك مركزية أجنبية، بنوك تجارية، خزينة الدولة).

– بيع وشراء العملات الأجنبية بقصد التأثير على مستوى العرض والطلب للعملة، والتأثير على أسعار صرف العملات ارتفاعا وانخفاضاً، بهدف الحفاظ على استقرار هذه الأسعار خاصة إذا كان النظام نظام تعويم.

– تتدخل باستخدام عمليات المبادلة لتثبيت أسعار صرف عملاتها، حين تتعرض لضغوط المضاربة، ولتوفير السيولة للاقتصاد الوطني، أو للتخلص من فائض السيولة فيه.

### – السماسرة

يتمثل دور السماسرة عند تدخلهم في سوق الصرف في الوساطة بين المتعاملين في السوق وهذا من خلال درايتهم ومعرفتهم الجيدة بظروف أسواق الصرف الأجنبي، حيث يقومون بتقديم أفضل العروض للعملات الأجنبية، ويتعاملون مع أفضل الطلبات، ولا يقتصر نطاق عملهم على الأسواق الوطنية بل يمتد إلى الأسواق الدولية، حيث يتم توسيطهم في الصفقات التي تتم بين البنوك، مع تقاضي العمولات نظير الخدمات المقدمة، وتتم السمسرة في مؤسسات قائمة بذاتها.

### – العملاء الخواص:

المتعاملون الخواص هم رجال المال والأعمال ويكون تدخلهم في أسواق الصرف بطريقة غير مباشرة، فهم يقومون بعمليات الشراء والبيع عن طريق البنوك أو اللجوء إلى خدمات السماسرة وهذا بغرض إشباع حاجياتهم من العملات لأن طبيعة نشاطهم متعلقة بالاستيراد والتصدير أو عمليات مالية دولية تتمثل في القرض والاقتراض كما أنهم يتدخلون في سوق الصرف من أجل عامل المضاربة لتحقيق الربح السريع.

<sup>1</sup> Maurice Debauvais, et y.sinnah, LA GESTION GLOBALE DU RISQUE DE CHANGE, NOUVEAUX ENJEUX ET NOUVEAUX RISQUES, Economica, 1992, Paris, 2e Edition , p: 92.

<sup>2</sup> Michel Fleurriet , yves Simon , Bourse et Marchés Financiers , économica .2000 p 49

<sup>3</sup>عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص 108 .

يتشكل العملاء الخواص من ثلاث فئات رئيسية هي:

— المؤسسات المالية أو البنوك الصغيرة.

— المؤسسات الصناعية والتجارية.

— المستثمرون الدوليون.

في غالب الأحيان، فإن العملاء لا يتدخلون مباشرة في سوق الصرف، إنما يقتصر الأمر فقط على الذين حققوا أو يحققون حجما مهما من العمليات، والذين لديهم متعاملين خاصين بهم يمكنهم أن يحملوا صفة العملاء - الصيارفة ومن ثم يحق لهم الدخول إلى قاعات السوق، أما الذين لا يتوفر لديهم الحجم المهم من العمليات، فتتم عملياتهم وتمويلاتهم من خلال الهياكل التقليدية للبنوك التجارية، بعد دراسة الصفقات والتأكد من التكاليفات.

### المطلب الثاني: آليات عمل أسواق الصرف الأجنبي:

#### أولا: الطلب على العملة الأجنبية:

ينشأ الطلب على الصرف الأجنبي من جميع العمليات الواردة في الجانب المدين من ميزان المدفوعات، والتي تمثل واردات السلع والخدمات، التحويلات إلى الخارج، حركات رؤوس الأموال إلى الخارج، و واردات الذهب<sup>1</sup>. إن العلاقة بين الطلب المحلي على العملة الأجنبية وسعر الصرف هي علاقة عكسية، فكلما ارتفع سعر العملة الأجنبية مقارنة بالعملة المحلية ازدادت معها تكاليف الواردات وبالتالي انخفاض الطلب على العملة الأجنبية يتجه نحو الارتفاع، ويتأثر الطلب على العملة الأجنبية بعوامل عديدة على غرار العوامل المؤثرة على العرض مثل تغير عدد المستهلكين المحليين، تغير الأذواق اتجاه السلع والخدمات الأجنبية، تغير مستويات الدخل، وتغير مستويات الأسعار في الدول المنافسة.

#### ثانيا: عرض العملة الأجنبية:

تتمثل مصادر عرض العملة الأجنبية في مختلف صادرات السلع والخدمات، التحويلات إلى الداخل، حركات رؤوس الأموال الداخلية وصادرات الذهب<sup>2</sup>. وبطريقة مشابهة، إن عرض الصرف الأجنبي يتوقف بدوره على مجموعتين من العوامل، تتعلق المجموعة الأولى، بالعلاقة الطردية بين سعر الصرف الأجنبي والكمية المعروضة، حيث عرض الصرف الأجنبي يعتبر متغيرا تابعا، في حيث أن سعر الصرف الأجنبي يعتبر متغيرا مستقلا. في حين تتعلق المجموعة الثانية بظروف العرض من تغير أذواق المستهلكين الأجانب، كما تؤثر مستويات الأسعار الوطنية وفي العالم الخارجي على عرض الصرف الأجنبي إلى جانب التوقعات والحاجات للمتعاملين في السوق.

**ثالثا: توازن سوق الصرف الأجنبي:** يتحقق التوازن في سوق الصرف الأجنبي عندما تتطابق الكمية المطلوبة والمعروضة من العملة الأجنبية، ونستطيع أن نبين العلاقة بين الطلب والعرض على الصرف بين الثمن بنفس منحنيات الطلب والعرض المعروفة في نظرية الائتمان، ويتحدد سعر الصرف بتلاقي منحني الطلب مع منحني العرض، فعند نقطة التقاطع

<sup>1</sup> زينب حسن عوض الله، مرجع سابق، ص 71.

<sup>2</sup> سامي عفيفي حاتم، مرجع سابق، ص 69.

بين المنحنيين يتحدد سعر الصرف الذي يحقق التوازن ولن يكون هناك ضغط لهبوط أو ارتفاع السعر، ولما كانت المؤسسات المتعاملة لا تتعامل في عملتين فقط وإنما في عملات كثيرة مختلفة في نفس الوقت، فإن عدد كبير من منحنيات الطلب والعرض تحدد في آن واحد أسعار الصرف المختلفة.

المبحث الخامس: هجمات المضاربة والأزمات المصرفية العالمية:

المطلب الأول: أزمات سعر الصرف:

أولاً: تعريف أزمات سعر الصرف:

تحدث أزمة العملة عندما يقع هجوم على قيمة العملة المحلية للدولة غالباً عن طريق المضاربة وهو الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض قيمة هذه العملة أو تدهور وهبوط قيمتها بشكل حاد أو قد تدفع بالسلطات النقدية إلى إستنزاف نسبة كبيرة من إحتياطاتها الدولية أو رفع أسعار الفائدة وذلك حفاظاً على قيمة عملتها المحلية.<sup>1</sup> يقال إن هناك أزمات سعر صرف في حالة حصول انخفاض كبير في قيمة الصرف أو إجبار السلطات النقدية للتدخل من خلال بيع العملات الأجنبية لحماية سعر الصرف أو من خلال رفع كبير في سعر الفائدة.<sup>2</sup> إذن فأزمات سعر الصرف تشير إلى وجود فائض طلب دولي كبير على العملة محل الاهتمام، فالأمر الذي يجبر السلطات النقدية في الدولة المعنية على اتخاذ تدابير عنيفة تكون في الغالب على حساب الأهداف الأخرى للسياسة الاقتصادية.

كما أن أزمة العملة وأسعار الصرف تحدث تغيرات سريعة وكبيرة في أسعار الصرف بصورة تؤدي إلى تأثير جوهري في قدرة العملة على تأدية دورها كمخزن للقيمة أو كوسيط للتبادل، وهذه الأزمة تحدث عندما تقوم السلطات النقدية باتخاذ قرارات تقضي بخفض سعر العملة كنتيجة لعمليات المضاربة، وقد يقود الأمر إلى انهيار جوهري لسعر العملة.<sup>3</sup> ومع أن القرارات المتعلقة بتعويم العملة أو خفض سعر صرف العملة هي قرارات تتخذها السلطات النقدية في الدولة بصورة طوعية، غير أن هذه القرارات تكون قرارات مهمة وجوهريّة في كثير من الظروف خصوصاً في حالة القصور في تدفقات رأس المال الأجنبي وفي حالة وجود تزايد في التدفقات الخارجة، إن هذا النوع من الأزمات قد يؤدي إلى بعض التأثيرات على القطاعات الأخرى، وقد يؤدي إلى تباطؤ النمو الاقتصادي وإلى انكماش قد يقود إلى الكساد.

ثانياً: نظرية أزمات العملة:

تعرض الاقتصاد العالمي لأزمات سعر الصرف، وهذه الأزمات أوجدت سلسلة من التحاليل أخذت بالحسبان مختلف خصوصيات كل نوع من الأزمات، وبالتالي تشير الدراسات إلى تطور نظرية أزمة العملة خلال ثلاث مراحل تاريخية<sup>4</sup>:

### 1 - نظريات الجيل الأول:

لقد قدم "كروجمانو فلود وجاربر" بتفسير اضطرابات أسواق العملات بدول أمريكا اللاتينية في السبعينات والثمانينات، والتي تتلخص في عدم توافق التوسع النقدي مع نظام أسعار الصرف الثابتة.

<sup>1</sup> IMF , World Economic Outlook **Financial Crises: Causes and Indicators**, May 1998 , P 74.

<sup>2</sup> أحمد طلفاح ، الأزمات المالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت ص6.

<sup>3</sup> Dittmer, Lowell, **The Asian Financial Crisis and the Asian Developmental State: Ten Years After**, Asian Survey, 2007, Vol. 47, No. 6; PP. 829-836.

<sup>4</sup> بلحشر عائشة، سعر الصرف الحقيقي التوازني، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة تلمسان، 2014/2013، ص ص 93-95.

بل إن من الدراسات الحديثة أكدت لأثر التوسع المالي (عجز الموازنة) على أزمات الصرف، فإذا ما تراكب هذا العجز مع تدهور في الاحتياطات الخارجية فإن المضاربات كفيلا بتدهور قيمة العملة الخارجية بشكل كبير، إن عدم التوافق بين سياسات التوسع المالي والنقدي تؤديان إلى زيادة العجز الخارجي، ومع تطبيق نظام سعر الصرف الثابت فإن تدهور الاحتياطات الخارجية وحده كفيلا بالتنبيه لقرب الأزمة وهو ما يدفع إلى إشعال المضاربات على قيمة العملة فتحدث الأزمة.

وقد قدم مفكرو الجيل الأول قائمة من المتغيرات الاقتصادية التي يمكن من خلالها التنبؤ بقرب الأزمة مثل معدل التضخم، ونسبة العجز إلى الناتج المحلي الإجمالي وحجم المعروض النقدي والاحتياطات الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي، وتغير معدل الصرف الحقيقي والعجز بالميزان التجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر الكفاءة الاقتصادية.

وكان الهدف من نموذج الصنف الأول الذي يبقى المرجع القاعدي هو تبيان أن الأزمة ليست من جراء سلوك المتعاملين غير رشيدة، ولكن هي نتيجة منطقية لتعارض بين السياسة الداخلية وسياسة سعر الصرف. وحسب هذه المدرسة الأزمات يمكن التنبؤ بها لأن ديناميكيتها واضحة من خلال تفاقم العجز في الميزانية وارتفاع القيمة الحقيقية للصرف ما يعرض الاقتصاد إلى هجوم على العملة عند وصول الاحتياطي الأجنبي إلى حد معين يجبر المتعاملين والمضاربين للاستنزاف ما تبقى من احتياطي من خلال الهروب من العملة المحلية قبل انهيارها<sup>1</sup>.

## 2 - نظريات الجيل الثاني:

قدمت نظريات الجيل الثاني لشرح الأزمات المالية أوائل التسعينات حيث لعب المضاربون الدور الأهم في أزمات الصرف تلك، فقد لجأت دول عديدة إلى زيادة المعروض النقدي بهدف تحقيق النمو الاقتصادي، فإذا تراكب هذا التوسع مع نظام ربط العملات فإن الانهيار حتمي بمجرد فقدان الثقة في الاقتصاد حيث تنشط المضاربات على أسعار العملات لتؤدي إلى أزمة العملة، كما أن عدوى الأزمات تلعب دورها في هذا الصدد.

إن تطبيق نظام ربط العملات Regged Exchange Rate يتطلب توافر احتياطات ضخمة من العملات الأجنبية، أو على الأقل تدفقات مستمرة إلى الداخل، سواء من فائض الميزان التجاري أو فائض ميزان رأس المال، ولو بالاعتماد على الائتمان من الخارج، وهذا التمويل يسمح بالتدخل للدفاع عن سعر الصرف المعلن، فإذا هبطت الاحتياطات المركزية إلى المستوى الذي يصعب التنازل عنه، فمن المتوقع أن يضطر صناع القرار إلى التنازل عن السعر المعلن حتى وأن ساند الاحتياطي مديونية جديدة، فإن المضاربات على قيمة العملة كفيلا بدفع صناع القرار إلى التخلي عن السعر المعلن.

والواقع أن نظام الربط يوفر مستقرا اسميا Nominal Anchor هاما لتحقيق مصداقية النظم الاقتصادية وضبط معدلات التضخم، إلا أنه يشجع في الوقت ذاته تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل والاستدانة خارجيا، ولهذا فهو لا يصمد كثيرا في حالة الأزمة، ولكن يعارض ذلك بعض الاقتصاديين، فقد استنتجت دراسات عدة أن المشكلة في أزمة العملة والأزمات المالية تكمن في طبيعة النظام المالي أكثر من مشكلة نظام ربط العملات.

<sup>1</sup> أحمد طلفاح، مرجع سابق، ص 69.

## 3 - نظريات الجيل الثالث :

يعتمد الجيل الثالث لنظرية أزمات العملة على عدم التوازن بين عدد من المتغيرات الاقتصادية مثل الديون قصيرة الأجل والاحتياطيات من العملات الأجنبية كأساس لتفسير المضاربة على أسعار العملات التي غالبا ما تنتهي بأزمة العملة، وهناك سببين رئيسيين للأزمات المالية في أواخر التسعينات

- التشوهات الناتجة عن التوسع الكبير فالزيادة الكبيرة في تدفقات الحافظة الناتجة عن الفروق الكبيرة في معدلات الفائدة ونظام ربط العملات قد حسنت من التوقعات التفاؤلية، ووفرت عائدا كبيرا للاستثمار المالي.

- إن التدفقات الكبيرة أدت إلى تراخي في قواعد الحيطرة والحذر للاستثمار المالي، وتدهور في محافظ القروض بالمؤسسات المالية، فزادت القروض التي أدت لأزمات البنوك وأخيرا انتهى بانحيار أسعار العملات، وهذا الأخير في ظل مديونيات بالعملة الأجنبية قد ضاعف من قيمة هذه الديون بالعملات المحلية المنهارة.

واستنادا إلى ذلك فإن نظريات الجيل الثالث التي تضم أزمات سنوات التسعينات والمتمثلة في أزمة شرق آسيا والتي عرفت اندلاع أزمة صرف وأزمة بنكية في آن واحد وهو ما يعرف بالأزمات التوأمية.

فالدراسة التجريبية التي قام Reinhart 1999، Kaminsky على 20 دولة في الفترة 1970/1990 توصلوا من خلالها أنه في ظل وجود تحرير مالي، إن أزمة سعر الصرف و الأزمة البنكية مترابطين و إن احتمال أزمة سعر الصرف تتبع بأزمة بنكية يكون بمعدل 46% وهذا بفرق زمني قدره 24 شهرا.

## ثالثا: العوامل الأكثر تأثيرا في نشوب أزمات سعر الصرف:

أصبحت أزمات سعر الصرف متكررة بشكل ملفت للنظر في الربع الأخير من القرن العشرين، الأمر الذي دعا الاقتصاديين والسياسيين إلى محاولة التعرف على الأسباب المحتملة لمثل هذه الأزمات كخطوة أولى للعلاج عند، وقوع الأزمة فعلا وللوقاية منها في حالة توقع حدوثها، وبالتالي فإن أهم العوامل الأكثر تأثيرا في نشوب أزمات سعر الصرف نلخصها فيما يلي<sup>1</sup>:

- ارتفاع قيمة سعر الصرف.
- ارتفاع و توسع في توزيع القروض.
- ارتفاع حجم الإقراض للقطاع العام.
- ارتفاع نسبة الكتلة النقدية  $M_2$  على الاحتياطي الأجنبي.
- ارتفاع معدل التضخم.
- انخفاض الاستثمار الأجنبي المباشر.
- ارتفاع أسعار الفائدة العالمية.
- عوامل أخرى (عجز الموازنة - الميزان التجاري - تراجع الصادرات).

<sup>1</sup> أحمد طلفاح، مرجع سابق، ص 18

رابعا: التفاعل بين الأزمات المصرفية وأزمات سعر الصرف:

### 1- من أزمة سعر الصرف إلى أزمة مصرفية:

في حالة توقع أزمة صرف يسعى المتعاملون تحسبا لانخفاض قيمة العملة المحلية إلى التخلص من هذه الأخيرة واقتناء العملات الأجنبية مما يمكن أن ينتج هستيريا سحب الودائع من البنوك وتقهر احتياطي البنوك من الأصول الأجنبية مما يضعف وضعها الحالي. إن تخفيض قيمة العملة نتيجة للأزمة سيضعف حتما وضعية البنوك التي لها خصوم بالعملية الأجنبية غير محصنة أو يضعف عملاء هامين لديها لهم خصوم كبيرة بالعملية الأجنبية مما يعرض البنوك إلى عدم القدرة على استرجاع جزء كبير من القروض الموزعة على هؤلاء العملاء (تفاقم القروض المعدومة)<sup>1</sup>.

### 2- من أزمة مصرفية إلى أزمة سعر صرف:

إذا قام البنك المركزي بمحاولة إنقاذ بعض البنوك المتقهرة من خلال تقديم مزيد من القروض والائتمان فيمكن أن ينجز عن هذا تفاقم في المديونية المحلية للبنوك يمكن أن تولد أزمة ثقة لدى المتعاملين الذين يحاولون التخلص من العملة المحلية مما ينتج انخفاضا كبيرا في سعر الصرف وتقهر الاحتياطي الأجنبي. فأزمة سعر صرف تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، وتحدث تلك الأزمات لدى اتخاذ السلطات النقدية قرارا بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي لانحيار سعر تلك العملة، وهو شبيه بما حدث في تايلاند وكان السبب المباشر في اندلاع الأزمة المالية في شرق آسيا عام 1997.

### 3- أزمة التوأم

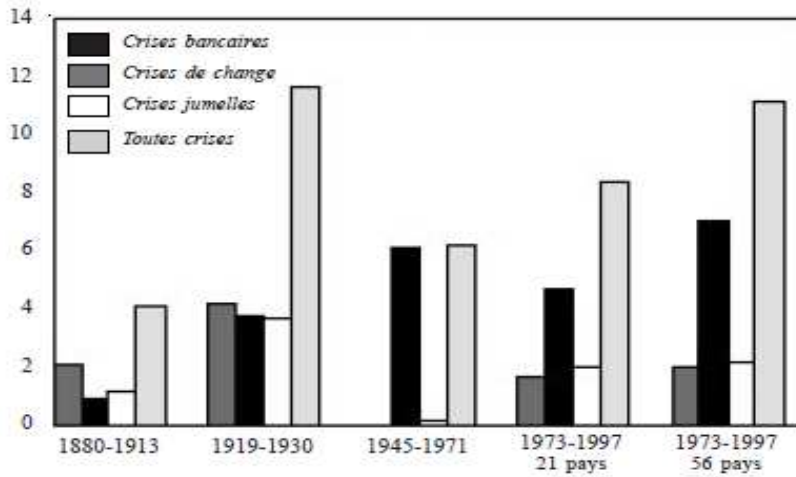
إن التفاعل بين الأزمات المصرفية وأزمات سعر الصرف، أدى إلى ظهر نوع آخر من الأزمات خلال الفترة التي شهدت تطبيق سياسة التحرير المالي عرفت بأزمة التوأمة. هذه الأزمات التوأم تعبر عن نفسها من خلال مزيج من المضاربة المكثفة ضد العملة الوطنية وموجة من فشل البنوك. وبالتالي عدم استقرار سعر الصرف وعدم الثقة في السيولة أو الملاءة المالية للوسطاء والبنوك.<sup>2</sup> ففي عام 1998 على سبيل المثال في عينة من (50) دولة تقدمت حسب تقديرات صندوق النقد الدولي فإن هناك 158 أزمة عملة، و 54 أزمة مصرفية خلال الفترة الممتدة من 1975-1997.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> نفس مرجع، ص15 .

<sup>2</sup> Robert Boyer, Mario Dehove et Dominique Plihon, **Les crises financières**, La Documentation française. Paris, 2004 - ISBN : 2-11-005815-3, p26. <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/044000560.pdf>

<sup>3</sup> Robert Boyer, Mario Dehove et Dominique Plihon , Op,Cit,p13.

## الشكل رقم(3 \_ 1)تواتر الأزمات المصرفية ، أزمات العملات المزدوجة: 1890-1997



Source :Robert Boyer,Mario Dehove et Dominique Plihon, *Les crises financières*, La Documentation française. Paris, 2004,p13.

ومن الممكن تطوير ثلاث فرضيات بسيطة بشأن هذا التزامن<sup>1</sup>:

— أزمة العملة والأزمة المصرفية لديهم نفس الأسباب وهذا ما يحدث في كثير من الأحيان، بالنسبة للبلدان الناشئة، فإن برنامج الاستقرار تسبب فرط نشوة أي نجاح في المرحلة الأولى، لتدخل بعدها في أزمات عجز الحساب الجاري والزيادة في المديونية الخارجية وتسبب هجوم المضاربة على العملة الأزمة المصرفية التي هي نتيجة غير مباشرة، لفرار العملة وانحيار سوق الصرف الأجنبي.

— تؤدي الأزمة المصرفية إلى أزمة العملة من خلال إصدار العملة المحلية بشكل مفرط.

— على العكس من أزمة سعر الصرف يؤدي إلى الأزمة المصرفية بحيث أن البنوك لا تقاوم خسائر سعر الصرف بسبب تخفيض قيمة العملة، بالإضافة إلى الضغوط على أسعارها الملاءة المالية الناجمة عن خسارة البنك غير المعقدة من الاحتياطات مما يتسبب في انكماش الائتمان المصرفي.

**المطلب الثاني: أهم أزمات سعر الصرف:**

**أولا: أزمة المكسيك (1994-1995)**

تعرض الاقتصاد المكسيكي لأزمة مالية عام 1994، والتي اعتبرت من أهم وأبرز أزمات الأسواق الناشئة إلى إثارة تساؤلات عميقة حول مدى قدرة الاقتصاديات والأسواق الناشئة على التكيف مع الصدمات الخارجية التي تحدث في ظل العولمة نتيجة للتحرير الاقتصادي والمالي وأيضا التحول لاقتصاديات السوق، ومدى فعالية هذه الأخيرة في مواجهة تلك الصدمات وما تحدثه من أزمات<sup>2</sup>. لذا سنحاول من خلال هذا الوقوف على مختلف جوانب وحيثيات الأزمة:

<sup>1</sup> Robert Boyer,Mario Dehove et Dominique Plihon , Op,Cit,p27 .

<sup>2</sup> عبد المطلب عبد المجيد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية للنشر، 2005، ص76

## 1- نشأة الأزمة المكسيكية وتطوراتها:

طبقت المكسيك برنامج الإصلاح في كانون الأول من سنة 1987، وكانت له نتائج أولية ممتازة بالرغم من المشاكل التي ظهرت لاحقاً، فقد ارتفع الناتج المحلي الإجمالي ليصل إلى حد 3.5% في عام 1989 بعد أن كان 0.5% عام 1985 و 1% عام 1988، وعاد تدفق المحافظ الأجنبية مما أنعش الاحتياطيات المركزية للبنك المكسيكي، فوصل إلى 25,5 بليون أمريكي سنة 1993 مقارنة مع 6.5 بليون دولار في نهاية 1989، إلا أن هذه الجهود لم تحل دون تعرض الاقتصاد إلى أزمة مالية ضربت اقتصاده في 1995، فقد أعلنت الآف من الشركات إفلاسها في الوقت الذي تحول فيه الآف إلى عاطلين عن العمل، وأظهرت أن الدولة بحاجة إلى أكثر من مليار دولار من أجل ضمان قدرتها الثمانيّة. وفجأة غير المستثمرون في وجهة نظرهم الاستثمارية مما أدى إلى هجرة لرؤوس الأموال من الداخل إلى الخارج بشكل واسع ما أدى لحدوث أزمة عميقة في النظام المالي وهدد القطاعات الإنتاجية لتوصف بذلك أزمة المكسيك في 1995 بأنها أول أزمة مالية في القرن العشري نتوجه الانتباه إلى حجم تدفق رؤوس الأموال وسرعة هذا التدفق.<sup>1</sup>

بدءاً من مطلع سنة 1994، ونتيجة ارتفاع أسعار الفائدة في الو.م.أ، أدى إلى انخفاض قيمة البيزو من 344 مقابل 1 دولار في نوفمبر 1994 إلى 7.66 في نوفمبر 1995، والقسم الأكبر في انخفاض حدث في بضعة أيام بعد 20 ديسمبر 1994، هذا ما تسبب في اتساع ارتفاع المديونية الخارجية التي بلغت 164 مليار دولار سنة 1994 وتفاقم العجز التجاري الذي بلغ 22 مليار دولار سنة 1994، والذي كان مرتبطاً بالمغالاة في تقييم البيزو، وانخفاض احتياطيات البنك المركزي، وهذا ما يترجم اختلال الحاصل بين الجانب الحقيقي في الاقتصاد المكسيكي والجانب المالي، مما أدى بالحكومة المكسيكية إلى اتخاذ قرار بتخفيض قيمة البيزو وبنسبة 40% مقابل الدولار وذلك في 12 ديسمبر 1994 في إطار قيام الحكومة المكسيكية بوضع خطة اقتصادية لخفض عجز الحساب الجاري، ومحاولة التقليل في الواردات مما ترتب عنه حدوث اضطراب في البورصات وأسواق المال في أمريكا اللاتينية وكذا هروب رؤوس الأموال الأجنبية من المكسيك وخاصة الأمريكية، مما أدى إلى تفاقم الأزمة الاقتصادية.

## 2- أسباب الأزمة المكسيكية:

هناك العديد من الأسباب التي كانت وراء حدوث الأزمة المالية في الاقتصاد المكسيكي ولكن بالاعتماد على ما كتب حول هذه الأزمة يمكن تلخيص أهم هذه الأسباب فيما يلي<sup>2</sup>:

- ارتفاع أسعار الفائدة وحجم الديون القصيرة الأجل أدى إلى إتباع سياسة نقدية مشددة وتوسيع نطاق التدخل في سعر الصرف للمحافظة على استقرار العملة.

- المغالاة في تقييم سعر صرف البيزو، مما أدى إلى ارتفاع شديد في الاستهلاك و من ثم زيادة الواردات زيادة كبيرة لقيام المستوردين باستيراد السلع التي يخشون أن تصبح أسعارها أعلى فيما بعد، مع إحداث تفاقم المشاكل الناجمة عن هذه

<sup>1</sup> بشرى عاشور الخزرجي، اقتصاديات النامية بين ازمات المالية وتحديات اصلاح النقدي، أطروحة دكتوراة فلسفة اقتصاد، جامعة بغداد كلية اقتصاد، 2008، ص 68.

<sup>2</sup> عبد المطلب عبد المجيد، العملة واقتصاديات البنوك، مرجع سابق، ص 277 278.



المغالاة إلى زيادة الاعتقاد في أنها لن تحتفي دون إحداث تخفيض في قيمة العملة، وأن تأجيل الإصلاح يؤدي إلى تكلفة أعلى له.

- تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى المكسيك في أعقاب تنفيذها لبرنامج الإصلاح الاقتصادي عام 1989 أدى إلى إخفاء حقيقة العجز في حساب العمليات الجارية والتدهور في المدخرات الخاصة بتقييم العملة الوطنية بأعلى من قيمتها الحقيقية.

- إن سلسلة الاضطرابات المالية والتقلبات في سعر الصرف التي مر بها الاقتصاد المكسيكي، كانت نتيجة مباشرة لعوامل اقتصادية خارجية، و عوامل سياسية داخلية، حيث أدت العوامل الخارجية لانخفاضات متتالية في الاستثمارات غير المباشرة و أسهمت العوامل الداخلية في إشاعة جو من الغموض الشديد على المستوى الاقتصادي.

وقد بدأت الأزمة الاقتصادية وأزمة سعر الصرف في المكسيك بحدوث عجز كبير في ميزان العمليات الجارية بميزان المدفوعات، توقفت معه المكسيك عن سداد الديون الخارجية مع حدوث زيادة سريعة في معدلات التوسع النقدي الذي ساهم في المضاربة على العملة المكسيكية التي انهارت بشدة مما استدعى تدخل سريع للإنقاذ من الو.م.أ و صندوق النقد الدولي.

### 3- الدروس المستفادة من الأزمة المكسيكية: لعل من الدروس المستخلصة من أزمة المكسيك ما يلي<sup>1</sup>:

- الاعتماد على التدفقات الرأسمالية المتقلبة تسبب مشاكل لاقتصاد الدولة المتلقية لها، إذ تؤدي إلى فقدان الرقابة النقدية المحلية، والمغالاة في سعر الصرف الحقيقي وعدم الاستقرار وأكثر المشاكل خطورة تلك التي تنشأ عن التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل، فهي تؤدي إلى المغالاة في سعر الصرف الحقيقي ويتعارض ذلك مع الأهداف الطويلة الأجل للإصلاح الاقتصادي، كما أن هناك حدوداً لحجم العجز في ميزان العمليات الجارية التي يمكن للأسواق المالية تمويله، وفضلاً عن ذلك فإن تقلب تلك التدفقات يزيد من تعرض الدولة لفقدان ثقة الأسواق المالية بها، وتؤدي أيضاً إلى هروب رأس المال المحلي.

- المكسيك استطاعت مواجهة أزمة سعر الصرف التي تعرضت لها بفضل تدخل صندوق النقد الدولي بقوة مع الو.م.أ و التي ساندت المكسيك لأنها عضو في التكتل الاقتصادي المعروف باسم "الناقتا" والذي يضم بالإضافة إلى المكسيك الو.م.أ، أو كندا، وهما عاملان قد لا يتوفران في دول أخرى.

- قرار التخفيض لسعر العملة الوطنية يعني المخاطرة بالاحتياطيات الأجنبية لدى البنك المركزي.

- لقد تسرعت المكسيك في إطلاق حرية تحويل العملات وفتح أسواق المال على مصراعيها للاستثمار الأجنبي، وكانت نصائح صندوق النقد الدولي بإلغاء قيود تحويل العملة وتطبيق التعويم الكامل لها وراء هذه الأزمة.

- وفي الأخير فقد أظهرت الأزمة المكسيكية أنه في جو التحرر المالي وغياب الإشراف السليم للبنك المركزي على البنوك والسياسة النقدية يؤدي إلى إسراف البنوك في منح الائتمان للقطاع الخاص دون ضمانات كافية أو دراسة سليمة وعلى الأخص في فترات الرواج الاقتصادي المصحوبة بتدفقات كبيرة للاستثمارات الأجنبية وتدفقات كبيرة لرؤوس

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد المجيد، العملة واقتصاديات البنوك، مرجع سابق، ص 278. 279.

الأموال الأجنبية من الخارج، وكثيرا ما تستخدم موارد مالية قصيرة الأجل لتمويل أصول طويلة الأجل مما يجعلها عرضة لمشكلات مخاطر الائتمان والإعسار، والسيولة.

ثانيا: أزمة جنوب شرق آسيا: (1997/1998) :

تمثل منطقة آسيا قرابة نصف سكان العالم وتستخدم اقتصاداتها القائمة على التجارة على أكبر تجمع للدخار، أكثر التكنولوجيات تقدما وأسرع الأسواق نموا وتملك حوالي 54% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، وأكبر من 50% من التجارة في السلع، 36% من تجارة الخدمات وفقا لإحصائيات عام 1994. لقد استفادت دول (النمور الخمسة)\* من تجربة اليابان وطوعتها في شكل تجارب ذاتية تتناسب مع ظروف كل منها لتحقيق طفرة اقتصادية وتكنولوجيا استحققت بسببها لقب الدول حديثة التصنيع أو الدول الأكثر ديناميكية حيث حققت معدلات نمو تجاوزت 10%<sup>1</sup>.

**1- انفجار الأزمة:**

سادت في الفترة القصير التي سبقت الأزمة ظروف غير ملائمة كانت تنذر بها، غير إن ذلك لم يشكل إشارة إنذار مبكر للمسؤولين أو المهتمين وأنساهم الافتتان بالتجربة إن إمكانية حصول الأزمة حالة ممكنة، وقد تمثلت تلك الإشارات انخفاض حاد في صادرات العديد من هذه الدول (وخاصة تايلاند) وتزايد في وارداتها بسبب ارتباط عملات بعضها بالدولار، فمع إرتفاع قيمته فقدت بضائعها قدرتها التنافسية وقاد هذا إلى عجز الحساب الجاري وتزامن مع ارتفاع معدلات التضخم، كما بدت ملامح فوضى العملة في كل الدول عدا هونج كونج التي ظلت بعيدة عن ذلك حتى تفجر الأزمة، كذلك فإن مخاوبا بدأت تتسع من انفجار فقاعة شبيهة بما حصل في عام 2000، وهي فقاعة أسعار العقارات، وقد حدثت فعلا في العام 1997.<sup>2</sup>

انطلقت الشرارة الأولى للأزمة من أضعف حلقات هذه الدول (تايلاند) والتي اتسم اقتصادها بمجموعة من نقاط الضعف أهمها:<sup>3</sup>

-تفاقم المديونية الخارجية التي ارتفعت من 8,3 مليار دولار عام 1980 إلى 89 مليار دولار عام 1997 .

-عجز كبير في الميزان التجاري بلغ مجموعه للفترة 1990 إلى 1996 نحو 76 مليار دولار.

-عجز في ميزان الخدمات أيضا بحيث بلغ العجز في الحساب الجاري كله نحو 14، 7 مليار دولار خلال عام 1996 فقط.

أما في كوريا الجنوبية فقد استمرت أسعار الأسهم بالانخفاض وظل الطلب المحلي راكدا فازدادت الديون المترتبة بسبب تمويل التوسع في نشاط الشركات، إلا إن مرونة السياسات الاقتصادية بشأن سعر الصرف سمح بانخفاض العملة الكورية (الوون) مقابل الدولار خلال عام 1996 ومطلع 1997 .

<sup>1</sup> بشرى عاشور الخزرجي، مرجع سابق، ص 75.

\* النمور الآسيوية (كوريا الجنوبية، ماليزيا، اندونيسيا، هونكونغ، تاوان، تايلند).

<sup>2</sup> قحطان عبد السعيد، الازمة المالية الآسيوية 1997.. الازمة المالية العالمية 2008، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الحادي والعشرون، 2009، ص 9.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص 10.

ومن ثم شهدت هذه الدول تذبذبا شديدا في سوق الأوراق المالية وفي أسواق العملات وقد وصلت الأمور بعد ذلك إلى انهيارات شديدة في العملات الوطنية في تلك الدول بل واهتزازات كبيرة في الاقتصاديات الآسيوية انتهت بسيناريوهات درامية تمثلت في ضياع الكثير من المكاسب التي حققتها تلك الدول من التنمية السريعة التي تمت في هذه البلاد التي كانت يطلق عليها النمر الآسيوية<sup>1</sup>.

### جدول رقم (3 \_ 1): يوضح كرونولوجيا الأزمة الآسيوية

التاريخ	الميكانيزمات
بداية سنة 1997	اشتداد الضغط على الباهت التايلاندي
2 جويلية	تعميم الباهت، بداية اشتداد الضغط على البيزو الفيليبيني، الريجنت الماليزي والروبية الاندونيسية.
11 جويلية	مجال التذبذب للبيزو الفيليبيني توسع إلى هوامش غير محدودة.
11 جويلية	جويلية مجال التذبذب للروبية الاندونيسية يرتفع من 8% إلى 12%.
20 جويلية	الريجنت الماليزي يفقد 4.8% من قيمته على مدى شهر.
7 أوت	أسعار الأسهم في هونغ كونغ بلغت أعلى قيمة لها.
26 أوت	أسعار الأسهم في تايوان بلغت أعلى قيمة لها.
14 أوت	تعميم الروبية الأندونيسية.
20 أوت	FMI يوافق على تقديم قرض قيمته 3.9 مليار دولار لصالح تايلاندا.
15 سبتمبر	أخبار عملة ماليزيا بنسبة 17.8% مقارنة بسنة 1996.
17 أكتوبر	تايوان توقف من دعم الدولار الجديد لتايوان الذي فقد 6% من قيمته، وفي هونغ الضغط يشتد على الدولار المحلي وأسواق الأسهم.
20-23 أكتوبر	حدوث اضطرابات مالية في هونغ كونغ، مؤشر HS يفقد 23% من قيمته في ظرف ثلاثة أيام، الضغط بدأ يشتد على الونو الكوري.
27 أكتوبر	انخفاض أسعار الأسهم في و.م.أ بقيمة 7%، كما يلاحظ السقوط الحر لأسعار الأسهم في أسواق أمريكا اللاتينية.
28 أكتوبر	انخفاض أسعار الأسهم الروسية بنسبة 23%.
5 نوفمبر	FMI يوافق على منح قرض بـ 10.10 مليار دولار لإندونيسيا.
10 نوفمبر	ارتفاع أسعار الفائدة في روسيا بـ 7 نقاط.
20 نوفمبر	كوريا الجنوبية تطلب قرض من FMI.

<sup>1</sup>عبد المطلب عبد المجيد، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سابق، ص 280.

21 نوفمبر	FMI يوافق على منح قرض لكوريا الجنوبية قيمته 21 مليار دولار على مدار ثلاث سنوات.
16 ديسمبر	تعويم الـوونا الكوري.

Source :CEPII, Economie Mondiale 2004, Paris : Editions Découverte, 2003, p:69.

## 2- أسباب الأزمة الآسيوية:

- وفقا لمؤشرات اقتصادية كلية، ظهرت علامات مبكرة للأزمة والتي ساعدت على انفجارها نجمها فيما يلي<sup>1</sup>:
- الانخفاض الحاد في قيمة الـ(Bhat) العملة الوطنية التايلندية- بعد فترة طويلة من الاعتماد على نظام سعر الصرف الثابت، وهذا ما حفز على الاقتراض الخارجي وعرض قطاع الأعمال والمال إلى المخاطر، بحيث قدمت نظم أسعار الصرف في هذه البلدان للمقترضين إحساسا زائفا بالأمن، مما شجعهم على إبرام ديون مقومة بالدولار.
  - أصبحت موارد مالية أجنبية كبيرة متاحة بأسعار فائدة منخفضة نسبيا، مع قيام المستثمرين الذين يبحثون عن فرص جديدة بنقل مقادير ضخمة من رأس المال إلى آسيا، وكما يحدث في كل الرواج، ارتفعت بسرعة أسعار الأسهم والعقارات في البداية، وبذلك جذبت المنطقة موارد مالية أكثر، غير أن التخصيص المحلي لهذه الموارد الأجنبية المقترضة كان غير كفء بسبب ضعف النظم المصرفية، وضعف توجيه وإدارة الشركات، والافتقار إلى الشفافية في القطاع المالي، وقد أسهمت أيضا طاقة الاستيعاب المحدودة لهذه البلدان في التخصيص غير الكفء للموارد المالية الأجنبية
  - كانت الصادرات ضعيفة في منتصف التسعينات في هذه البلدان المتأثرة بالأزمة لعدة أسباب منها:
    - ✓ ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي مقابل الين.
    - ✓ قيام الصين بخفض قيمة الين في 1994 .
    - ✓ فقدان بعض الأسواق في أعقاب عقد اتفاقية التجارة الحرة لأمريكا الشمالية.
  - اختلال و ضعف و فساد الجهاز المصرفي و النظام المالي في معظم دول جنوب شرق آسيا، حيث يشير الواقع العملي إلى أن الجهاز والنظام اتسم بالآتي<sup>2</sup>:
    - ✓ انتشار الفساد والرشوة.
    - ✓ عدم توفر المعلومات والمتابعة.
    - ✓ عدم القدرة على التطوير وإدارة الأموال المتاحة بالكفاءة المطلوبة لخدمة أهداف الاقتصاد القومي ككل.
    - ✓ عدم الشفافية أو السلامة المصرفية.
    - ✓ انسحاب الحكومة من القطاع المصرفي، ومن ثم عدم وجود رقابة أو إشراف.
    - ✓ ارتفاع أسعار الفائدة مما أدى إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج، وزيادة حالات الإفلاس، ومن ثم التخلص من العملات والأموال.
    - ✓ منح قروض قصيرة الأجل للقطاع الخاص بدون ضمانات أو ضوابط أو رقابة من البنوك المركزية.
    - ✓ تمويله للتنمية الاقتصادية بالقروض قصيرة الأجل.

<sup>1</sup>بيجان ب. أجيفلي، الأزمة الآسيوية الأسباب والعلاج، مجلة التمويل والتنمية، جوان 1999، العدد 2 ص 28.

<sup>2</sup>عبد المطلب عبد المجيد، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سابق، ص 284. 285.

كما أن الدول التي تعرضت للأزمة كانت تعاني من اختلالات اقتصادية داخلية وذلك ما ساعد على تفشي الأزمة نلخصها فيما يلي<sup>1</sup>:

- الاعتماد المفرط على التصدير لتحقيق النمو.
- الاعتماد الكبير على التدفقات المالية من الخارج سواء في شكل قروض أو استثمار أجنبي مباشر إلى جانب الاقتراض الخارجي غير المغطى من قبل القطاع الخاص المحلي.
- الانخفاض الحاد في قيمة العملات المحلية.
- ضعف الثقة بالأنظمة الاقتصادية والمالية نتيجة لضعف الثقة بالأنظمة السياسية القائمة أساساً.
- نقص الشفافية ويقصد بها عدم كفاية ودقة البيانات والمعلومات عن أداء الكثير من الشركات والمؤسسات العامة خاصة فيما يتعلق بالكشف عن الحجم الحقيقي للاحتياطات الدولية للبلدان المعنية من النقد الأجنبي، مما تسبب في فقدان كبير للثقة، وهروب رأس المال للخارج.

كما أن إن محاولة تشخيص مسببات الأزمة الاقتصادية لدول جنوب شرق آسيا تظهر أيضاً بأن نظام سعر الصرف الذي كان متبعاً قبل حلول الأزمة كان له دور في استفحال هذه الأزمة وبلوغها المستوى الحرج الذي وصلت إليه، هذا وقد عملت دول جنوب شرق آسيا لفترة طويلة من الزمن على اتباع نظام سعر صرف ثابت يقوم على ربط عملاتها بالدولار الأمريكي. ويعتقد بأن مثل هذا الربط لم يوفر المرونة الكافية للحفاظ من ناحية على تنافسية صادرات هذه الدول كما أنه لم يوفر إجراء رادعاً للمضاربين على عملات هذه الدول بالإضافة إلى حرمانه كما يبدو للبنوك المركزية لهذه الدول من استخدام السياسة النقدية بالحرية اللازمة فمن ناحية، وعندما ارتفع الدولار خلال الفترة 1995 - 1997، أخذت عملات هذه الدول، نظراً لارتباطها بالدولار، في الارتفاع أيضاً الأمر الذي أصبحت معه صادرات هذه البلدان غالية الثمن مما أدى إلى فقدانها القدرة التنافسية في أسواق العالم<sup>2</sup>.

### 3 - طرق علاج الأزمة الآسيوية:

تمثلت طرق علاج الأزمة الآسيوية في السياسة النقدية، السياسة المالية والإصلاح الهيكلي<sup>3</sup>:

#### ✓ السياسة النقدية:

كانت السياسة النقدية عنصراً رئيسياً من عناصر برامج الإصلاح، وتمثلت هذه السياسة في القيام برفع أسعار الفائدة قصيرة الأجل لوقف تدهور أسعار الصرف ثم العمل على تخفيض أسعار الفائدة تدريجياً مع استقرار أسعار الصرف، إلا أن ضعف قطاع البنوك والشركات في هذه البلدان ضيق مجال رفع أسعار الفائدة كما أن ضيق ونقص السيولة لم يكن نتيجة أسعار الفائدة المرتفعة، لأن البنوك كانت تعارض في تمديد آجال قروضها نظراً للحجم الكبير للقروض المشكوك في سدادها والمركز المالي الضعيف لقطاع الشركات، ولم ينخفض ضغط نقص الائتمان حتى بعد هبوط أسعار الفائدة في كوريا وتايلندا إلى ما يقل عن مستوياتها قبل الأزمة .

<sup>1</sup> دونالد ماشيسون، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، مجلة التمويل والتنمية، جوان 1999، العدد 2 ص 29.

<sup>2</sup> جاسم المناعي، الأزمة الاقتصادية الآسيوية (محاولة تشخيص)، المؤتمر الرابع لأسواق المال العربية، بيروت - الجمهورية اللبنانية، 8 ماي 1998.

[http://www.amf.org.ae/sites/default/files/Research%20and%20Studies/Articles%20and%20Speeches/ar/ASIAN\\_ECO\\_CRISIS\\_BEIRUT.pdf](http://www.amf.org.ae/sites/default/files/Research%20and%20Studies/Articles%20and%20Speeches/ar/ASIAN_ECO_CRISIS_BEIRUT.pdf)

<sup>3</sup> بيجان أجييلي، مرجع سابق، ص 28 و31.

## ✓ السياسة المالية:

كانت البلدان الآسيوية تتمتع بمراكز مالية قوية و كانت أهدافها المالية تندرج في تحقيق فائض صغير لمساعدة التصحيح الخارجي وتوفير احتياطي لتمويل التكلفة الكبيرة لإعادة هيكلة القطاع المالي، ومع تدهور الأوضاع الاقتصادية قامت بتعديل أهدافها المالية عن طريق السماح بتشغيل عوامل تحقيق الاستقرار الآلية و تمويل المزيد من النفقات الاجتماعية لحماية الفقراء، و تبين الأهداف المالية في كل هذه البلدان عجزا كبيرا، فالنمو تباطأ بسبب التقييد المالي، كما أنه توجد تفسيرات أخرى تتمحور في أنه عندما يتم تركيب دورات الرواج والكساد على نظام مالي ضعيف وقطاع شركات مرتفعة المديونية يكون نطاق الدورة و مدتها أوضح بشكل أكبر .

مع منتصف 1997 بدأت اليابان في الخروج من كسادها الذي دام طويلا غير أن هذه الآمال أخطت وزالت عندما تدهور الاقتصاد الياباني مرة أخرى، وتعمق الكساد في البلدان الآسيوية ذات العلاقات الوثيقة باليابان، كما أن عدة بلدان آسيوية كانت غارقة في الأزمة في وقت واحد وأدى هذا إلى انعدام الثقة العامة وإلى انكماش الطلب المحلي أكثر مما كان متوقعا<sup>1</sup>.

## ✓ الإصلاح الهيكلي:

كان المصدر الرئيسي للمشكلات في كل البلدان هيكليا ويتمثل في ضعف القطاع المالي وقطاع الشركات وقصور التنظيم والإدارة والافتقار إلى الشفافية ومع بداية الأزمة ركزت البلدان بشدة على هذه المشكلات، وكان من الصعب استعادة ثقة المستثمرين وكان على الحكومات أن تدرك حجم المشكلات وتلتزم بإصلاحها وإجراء التصحيحات المهمة التي كانت تهدد مصالح الأفراد والمجموعات .

بدأت الدول من الخروج من هذه الأزمة، ففي كوريا وتايلندا ارتفعت أسعار الصرف بدرجة كبيرة وهبطت أسعار الفائدة إلى ما دون مستويات ما قبل الأزمة مما سمح باستئناف الاستثمار والنمو، وتتوقف درجة النجاح لبرامج الإصلاح إلى حد كبير على البيئة الخارجية.

كشفت الأزمة الآسيوية أنه من الخطأ لأي بلد أن يكون له سعر صرف ثابت ما لم تكن سلطاته مستعدة و قادرة لما يقتضيه هذا، إضافة إلى إتباع سياسة سليمة للاقتصاد الكلي و نظام مصرفي قوي و مركز احتياطات متين يمكنه الصمود و التصدي أمام الارتفاع الدفاعي لأسعار الفائدة لتقليل خطر المضاربين كما يجب التعامل بجدية وجرأة مع المشكلات الأساسية في القطاع المالي و قطاع الشركات و على خلق بيئة سليمة يمكن من خلالها استخدام رؤوس الأموال التي تتدفق إلى الداخل استخداما منتجا، و الأمر البالغ الأهمية هو التسلسل الملائم لتحرير رأس المال لضمان قدرة النظام المالي على توجيه رأس المال في قنوات الاستثمار المنتج .

الدروس المستفادة من هذه التجربة<sup>2</sup>:

— إن الأزمة التي اندلعت في دول النمور الآسيوية قد وضعت حدا للأوهام التي راجت حول العوامة ومزاياها للبلدان النامية.

<sup>1</sup> مجدي محمود شهاب، مرجع سابق، ص 24.28

<sup>2</sup> عبد الرحمن تيشوري، تجربة النمور الآسيوية والعوامل التي ادت الى ازمتها، انظر الموقع التالي تاريخ الاطلاع 2017/08/25

\_\_ كان من المعتقد لدى كثير من الاقتصاديين، أن أزمة المديونية الخارجية للبلدان النامية قد نجمت عن تضخم الإنفاق الحكومي ودور الحكومات في النشاط الاقتصادي وعن ممارسات القطاع العام. وقد كشفت أزمة دول النمر الآسيوية عكس ذلك، حيث أن تفاقم المديونية الخارجية فيها، والتي فجرت الأزمة عام 1997 لم تكن راجعة للنشاط الحكومي بل نتيجة للميل المفرط للقطاع الخاص في هذه الدول للاستدانة من الخارج.

\_\_ إن البلد الذي يتسرع في فتح اقتصاده وسوقه على السوق العالمي وإلغاء القيود على حرية دخول وخروج رؤوس الأموال في أي وقت تشاء وانفتاح الأسواق النقدية والمالية أمام نشاط هذه الأموال يضع مصيره في قبضة المضاربين.

\_\_ لا بد من الاستفادة من الوفرة النسبية التي يتمتع بها البلد في عناصر الإنتاج في تحديد مجالات الإنتاج والتخصص واختيار التكنولوجيا.

\_\_ أكدت الأزمة على حقيقة أساسية وهي أن تفاقم الديون الخارجية كان وسيظل دوماً هو المستنقع الرئيسي الذي تنفجر فيه الأزمات المالية، أي إلى طلب إعادة جدولة الديون والرضوخ لبرامج التثبيت الاقتصادي لصندوق النقد الدولي ذات الطابع الانكماشى وما يتلو ذلك من تفجير البطالة والركود وارتفاع الأسعار وزيادة الفقر والحرمان وارتهاق موارد البلاد والتحكم في مسارات النمو لصالح خدمة أعباء الديون المؤجلة.

\_\_ كما كان غياب الديمقراطية وانتشار الفساد في كل المجالات وسوء توزيع الدخل القومي لصالح فئة قليلة من المجتمع وغياب الشفافية، الدور الهام في تفاقم أزمة هذه البلدان.

\_\_ كشفت هذه الأزمة على ضرورة إعادة الاعتبار لدور الدولة وأهميته في ضبط آليات الحركة للنشاط الاقتصادي.

\_\_ لفتت هذه الأزمة الانتباه إلى ضرورة السعي للتعاون والتضامن والتكامل الاقتصادي فيما بين دول العالم الثالث.

### ثالثاً: الأزمة الروسية 1998 :

حتى تمول عجز الميزانية المرتفع (ما يقارب 8% من الناتج الداخلي الخام) لجأت روسيا ابتداء من سنة 1996 إلى الاقتراض الخارجي المحفز بالعائد المرتفع في السوق المالي الروسي، ومن خلال استقرار سعر الصرف، فقد درج المستثمرين الأجانب على اقتناء سندات الخزينة بالروبل (GKO) وسندات اليورو المصدرة من طرف البلد وفي سنة 1998 كانت روسيا ضحية لصدمة مضاعفة (العدوى من الأزمة الآسيوية التي ترجمت بخروج رؤوس الأموال المضاربة، وانخفاض أسعار البترول الذي فاقم العجز في الميزان التجاري)، الأمر الذي دفع السلطات الروسية لإعلان توقفها بالوفاء بالتزاماتها، و نتيجة الهجمات المضاربة على عملتها خفض البنك المركزي سعر صرف الروبل بما يعادل 34 % في 17 أوت 1998 وإحجامة عن التدخل في سوق الصرف، و في 26 أوت فقد الروبل 30% من قيمته أمام الدولار الأمريكي، وترك العملة عالمية وتجلت ملامح الازمة الروسية في<sup>1</sup>:

\_\_ انهيار سعر صرف الروبل: سجل الروبل الروسي أكبر انخفاض له في 25 أوت 1998، مما اضطر البنك المركزي في اليوم الموالي إلى إيقاف تداول الروبل مقابل الدولار، وبالنسبة إلى الأموال التي قدمها صندوق النقد الدولي إلى روسيا

<sup>1</sup> نادية العقون، العملة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج" دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2012-2013، ص ص 109\_111.

وبالبلغه 4.5مليار دولار، اتجهها منها بليون دولار إلى وزارة المالية لمواجهة الدين العام، في حين استخدم البنك المركزي الباقي في الدفاع عن الروبل.

— **انخيار أسعار النفط الدولية:** يعتبر النفط أحد أهم مصادر الإيرادات في روسيا، وقد انخفضت أسعار هذا الأخير بـ 49,3 دولار للبرميل خلال ستة الأشهر الأولى من عام 1998 وهو ما نجم عنه عجز في الميزان التجاري وميزان المدفوعات ويرجع هذا الانخيار في جزء منه إلى الأزمة المالية الآسيوية وما أعقبها من انخيار في حجم النشاط الاقتصادي ورغم هذا الانخفاض فقد ضلت مستويات الانفاق في روسيا على ما هي عليه بلى تزايدت، خاصة فيما يتعلق ببرامج روسيا التسليحية، كما أن تباطؤ دخول العملات الصعبة إلى روسيا (عائدات الصادرات، استثمارات مباشرة وغيرها) دفع البنك المركزي إلى استنفاد احتياطات الصرف من أجل تمويل العجز في الموازنة

— **عجز الموازنة العامة:** تعزى الأزمة الروسية أساساً إلى فشل السياسات المحلية على مدى عدة سنوات في العامل بفعالية مع مشكل العجز الكبير في الموازنة العامة، الذي نشأ نتيجة الفشل في الإصلاح النظام الضريبي، والافتقار إلى انضباط الانفاق في مجالات مهمة وبطء التقدم في الإصلاح الهيكلي، مما أثر سلباً على أداء الاقتصاد بشكل عام.

— **تدهور الميزان الخارجي الروسي:** عرف الفائض المحقق للعدة سنوات تراجعاً انطلقاً من أواخر سنة 1996، وهذا ليس ناتجاً فقط عن الانخفاض فقط في أسعار المواد الأولية كالمحروقات، ولكنه ناتج أيضاً عن الارتفاع في أسعار الواردات، ولم يكن من المتوقع أن تزداد الواردات استجابة لانخفاض سعر الروبل، فأغلب الصادرات السلعية الروسية مسعر بالدولار الأمريكي، هذا إلى جانب ما يزيد عن 50% من واردات روسيا تتمثل في سلع أساسية منخفضة المرونة.

— **انخيار سوق الأسهم والسندات:** بدأت الضغوط على الروبل وعلى أسواق الأسهم في روسيا منذ نهاية مارس 1998 رغم محاولات الحكومة إنعاش الأسواق المالية، وقد ترتب على انخيار سوق الأسهم والسندات خسائر كبيرة غير مسبوقة في محافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك والمؤسسات المالية العالمية.

— **ضعف وتدهور الجهاز المصرفي:** عرف الجهاز المصرفي الروسي تدهوراً كبيراً نتيجة التخفيض المستمر للروبل وإعادة هيكلة الديون الحكومية، وقد ترتب على هذين الإجراءين الضغوط على البنوك لسحب الودائع، وقد عجزت بعض البنوك عن رد الودائع في حين اتجه بعضها إلى اتخاذ إجراءات الإفلاس، وأصبحت روسيا تعاني من أزمة سيولة غير عادية غي النقد الأجنبي.

#### رابعاً: الأزمة البرازيلية ( 1998 – 1999 )

وقعت الأزمة المالية البرازيلية خلال الفترة 1997-1999، حيث تزامنت مع مرور كل دول أمريكا اللاتينية بعمليات إصلاح شاملة لنماذجها الاقتصادية في ظل البيئة العالمية المعروفة، إضافة لكون البرازيل قد خرجت لتوها من عملية إعادة تنظيم كاملة للقطاع المصرفي عقب الأزمة المصرفية سنوات 1994-1995.

تأثر الاقتصاد البرازيلي بتدهور البيئة الخارجية نتيجة لضعفه وحساسيته الكبيرة، ويعود السبب في ضعفه لتراكم العجز في الموازنة العامة لفترة طويلة، فتكونت لديه مبالغ كبيرة من الديون قصيرة الأجل، كما بلغت قيمة الديون الخارجية 238 مليار دولار سنة 2000، وتطلبت خدمتها مبلغاً يعادل نسبة 110.9% من قيمة الصادرات البرازيلية، ما يبين



أن البرازيل تستخدم كل عائدات صادراتها السلعية والخدمية لسداد التزاماتها الخارجية، والأكثر من ذلك تستدين بغرض الوفاء، والذي لم يكن ليستمر طويلا دون أن تنفجر أزمة مالية.<sup>1</sup>

أسباب الأزمة:<sup>2</sup>

- \_\_ تفاقم عجز الموازنة وعدم قدرة الحكومة على الوفاء بالتزاماتها نظرا لارتفاع عبء المديونية.
- \_\_ انخفاض الاحتياطات من النقد الأجنبي، بسبب حماية الريال البرازيلي عن طريق التدخل في سوق النقد.
- \_\_ اعدام التوازن في إدارة مالية الحكومة متمثلة فيعجز كبير في الموازنة، وعدم وجود نظام ضريبي كفاء لتوفير الإيرادات المطلوبة، وهو ما أخل بقدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها وأشاع الفوضى وعدم الثقة في النظام المالي السائد.
- \_\_ التشكيك في قدرة البرازيل على تحمل أعباء المديونية التي اعتبرت أعلى نسبة دين في العالم (148مليار دولار).
- \_\_ ارتفاع الواردات وتفاقم العجز في ميزان المدفوعات.
- \_\_ هروب المستثمرين المفاجئ منسوق الأسهم البرازيلية التي تعد أضخم سوق في أمريكا اللاتينية.

### الدروس المستفادة:<sup>3</sup>

- لقد بدأت الأزمة المالية المكسيكية بعجز كبير في ميزان العمليات الجارية في ميزان المدفوعات، أدى إلى توقف المكسيك عن سداد ديونها الخارجية، ثم انهارت العملة الوطنية، ولولا تدخل صندوق النقد الدولي والولايات المتحدة الأمريكية بتقديم قرض قدره 40 مليار دولار، استخدمته المكسيك لخدمة ديونها.
- إن فهم مشكلة أزمة سعر الصرف المكسيكية لم تكن صعبة بقدر صعوبة تنفيذ الإجراءات الاقتصادية السلمية لاحتوائها، حيث ظلت الأموال المتدفقة من الخارج تقوم بتمويل العجز في الحساب الجاري.
- إن الاعتماد على التدفقات الرأسمالية المتقلبة تسبب مشاكل لاقتصاد الدول المتلقية، بسبب فقدان الرقابة المحلية والمغالاة في سعر الصرف الحقيقي.
- في ظل التحرر المالي وضعف الرقابة والإشراف الجيد للبنك المركزي على البنوك والسياسة النقدية يعرضها لمخاطر الائتمان والسيولة.
- إن إلغاء قيود تحويل العملة الوطنية وتطبيق التعويم الكامل، وفتح أسواق المال على مصراعيه للإستثمار الأمريكي يعتبر إجراء متسرعا قامت به المكسيك.
- إن قرار الحكومة ببيع جزء من احتياطي العملات الأجنبية لديها بهدف الحفاظ على استقرار عملتها لم يكن قرارا صائبا حيث أدى إلى انخفاض هذا الاحتياطي.
- إن التدابير التصحيحية على المستوى المالي المستجدة في تعويم سعر الصرف وتحرير الأسواق، إضافة إلى اللجوء إلى صندوق النقد الدولي، وعلى المستوى الداخلي تمثلت في دعم البنوك وتوفير السيولة النقدية كانت هاته الإجراءات فعالة وذات فائدة رغم ضخامة تكلفتها البالغة 12% من الناتج المحلي لسنة 1997 يستهلك على مدى 30 سنة.

<sup>1</sup> بن ناصر محمد، محاضرات في مقياس الازمات المالية، ملبوعة غير منشورة جامعة أكلي محمد جامعة البويرة 2015/2016، ص 108.

<sup>2</sup> عماد صلاح سالم، إدارة لازمات في بورصة الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبوضي للاباعة والنشر، 2002، ص ص 333\_334.

<sup>3</sup> بن ناصر محمد، مرجع سابق، 110.

## خامسا: الأزمة التركية (2000 – 2001)

تعرضت تركيا للعديد من الاضطرابات الاقتصادية والسياسية خلال العامين 2000-2001. بالرغم من توقيع تركيا للعديد من الاتفاقيات مع صندوق النقد الدولي لمساندتها في خطوات الإصلاح الاقتصادي التي تنفذها منذ عام 1980 ومن بينها (اتفاقية المساندة) الذي وقع في نهاية كانون الأول من عام 1999 لتحصل تركيا بموجبه على تسهيلات تبلغ نحو 4 مليارات دولار، اندلعت الأزمة المالية التركية في تشرين الثاني عام 2000 اثر التحقيقات الموسعة في الجرائم المالية التي ارتكبت في 10 بنوك عامة، وعجزها عن الوفاء بالتزاماتها المالية وارتفاع مديونية البنوك، وتراجع الثقة في الجهاز المصرفي وهذا ما يعد جوهر الأزمة.

فبالنسبة للنتائج القومي الإجمالي التركي، أكدت بيانات معهد الإحصاء الحكومي التركي عام 2001، إن إجمالي الناتج القومي قد انخفض بنسبة 9.4% وهو أسوأ أداء للاقتصاد التركي منذ عام 1945. وأظهرت هذه البيانات أن انكماش الاقتصاد كان أسوأ بكثير من المتوقع، كما أدت الأزمة المالية التي مرت بها تركيا إلى انخفاض متوسط دخل الفرد إلى 2181 دولار سنويا عام 2001، وفي ضوء نتائج الإحصاء العام للسكان الذي جرى في تشرين الأول عام 2000، فإن هذا المتوسط قد ارتفع خلال عام 2001، بمقدار 46 دولار ليصل إلى 2227 دولار سنويا.<sup>1</sup>

أما فيما يتعلق بقطاع السياحة التركي، فقد أصيب هذا القطاع بإضرار بالغة عقب هجمات 11 أيلول 2001 حيث أكدت بيانات تركية آنذاك إن عائدات السياحة بلغت إجمالا 7.82 مليار دولار في الأشهر الأحد عشر الأولى من عام 2001 منخفضة بشكل كبير عن التوقعات، ووفقا للإحصائيات الرسمية فقد زار تركيا عام 2001 نحو 11.6 مليون سائح، ومنذ إن لجأت تركيا إلى تعويم عملتها في أوائل عام 2001 هبطت قيمة العملة إلى نصف قيمتها أمام الدولار مما جعل البلاد مقصدا رخيصا للسياح ولاسيما بريطانيا وألمانيا.<sup>2</sup>

وفيما يتعلق بالأصدقاء الدولية للأزمة المالية حبيسة الحدود الجغرافية لتركيا بل امتدت إلى دول أخرى مثل الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، ففي الولايات المتحدة بدأت الأزمة بإلقاء ظلالها على أداء الشركات المنتجة للسلع الاستهلاكية، حيث عدلت بعض هذه الشركات توقعاتها للأرباح بعد تدهور قيمة الليرة التركية. وأكدت شركة (بروكتير أند جامبل)، إن تعويم الليرة التركية أجبرها على تعديل توقعاتها للأرباح خلال النصف الثاني من عام 2001.

**أسباب الأزمة التركية:** ترجع أسباب الأزمة الاقتصادية التي انفجرت في تركيا إلى جملة من الأسباب المزمنة التي يتلخص أهمها فيما يأتي<sup>3</sup>:

**تفاقم الديون:** وقعت تركيا في شرك ومصيدة الديون الخارجية والداخلية، وتضخمت هذه الديون مع فوائدها حتى أصبحت تلتهم الجزء الأكبر من واردات الدولة، حيث بلغت الديون الخارجية لتركيا عام 1980 (15.7) مليار دولار بفائدة سنوية تقارب المليار دولار، أما في عام 1999 فقد تجاوزت هذه الديون مائة مليار دولار وبفائدة سنوية تزيد

<sup>1</sup> بشري عاشور الخزرجي، مرجع سابق، ص 122-123.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 117.

<sup>3</sup> أورخان محمد علي، الأزمة الاقتصادية التركية.. الأسباب والتوقعات، مقال منشور على شبكة الجزيرة، تاريخ الاطلاع 2017/8/12.

على خمسة مليارات دولار، علاوة على عدم استعمال معظم هذه القروض -خاصة بعد عام 1992- في أماكنها الصحيحة وفي بناء مشاريع تنموية، بل أهدر معظمها.

كما بلغت الديون الداخلية لتركيا عام 1980 (7.9) مليارات دولار، لتصل عام 1999 إلى (63.6) مليار دولار، 427 مليار دولار قيمة القروض مع فوائدها التي دفعتها تركيا في العشرين عاما الماضية، ومازال تسديد القروض الداخلية وفوائدها يلتهم 95% من واردات الحكومة من الضرائب.

ومجموع المبالغ التي دفعتها تركيا مع فوائدها في ظرف العشرين سنة الأخيرة فبلغ (426.7) مليار دولار وهو مبلغ كبير كان من الممكن دفع عجلة الاقتصاد التركي به، مع أن تركيا تبذل كل جهودها حاليا لاستقراض مبلغ (12-15) مليار دولار فقط من البنك الدولي ومن صندوق النقد الدولي.

**دخول الاتحاد الجمركي الأوروبي:** يعد انضمام تركيا إلى الاتحاد الجمركي الأوروبي الخطوة الضرورية الأولى والشرط الأساسي لدخولها إلى الاتحاد الأوروبي. وهذه العضوية في الاتحاد الجمركي تعني رفع جميع الرسوم الجمركية عن البضائع المصدرة أو المستوردة بين تركيا والدول الأوروبية، وكانت أوروبا هي الراجحة وتركيا هي الخاسرة في هذا الأمر للأسباب التالية:

✓ بدأت تركيا منذ دخولها إلى الاتحاد الجمركي تخسر كل عام واردا كبيرا يبلغ أربعة مليارات من الدولارات تقريبا كانت تحصل عليها من الرسوم والضرائب الجمركية على البضائع الأوروبية المستوردة

✓ زادت الفجوة كثيرا بين قيمة البضائع الصادرة إلى أوروبا وقيمة البضائع المستوردة منها، أي زاد العجز التجاري لتركيا.

✓ بعد رفع الحاجز الجمركي لم تستطع الصناعة التركية الناشئة منافسة الصناعة الأوروبية المتقدمة التي غزت الأسواق التركية، مما أدى إلى إفلاس العديد من المصانع التركية وإقفال أبوابها وتسريح الآلاف من عمالها، وهذا أدى بدوره إلى تقلص الناتج المحلي وزيادة أعداد العاطلين عن العمل.

**الإسراف والتبذير الحكومي:** يعتبر الإسراف الحكومي من العوامل التي نخرت جسم الاقتصاد التركي، فحسب دراسة أعدها اتحاد الغرف والبورصة التركية فإن التبذير والإسراف الحكومي تسبب في ضياع (195.2) مليار دولار في ظرف عشر سنوات (1990-2000). وأشارت هذه الدراسة إلى أن معظم الحكومات المتعاقبة في هذه المدة كانت فاشلة في سياستها الاقتصادية، ومع أن الحكومات اتبعت في هذه المدة (وتبلغ 132 شهرا) سياسة شد الأحزمة مدة 42 شهرا في البلد فإن هذه السياسة لم تثمر شيئا بسبب التبذير والإسراف الحكومي الذي لم ينقطع.

**عمليات النهب للبنوك الحكومية:** ظهرت عمليات نهب البنوك على السطح قبل ثمانية أشهر تقريبا، فقد أفلست سبعة بنوك حكومية بعد أن نُهبت أرصدها بعمليات احتيال وإقراض لشركات وهمية أو لرجال أعمال دون أخذ الضمانات الكافية، ثم هروب أصحاب هذه الشركات الوهمية ورجال الأعمال إلى الخارج مع هذه المبالغ، ولم تعط الحكومة أرقاما محددة لمقدار هذه المبالغ المنهوبة، وإن كان بعض المحللين يقدرونها بما يقارب مائة مليار دولار.

– **الإنفاق العسكري الباهظ:** فمع أن روسيا ومعها جميع دول حلف الناتو (عدا تركيا) قامت بتخفيض نفقاتها العسكرية بعد سقوط الاتحاد السوفياتي وانتهاء الحرب الباردة، فإن تركيا استمرت في إنفاق باهظ على آلتها العسكرية الضخمة دون أن تعلن عن هذه النفقات. وليس للحكومة ولا للبرلمان سيطرة عليها.

وبعد وقوع هذه الأزمة أعلنت رئاسة الأركان التركية –وهي الجهة الوحيدة المسؤولة عنها– عن قيامها بتأجيل (32) مشروعاً من مشاريعها العسكرية تبلغ كلفتها (20) مليار دولار تقريباً.

– **الحظر المفروض على العراق:** تضررت تركيا كثيراً بالحظر الذي تفرضه الأمم المتحدة على العراق، وتشير الإحصائيات إلى أن خسارة تركيا جراء الخسار تجارتمها مع العراق فاقت (70) مليار دولار في السنوات العشر الماضية.

### مواجهة الأزمة التركية<sup>1</sup>:

1\_ تغيير العديد من القوانين ومن أهمها قوانين البنك المركزي وإعطائه حرية وصلاحيات أكبر، مع الوقوف الحازم في وجه عمليات نهب البنوك.

2\_ تأمين الشفافية في جميع الأعمال الاقتصادية التي تقوم بها الحكومة وإطلاع الشعب عليها.

3\_ الاقتصاد في النفقات الحكومية واتباع سياسة شد الأحزمة.

4\_ الإسراع في عمليات الخصخصة.

وقد وافقت الحكومة على هذا البرنامج، وأعلن رئيس الوزراء بولنت أجاويد أن الأحزاب الثلاثة التي تؤلف الحكومة الحالية تقف وراءه، وبدأت الحكومة بعدة خطوات تنفيذية على النحو التالي:

– تمرير القوانين الإصلاحية والتي يقارب عددها 15 قانوناً وتحديد قوانين البنك المركزي وإعطاؤه صلاحية وحرية حركة أكبر.

– خصخصة شركات حكومية عديدة من أهمها شركة الخطوط الجوية التركية وشركة التليفونات الوطنية والعديد من معامل الحديد والصلب ومعامل السكر، وكذلك بيع ما يقارب مائة ألف من الدور الحكومية واستثنيت الدور العائدة لكادر المحاكم والجامعات والجيش من هذا البيع.

– طلب قرض من صندوق النقد الدولي ومن الدول الغنية السبع، بحوالي 25 مليار دولار.

– عدم المسارعة إلى طباعة كميات جديدة من النقود لأنها ستؤدي إلى تصاعد سريع لوتيرة التضخم.

### سادساً: أزمة الأرجنتين (2001 – 2002)

#### 1\_ انفجار الأزمة:

تعد الأرجنتين ثالث اقتصاد في أمريكا الجنوبية، تصل مساحتها إلى 2.791.810 كم<sup>2</sup> ويصل عدد سكانها إلى 37.9 مليون نسمة، وفي عام 2001 وصل الناتج المحلي الإجمالي إلى نحو 284 مليار دولار، أي أن متوسط نصيب الفرد من الناتج يصل إلى نحو 7500 دولار، وكل هذه المؤشرات تعد ايجابية بكل المعايير، ولكن المشكلة تكمن في الدين الخارجي، والذي بلغ 137.132 مليار دولار، حيث ضغطت عوائد خدمة الدين على الاقتصاد الأرجنتيني بقسوة حتى وصل إلى حافة الإفلاس.

<sup>1</sup>أورخان محمد علي، الأزمة الاقتصادية التركية. الأسباب والتوقعات، مقال منشور على شبكة الجزيرة، مرجع سابق.

وتزامن الافلاس حدوث الأزمات المالية في جنوب شرق آسيا، وانخفاض معدلات النمو الاقتصادي في قارة أمريكا الجنوبية، وزيادة حجم البطالة هناك، إلى الحد الذي أعلن فيه تقرير البانوراما الاجتماعية في أمريكا اللاتينية إن توزيع الدخل في القارة يعد الأقل عدلا في العالم، وسيطرت أوضاع عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي والاجتماعي على الأرجنتين، مما دفع بجماهيرها إلى الخروج إلى الشوارع في 19 كانون الأول 2001، وقامت بأعمال شغب وسلب ونهب بعد أن فشلت حكومة الرئيس (فيرناندو دي لاروا) ووزير الاقتصاد فيها (دومنيكو كافالو) في إقناع صندوق النقد الدولي بمنح الأرجنتين قرضا قيمته 1.24 مليار دولار وحيث طالب صندوق الأرجنتين بميزانية للعام الجديد بدون عجز، وهو ما دفع (كافالو) لتقديم خطة يتم بمقتضاها خفض النفقات بمقدار 3 مليار دولار فضلا عن المقرر مسبقا في مشروع الميزانية والذي يصل إلى 9.7 مليار دولار، من أجل دفع أقساط خدمة الدين، والتي تصل إلى أكثر 2.5 مليار دولار (وكان يجب دفع 750 مليون دولار قبل نهاية 2001 بالإضافة إلى 2 مليار دولار قبل نهاية كانون الأول 2002، لذلك قررت الحكومة الأرجنتينية تأجيل المعاشات والأجور، وتقييد عمليات سحب الودائع من البنوك، وقصره على مبلغ 250 مليار دولار في الأسبوع، وقد تم كل هذا بعد أن استطاع المضاربون المحليون والدوليون من تهريب 15 مليار دولار خارج البلاد، واتجهت الحكومة الأرجنتينية نحو خفض الإنفاق العام بنسبة 20% أي بمقدار 15 مليار دولار، من خلال عدد من الإجراءات على رأسها تخفيض أجور العاملين بالحكومة بنسبة 13% وذلك لدعم مسعى الحكومة لدى صندوق النقد الدولي.

وارجع الكثير من المحللين أزمة الأرجنتين إلى ثابت سعر صرف عملتها الوطنية أمام الدولار منذ عشرة أعوام (1 بيزو = 1 دولار) وهو ما أدى إلى ارتفاع أسعار المنتجات الأرجنتينية، وأثر على حجم الصادرات، وبالتالي على عوائد النقد الأجنبي الداخلة للأرجنتين، كما كانت عوائد خدمة الدين تستنزف نسبة كبيرة من رصيد الحكومة من النقد الأجنبي.

### 3- أسباب حدوث الأزمة المالية في الأرجنتين : تعود جذور الأزمة في الأرجنتين إلى ما يلي<sup>1</sup>:

- **الاعتماد على القروض:** إن البنوك في الأرجنتين كانت تعتمد في تحقيق أرباحها على القروض بشكل كبير دون تنوع ملحوظ في تركيبة محافظها الاستثمارية.
- **عجز في الميزانية:** فيما يخص السياسة المالية فقد كانت الأرجنتين تعاني من عجز ضخم في ميزانيتها نجم عن ضعف الموارد مقارنة مع الحاجة المتزايدة للإنفاق.
- **تمويل البنوك برأس مال أجنبي:** ما جعل المشكلة تتفاقم أكثر فأكثر هي إن تلك البنوك كانت ممولة برأس مال أجنبي إلى درجة كبيرة، فعندما أحس المستثمرون الأجانب أن الحكومة الأرجنتينية لن توفي بتعهداتها المالية تجاه البنوك التي مولت ميزانيتها دفع ذلك بهم إلى المسارعة في سحب استثماراتهم (أي تمويلهم) من هذه البنوك.

<sup>1</sup> زهية كواش، فتحة بحاح، الأزمة المالية وعلاقتها بسع الفائدة، الملتقى الدولي الفانيلازمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية أيام 5 و6 ماي 2009، المركز الجامعي خميس مليانة، ص ص

- ارتفاع أسعار الفائدة: إن ارتفاع أسعار الفائدة قبيل الأزمة المالية في الأرجنتين في منتصف عام 1999 أمر أساسي أيضا تسبب في حدوث تدهور مالي للبنوك.

#### 4- طرق علاج الأزمة الأرجنتينية:

- من أهم السبل التي لجأت إليها الأرجنتين من أجل الحد من هذه الأزمة نجتمعها في النقاط التالية:
- خفض قيمة البيزو الأرجنتيني، الذي جعل الصادرات رخيصة والمنافسة في الخارج في حين تثبيط الواردات.
- احتضان سياسة الإنكماش وهيكله الديون.
- ارتفاع سعر الفول الصويا في الأسواق الدولية المنتجة وضخ كميات هائلة من العملات الأجنبية أي جلبها مع العلم أن الصين أصبحت من أكبر الدول المستوردة للمنتجات الصويا من الأرجنتين.
- السيطرة على الإنفاق الحكومي بحيث شجعت الحكومة إحلال الواردات وإتاحة الائتمان للشركات ونظموا خطة طموحة لتحسين الضريبة كما خصصت مبالغ كبيرة من المال من أجل الرفاه الاجتماعي في حين أن السيطرة على الإنفاق في مجالات أخرى
- العمل على رفع عملتها شيئا فشيئا وببطء وهذه نتيجة للإدارة والتحكم في تدابير احتياطية لبيع الدولارات في السوق العامة رفعت قيمة عملتها البيزو ببطء.
- عملت السلطات على تشجيع الزراعة والسياحة حيث حققت هذين الأخيرتين نموا معتبرا.
- إعادة فتح بعض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المغلقة و بعث نشاطها من خلال التعاونيات والإدارة الذاتية هو أمر حقق نجاحا ملحوظا (مثل مؤسسة سيراميك).
- التحكم والإدارة الجيدة من طرف السلطات حققت فائض في الميزان التجاري الناتج عن ارتفاع سعر " فول صويا " المسبب في تدفق الدولارات مما أدى بالحكومة البدء بالتدخل للحفاظ على قيمة البيزو وإعادة تقييمه. بحيث بدأ البنك المركزي بشراء الدولار في السوق المحلية ومنها تخزين الاحتياطي وبحلول ديسمبر 2005 قد وصل الاحتياطي من النقد إلى 28 مليار دولار وفي يناير 2006 سددت الأرجنتين معظم الديون.FIM
- وبهذه الطريقة استقر سعر الصرف من القيمة المرجعية إلى 3 بيزو للدولار الواحد ولكن تبقى مسألة سعر الصرف معقدة لسببين: زيادة حادة في الواردات منذ عام 2004 مما يرفع الطلب على الدولارات وعودة الاستثمارات الأجنبية التي تجلب من الخارج بالعملة الجديدة بعد النجاح في إعادة تشكيل ما يقرب من ثلاثة أرباع 3/4 من الديون الخارجية.
- وضع الحكومة ضوابط وقيود بهدف إلى الحفاظ على الاستثمارات وبالتالي الاستقرار في السوق المالية.

#### 5- دروس من أزمة الأرجنتين<sup>1</sup>

خطورة التقيد بنظام سعر الصرف الثابت على الرغم من تغير الظروف الاقتصادية الداخلية والخارجية، فيجب أن يتخذ القرار الخاص بتعديل نظام سعر الصرف في الوقت المناسب، شرط أنه لا يؤثر هذا على التغيير بشكل سلبي على مصداقية النظام.

<sup>1</sup> عبد القادر محمد عبد القادر عطية، السيدة مصطفى إبراهيم، إيمان محب ذكي، قضايا اقتصادية معاصرة، الإسكندرية، الناشر قسم الاقتصاد، 2005، ص ص 128 -

- \_ ضرورة العمل على رفع معدلات الادخار المحلي، وذلك بإعادة النظر في سياسات سعر الصرف وسعر الفائدة.
  - \_ يجب أن تسبق عملية التحرير التجاري القدرة على رفع مستوى الأداء الحقيقي للاقتصاد الوطني، وذلك يتلّب تنوع هيكل الإنتاج في إطار برامج الخوصصة لرفع كفاءة الإنتاج الوطني.
  - \_ لا يجوز الاعتماد على تدفقات رأس المال المحافظة لسد عجز ميزان المدفوعات، حيث أن هذه التدفقات يمكن أن تُهرب للخارج بشكل مفاجئ وسريع، ولا يكفي احتياطي النقد الأجنبي للدفع عن العملة الوطنية.
  - \_ ضرورة مراعاة أن يكون حجم الديون الخارجية في مستوى مقبول.
  - \_ ضرورة الاهتمام بالبعد الاجتماعي عند وضع وتنفيذ برامج الإصلاح الاقتصادي.
- سابعاً: الأزمة المالية العالمية 2008:**

تعد الأزمة المالية العالمية التي عصفت بالاقتصاد العالمي منذ 2007 أعنف الأزمات الاقتصادية العالمية بعد أزمة الكساد الكبير وتأتي خلفاً لعنف هذه الأزمة كونها انطلقت من الاقتصاد الأمريكي الذي يشكل نموه محركاً لنمو الاقتصاد العالمي، فاقصادها هو الأكبر في العالم، وتشكل التجارة الخارجية أكثر من 10% من إجمالي التجارة العالمية، هذا بالإضافة إلى أن الدولار الأمريكي يشكل ما لا يقل عن 60% من السيولة العالمية .

- 1\_ أسباب الأزمة المالية:** هناك العديد من الأسباب التي أثرت تأثيراً مباشراً وغير مباشراً على البنوك وأسواق المال وتضافت وعضد بعض بعضاً لتعميق وشمولية هذا التراجع الاقتصادي المتصاعد، إن تشخيص أسباب الأزمة هو العلاج السليم، فتصور الشيء تصويراً سليماً ودقيقاً ومحايداً وموضوعياً هو جزء من تقديم الحل السليم الموضوعي، ومن الأسباب الاقتصادية ذات الأبعاد الكبرى على الاقتصاد الأمريكي وبالتالي العالمي ما يأتي:<sup>1</sup>
- \_ الظرفية الاقتصادية العالمية المتميزة بارتفاع مستمر للأرباح لكن لا تقابلها استثمارات منتجة من شأنها الإستجابة للحاجيات الاجتماعية للإنسانية، فقد أدى توجيه هذه الأرباح المفرطة نحو البنوك والأسواق المالية من جهة إلى توسيع المجال الجغرافي للمالية في ظل العولمة وأصبح العجز البنوي للاقتصاد الأمريكي يمول من طرف باقي دول العالم وبخاصة الصين والدول الخليجية، ومن جهة أخرى إلى مزيد من البطالة وهشاشة الشغل والتفاوتات الاجتماعية.
  - \_ العجز التوؤم في الميزان التجاري والميزانية العامة، تلازم عجز الميزان التجاري الأمريكي المزمن بسبب تزايد الاستيرادات من الصين والهند والدول الآسيوية الأخرى وازدياد حركة السياحة إلى خارج الولايات المتحدة والذي ناهز 758 مليار دولار عام 2006 مع عجز متصاعد في الموازنة العامة بلغت عام 2008 حوالي 410 مليار دولار وهو ما يشكل حوالي 3% من الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي.
  - \_ الحروب السريعة التي خاضتها القوات الأمريكية كما في الصومال ويوغسلافيا، والضخمة كما هو الحال في حربي العراق وأفغانستان، والتي كلفت الاقتصاد الأمريكي مبالغ ضخمة.

<sup>1</sup> وصفي عبد الكريم كساب، على فلاح المناصير، أزمة المالية العالمية حقيقتها.. أسبابها.. تداعياتها.. سبل معالجتها، جامعة الزرقاء الخاصة، 2009، ص ص 12\_17.

— عدم التزام المؤسسات المالية الدولية (صندوق النقد الدولي والبنك الدولي) بالأهداف الأساسية التي أنشأت من أجلها والمتمثلة في مراقبة وعلاج التذبذب في أسعار صرف العملات للدول الأعضاء ومساعدة هذه الدول على معالجة الاختلالات في موازين مدفوعاتها.

— الممارسات غير المنضبطة في الأسواق المالية الدولية تمثلت هذه الممارسات بالتوسع المفرط للمصارف الأمريكية المختصة في مجال العقار في منح القروض السكنية عالية المخاطر SubPrimes لأعداد متزايدة من ذوي الجدارة الائتمانية الضعيفة دون الاشتراط بأن يكون للمقترض سجل مالي قوي.

— التوسع في منح القروض دون ضمانات، خاصة في مجال قطاع العقارات الذي فجر الأزمة لتطفو على السطح فقامت المصارف بتقديم قروض للمواطن الذي يحلم بتملك منزل، بضمان العقار نفسه، وبأسعار فوائد متدنية، وقد توسعت المصارف في ذلك كي يظهر مديرو البنوك للإدارة العليا مقدرتهم على تحريك الأموال ويحصلون على مكافآت مالية، ثم ترتفع قيمة هذا العقار فيحاول صاحبه الحصول على قرض جديد، وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية، يطلق عليه " الرهون الأقل جودة" لأنها رهون من الدرجة الثانية، وبالتالي فهي معرضة أكثر للمخاطر، خاصة إذا انخفضت قيمتها، وأدى تراجع أسعار العقار نتيجة انخفاض الطلب وارتفاع العرض إلى انهيار الأسعار وخاصة في مناطق الضواحي، ومع الوقت عجز المواطنون عن السداد مما شكل أزمة سيولة في المصارف، الأمر الذي فجر الأزمة لتطفو على السطح " فقاعة الديون "

— العمل في اقتصاد مضاربي ( وهمي) وهو اقتصاد النقود واقتصاد خلق النقود والأرباح القائمة على ذلك، بما فيها ما يتم عبر الإنترنت حتى طغت على المعاملات الحقيقية التي هي مبرر قيام السوق المالية، وانتشار ثقافة الربح السريع، والانتقال إلى الرأسمالية المالية والتخلي عن الإنتاجية والخدمية، والاعتماد على الدين العام بدل الضرائب مما أدى إلى الاعتقاد بأنه السبيل للاغتناء السريع وتزايد تراكم طبقات من الصفقات المالية البحتة التي تبعد أكثر فأكثر عن القطاع الإنتاجي الحقيقي في الاقتصاد و اتساع أحجامها بحيث أدت إلى ما يسمى بنظرية الهرم المقلوب الذي يمتاز بعدم الاستقرار.

— توريق الديون وبيعها في الأسواق المالية عبر سندات مصنفة وفق درجات المخاطرة حيث تمنح درجة A و B لسندات القروض العقارية الأقل مخاطرة والمضمونة، أما التصنيف C فيمنح للسندات ذات درجة المخاطرة العالية والمشكوك في تحصيلها، ويقوم كبار المستثمرين الأمريكيين بالتأمين على سندات القروض العقارية من فئة (C) لضمان عدم تعرضهم للخسارة وفي الأغلب تباع سندات الفئة A لصناديق استثمارية في الخليج وآسيا، أما السندات نوع C فيقوم بشرائها كبار موظفي بنوك الاستثمار ويحصلون على أرباح عالية من خلال دفع شركات التأمين مبالغ التعويض

— نقص في السيولة في الأسواق المصرفية نتيجة خسارة العديد من البنوك لأموالها وتدهور حسابات ميزانيتها، فلم تعد تحتمل تقديم قروض لبنوك أخرى، ولم يعد باستطاعتها تجميع التمويل الكافي، وتسارعت الانخفاضات نتيجة عمليات بيع أسهم تلك البنوك على المكشوف.

— سلوكيات المؤسسات المالية والمسؤولين عنها من مديري تنفيذيين وموظفين، بما فيهم الوسطاء، ومديرون الحسابات من الجشع والسرقة والتفلسف من الضوابط.



- خروج المصارف التجارية عن حدود نشاطاتها التقليدية كوسيط مالي بين وحدات الفئات ووحدات العجز، لتتحول إلى مستثمر صاف وإلى مؤسسات مضاربة بالأوراق المالية وممولة لصفقات تجارية فعلية وغير ذلك من نشاطات، دون ضمانات فعلية.
- انتشار الفساد الأخلاقي الاقتصادي مثل: الاستغلال والكذب والشائعات المغرضة والغش والتدليس والاحتكار والمعاملات الوهمية.
- توظيف الأموال في الأسواق الأمريكية على طريقة (القمار) كما حدث في عام 2000 عندما انهار مؤشر التكنولوجيا المتطورة ( ناسداك ) على أساس التلاعب في سجل حسابات الشركة أو التوقعات الوهمية لقدرة الإنترنت في إحداث نمو اقتصادي.
- سياسة العولمة وحرية التجارة جعلت مالكي الأسهم في البنوك الأمريكية يتوزعون في أنحاء العالم، وأن إفلاس هذه البنوك سيؤدي إلى خسارة الاستثمارات في أسواق مالية ناشئة أو دولية.
- 2 — مراحل الأزمة<sup>1</sup>: فيما يلي المراحل المختلفة التي مرت بها الأزمة المالية التي اندلعت في بداية 2007 في الولايات المتحدة الأمريكية:
- فبراير 2007: عدم سداد سلفيات الرهن العقاري (الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد) يتكثف في الولايات المتحدة الأمريكية ويسبب أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات متخصصة.
- أوت 2007: البورصات تندهور أمام مخاطر اتساع الأزمة والمصارف المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة.
- أكتوبر/ديسمبر 2007: عدة مصارف كبرى تعلن انخفاض كبير في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.
- يناير 2008: الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (البنك المركزي) يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى % 3.50 وهو إجراء ذو حجم استثنائي، ثم تخفيضه تدريجياً إلى % 2 بين يناير وأبريل 2008 .
- 17 فبراير 2008: الحكومة البريطانية تؤمّن بنك نورذرن روك .
- 11 مارس 2008: تضافر جهود المصارف المركزية مجدداً لمعالجة سوق التسليفات.
- 16 مارس 2008: ججي بي مورجان تشيز "يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي" بيرستينز "بسعر- متدن ومع المساعدة المالية للاحتياطي الفيدرالي.
- 24 أبريل 2008: قام مصرف "يوي إس" السويسري بنشر نتائج التحقيقات الداخلية حول- الأسباب الحقيقية وراء خسارته الفادحة جراء أزمة الرهن العقاري الأمريكية، والتي أدت إلى شطب 40 مليار دولار من أصوله، في أكبر خسارة يتعرض لها أول مصرف سويسري، و المصنف الثالث أوروبا، و الأول عالمياً في مجال إدارة الثروات الخاصة.
- 30 ماي 2008: المؤسسات المالية أبلغت عن خسائر زادت عن 300 مليار دولار بسبب الأزمة المالية، لكن تم تخفيف هذه المشكلة بتوفير 200 مليار دولار من البنوك المركزية مما ساعد البنوك في توفير القروض.

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة و الأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري الأمريكية) - الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص 259\_262.

07 سبتمبر 2008: وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال تسليفات الرهن العقاري " فريدي ماك وفاني ماي " تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة مالتيهما مع كفالة ديونها حتى حدود 200 مليار دولار .

\_\_ 15 سبتمبر 2008: اعتراف بنك الأعمال " لي مان براذرز " بافلاسه، بينما يعلن أحد أبرز - المصارف الأمريكية " بنك أوف أمريكا"، شراء بنك آخر للأعمال في وول ستريت هو " ميريل لينش"، وعشرة مصارف دولية تتفق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر احتياجاتها إلحاحا في حين توقف المصارف المركزية على فتح مجالات التسليف، إلا أن ذلك لا يمنع تراجع البورصات العالمية.

\_\_ 16 سبتمبر 2008: الاحتياطي الفيدرالي والحكومة الأمريكية تؤمان أكبر مجموعة تأمين في العالم " آيهاي جي " المهتدة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79.9% من رأسمالها.

\_\_ 17 سبتمبر 2008: البورصات العالمية تواصل تدهورها والتسليف يضعف في النظام المالي، وتكثف المصارف المركزية العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية.

\_\_ 18 سبتمبر 2008: البنك البريطاني " لويدي تي إ سي " يشتري منافسه " إتش بي " أو " إس " المهتد بالإفلاس، السلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع.

\_\_ 9 سبتمبر 2008: الرئيس الأمريكي " جورج بوش " يوجه نداء إلى التحرك فورا حيال خطة لإنقاذ المصارف لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة.

\_\_ 23 سبتمبر 2008: الأزمة المالية تظفي على المناقشات خلال الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك، الأسواق المالية تضعف قلقها أمام المماثلة حيال الخطة الأمريكية.

\_\_ 26 سبتمبر 2008: اهيار سعر صرف المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية " فوريتس " في البورصة بسبب شكوك حول قدر على الوفاء بالتزاماتها وفي الولايات المتحدة، يشتري بنك " جي بي مروغان " منافسه واشنطن ميوتشوال " بمساعدة السلطات الفدرالية.

\_\_ 28 سبتمبر 2008: خطة الإنقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونجرس وفي أوروبا، يجري تعويم فورتيس من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ وفي بريطانيا يجري تأمين بنك " برادفورم " و " بينجلي ".

\_\_ 2009: مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ، وبورصة وول ستريت تنهار، كما تراجع البورصات الأوروبية بقوة هي الأخرى وفي وقت سابق خلال النهار، وفي اللحظة ذاواصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها وقبل رفض الخطة، أعلن بنك " سيتي جروب " الأمريكي أنه سيشتري منافسه " واكوفيا " بمساعدة السلطات الفدرالية،

**3** \_\_ الآثار الاقتصادية للأزمة الأمريكية المالية المصرفية العالمية: من أهم آثار الأزمة المالية العالمية ما يلي<sup>1</sup>:

\_\_ إفلاس العديد من البنوك و الشركات بسبب أزمة السيولة: بحيث أدت الأزمة إلى شطب عدد من البنوك الكبرى في العالم نتيجة انخفاض قيمة الأوراق المالية المضمونة بقروض عقارية، هذا إلى جانب ظهور خسائر ائتمانية جديدة زادت

<sup>1</sup> بلحشر عائشة، مرجع سابق، ص 121\_123.

من مخاوف المستثمرين مجددا، كخسائر الديون على بطاقات الائتمان والتي تقدر بنحو 940 مليار الأمر الذي أدى إلى تراجع السيولة النقدية المتاحة لدى البنوك لإقراضها للمستهلكين .

ـ **انهيار البورصات**: شهدت البورصات العالمية وفي باقي الدول تقريبا انخفاضات كبيرة ومتعاقبة ومتتالية في أسعار الأوراق المالية بعد الانهيار الكبير الذي حدث للبنوك الكبرى والمؤسسات الأخرى، وقدرت خسائر البورصات العالمية في ظل الأزمة بما لا يقل عن 4 إلى 5 تريليون دولار فيما يطلق عليه بالخسائر الورقية.

ـ **تنامي معدلات البطالة**: ازدياد نسبة البطالة إلى أرقام غير مسبوقة منذ فترة الكساد الكبير لسنوات الثلاثينات، فقد شهدت العديد من الدول المتقدمة و خاصة الو.م.أ زيادات في معدلات البطالة لتصل إلى 8.5% في شهر مارس 2009 مقارنة بنسبة 6.2% التي كانت عليها في سبتمبر 2008 .

ـ **تذبذب أسعار الذهب و العملات**: فقد لوحظ على أسعار الذهب تغييرها صعودا و هبوطا أثناء الأزمة بشكل حاد، فقد نجد أيام انخفاض في أسعار الذهب يمثل انخفاضا كبيرا، و من ناحية أخرى قد يحدث ارتفاعا حادا بعد أيام أخرى و هكذا، وفي المقابل شهدت العملات الدولية القابلة للتحويل تغييرات شديدة وعدم استقرار في أسعار الصرف أي العلاقة بين تلك العملات وبعضها البعض.

ـ **انخفاض أسعار البترول**: انخفاض أسعار النفط إلى مستويات متدنية نتيجة قلة الطلب وتوقف الكثير من الأنشطة الاقتصادية في البلدان المستوردة له ومع عدم استقرار أسعار النفط أدت إلى تراجع حاد في عائدات النفط لدى الدول المصدرة له وبالطبع إذا استمر هذا الانخفاض فقد يؤثر على إيراداتها وبالتالي على قدرتها على الاستمرار في تمويل كثير من المشاريع التي تعتمد عليها الشركات المدرجة في البورصة.

ـ **تراجع الاستثمار الأجنبي المباشر وتدفقات رؤوس الأموال خاصة المتجهة إلى البلدان الناشئة**: لتتخفف إلى 165 مليار دولار في سنة 2009 مقارنة بقيمة 929 مليار دولار التي وصلت إليها في سنة 2007 لتمثل تراجع غير مسبق قدره 82%.

ـ **الأثر على الفقر والفقراء في العالم**: أشارت كافة التوقعات إلى أن مساحة الفقر ستزداد في العالم بسبب الأزمة بل وعدد الفقراء سيزداد بشكل متزايد وخاصة إذا امتدت الأزمة.

**4 ـ الحلول والمقترحات**: لجأت الحكومات والدول من خلال البنوك المركزية إلى اتخاذ عدة إجراءات وترتيبات من أجل التخفيف من حدة هذه الأزمة العالمية ومحاوله حصر انعكاساتها وذلك من خلال ما يلي:

ـ **خطط الإنقاذ المالي**: لجأت الدول إلى إقرار خطط الإنقاذ المالي حيث أقرت السلطات الأمريكية في أكتوبر 2008 خطة إنقاذ مالي بقيمة 700 مليار دولار بهدف شراء الأصول المتعثرة من الشركات المالية، كما أعلنت بريطانيا خطة بقيمة 497 مليار دولار وألمانيا بقيمة 644 مليار دولار وفرنسا بقيمة 454 مليار دولار ونفس الإجراء أقدمت عليه الدول الأخرى خاصة الصين إيطاليا، روسيا ....

ـ **ضخ أموال لحل أزمة السيولة**: أقدمت الدول على ضخ أموال لتمويل المصارف وشركات الرهن لتهدئتها ولكي تستعيد نشاطها وتعطي دفعة للأسواق المالية وتعيد الثقة بالمؤسسات، لذلك حدث اتفاق بين عشرة بنوك كبرى لإنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار، كما قامت البنوك المركزية في مختلف أنحاء العالم بضخ أموال في سوق المال

حيث ضحك البنك المركزي الأوروبي أكثر من 69 مليار أورو في الأسواق المالية، وقام بنك اليابان بضخ 14.2 مليار دولار إلى الأسواق لمنع حدوث اضطرابات في السيولة النقدية، وفي روسيا قام البنك المركزي بضخ ما قيمته 37 مليار دولار في صورة قروض طويلة للبنوك، هذا وقد أعلن البنك الـليني خطة قوامها 586 مليار دولار لحفز الاقتصاد الـليني.

ـ **تخفيض سعر الفائدة:** قام عدد من البنوك المركزية في مختلف أنحاء العالم بتخفيض أسعار الفائدة ، حيث قام مجلس الاحتياطي الفدرالي الأمريكي بتخفيض سعر الفائدة بمقدار نصف في المائة من 2% إلى 1.5% و إلى 1% خلال نوفمبر 2008 ، كما خفض البنك المركزي الأوروبي سعر الفائدة من 4.25% إلى 3.75% ثم إلى 3.25% خلال نوفمبر 2008 ، كذلك خفض بنك انكلترا المركزي سعر الفائدة ليصل إلى 3% مسجلاً أدنى مستوى له منذ فترة طويلة، واتخذت البنوك المركزية في كندا، سويسرا، السويد و اللين نفس الإجراء بتخفيض سعر الفائدة، وذلك لأن ارتفاع سعر الفائدة ولو لفترات قليلة رتب تأثيرات سلبية على صافي قيمة الأصول في بلدان شرقي آسيا خلال الأزمة المالية.

## 6 ـ أهم الدروس المستفادة من الأزمة: <sup>1</sup>

ـ **الدرس الأول:** المراجعات الدورية للسياسات النقدية والمالية وعدم الانجراف وراء تحقيق الأرباح السريعة، والاستعداد الدائم لحدوث الأزمات خاصة عندما يمر الاقتصاد بفترات طويلة من الازدهار والنمو تحدث أخطاء يتم التغاضي عنها نتيجة الازدهار والنمو إلى أن تتراكم وتحدث الأزمة، وبالتالي فإنه ينبغي توخي الحذر عندما تزيد فترة الازدهار.

ـ **الدرس الثاني:** مراجعة العولمة، فالعالم في حاجة إلى العولمة وليس إلغائها بل تعزيزها وتطويرها وتقوية وتعزيز المؤسسات المالية العالمية وسرعة تجاوب دول العالم في تنسيق جهودها لمواجهة الأزمة لأنها نتيجة العولم .

ـ **الدرس الثالث:** إعادة حوكمة القطاع الحكومي والقطاع الخاص وكذلك المؤسسات المالية وزيادة رقابة المصرف المركزي على أنشطة المؤسسات المالية، ومراجعة كثير من الشركات المانحة للـلنيف الائتماني حيث أن هذا الـلنيف كان أحد الأسباب في تداول أوراق ليست قوية بما يكفي الأمر الذي ساهم في انتفاخ الفقاعة.

ـ **الدرس الرابع:** اعتماد سياسات مالية واضحة وصارمة من حيث التعامل الناضج مع الدين العام ومعدلات عجز الموازنة وزيادة كفاءة الإنفاق الحكومي من خلال خلق كيان حكومي يولي اهتمام بأمر الدين العام كذلك ضرورة تقييد عجز الموازنة والحد من الإنفلات في الإنفاق الحكومي.

ـ **الدرس الخامس:** تقلص النظام المالي ليصبح أكثر تناسباً مع الاقتصاد الحقيقي وفي بيئة يسودها مستوى أعلى من الرقابة والتنظيم، ويعني هذا أن توسع النظام المالي أكثر من الاقتصاد الحقيقي يخلق حالة من التضخم الكاذب ويساهم في إدخال عينات غير قادرة على السوق مما يسهل من انهيار الأسواق.

ـ **الدرس السادس:** مراجعة الاستثمارات الخارجية التي عنيت بضربات قوية والاتجاه للاستثمار الداخلي، هذا الدرس يخص أكثر الدول العربية وخاصة الخليجية التي خسرت الكثير من استثماراتها الخارجية.

<sup>1</sup> إدارة الدراسات المالية (دائرة المالية) دبي، الأزمة المالية العالمية \_دروس مستفادة\_ ، 2014، ص9،

ـ **الدرس السابع:** التوسع في الاستثمار وعدم الانكماش مع ضرورة رفع كفاءة الإنفاق التشغيلي والتركيز على الإنفاق الاستثماري.

**المبحث السادس:** العملات الإرتكازية في النظام النقدي الدولي:

**المطلب الأول:** العملة الإرتكازية (الوظائف والخصائص):

**أولا\_ تعريف العملة الإرتكازية:**

تعرف العملة الإرتكازية على أنها عملة وطنية في الأساس تلعب دورا هاما في الاحتياطيات الدولية، فعلى المستوى الدولي يتعين أن تقوم تلك العملة بالوظائف الرئيسية التقليدية الثلاثة للنقود، أي أن تكون مقياسا لقيم وعادات للتبادل ومخزنا للقيمة. ويمكن التأكد من دور العملة الرئيسية كمقياس للقيم عندما نرى تلك العملة تستخدم بشكل رئيسي لتسعير المنتجات على المستوى الدولي (كما هو الحال بالنسبة لسعر برميل البترول وغيره من المنتجات الدولية حيث يعلن عنها دائما بالدولار)، وعندما نرى العديد من العملات الوطنية الأخرى ترتبط قيمتها ارتباطا لصيقا بتلك العملة، كذلك يمكن التحقق من دور تلك العملة كوسيط لتبادل الدولي عندما نرى اتساع دائرة وحجم استخدامها لتسوية المعاملات الدولية وفي عمليات البنوك وأسواق الصرف على المستوى الدولي<sup>1</sup>.

كم تعرف على أنها كافة أنواع النقد الأجنبي الذي يتمتع بصفة القبول العام في تسوية المعاملات الدولية ويقبله الدائنون والمدينون في تسوية علاقات الدائنية والمديونية بينهم<sup>2</sup>.

العملة الإرتكازية أو العملة الأجنبية القابلة للتحويل هي عملات مثل باقي العملات الأجنبية الوطنية أي تقوم بنفس الوظائف الأساسية للعملات على مستوى الاقتصاد المحلي، فالعملة الإرتكازية (الدولار الأمريكي، الاورو، الين...) تتميز عن العملات الأخرى أنها تتمتع بالقبول العام خارج حدود دولتها ويقبلها الدائنون والمدينون في تسوية علاقاتهما الدائنية والمديونية بينهم كذلك تستخدم بشكل رئيسي في تسعير المنتجات والسلع والمواد الأولية دوليا كما هو قائم بالنسبة لتسعير البترول والحديد والذهب والمنتجات الفلاحية (القهوة، الحبوب...) وغيرها من المنتجات والمواد الأولية التي يكثر الطلب عليها وتداولها عالميا<sup>3</sup>.

ويطلق على عملة الإرتكاز عدة مصطلحات منها: العملات الاحتياطية، ويرجع ذلك إلى وجود توابع لكل عملات إرتكازية ويطلق عليها أيضا العملات القوية نسبة إلى القوة الاقتصادية للدولة صاحبة العملة ويطلق عليها كذلك العملات الصعبة نظرا لندرة العملة أي قلة عرضها بالنسبة للحجم والطلب عليها.

<sup>1</sup> مدحت صادق، مرجع سابق، ص 163.

<sup>2</sup> شاعر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، 1992، ص 129.

<sup>3</sup> مجدي محمود شهاب، الوحدة النقدية الأوروبية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1998، ص 54.

ثانيا: وظائف وخصائص العملات الإرتكازية: وتتمثل أهم الوظائف في<sup>1</sup>:

### 1 \_ وظيفة وحدة حسابية:

أي عملة وطنية كانت أو دولية تلعب دور وحدة الحساب من خلال تسعير السلع والخدمات ودفع التجارة، ففي إطار العملية النقدية الرسمية تستعمل العملة الدولية من طرف السلطات النقدية لحساب أسعار الصرف وتثبيت العملات وتقييم الدين.

كما تلعب العملة الدولية دور المرجعية أو عملة الربط ففي ظل قاعدة الذهب كل العملات كانت معرفة بالنسبة إلى الذهب، أما في ظل قاعدة الصرف بالذهب لعب الدولار دور المرجح المحدد للعملات الأخرى باعتباره العملة الوحيدة القابلة لتحويل إلى ذهب ، وابتداء من سنة 1973 وفي ظل نظام التعويم ألغيت قابلية تحويل الدولار إلى ذهب وبالتالي أصبح منافسا من قبل عملات دولية أخرى كالمارك والين وسلات نقدية أخرى كحقوق السحب الخاصة والعملة النقدية المشترك الأوربية ECU ، أما فيما يخص العملات الخاصة فإن العملة الدولية تستخدم في فورة المبادلات التجارية الدولية (الصادرات والواردات) وكذا تحرير الأدوات الكمالية الدولية.

### 2 \_ وظيفة مخزن للقيمة:

نقول عن العملة الدولية أنها تحقق مخزن للقيمة إذا سمحت بتأجيل عقد استهلاكي أو استثماري وكان الإمكان الاحتفاظ بقيمتها الشرائية فعلى مستوى العمليات الرسمية نلاحظ أن العملة الدولية تحقق خاصية مخزن للقيمة، نظرا لأنها تمثل المكون الرئيسي للاحتياطات الصرف لمختلف البنوك المركزية حيث تستخدم هذه العملة كجزء من المقابل النقدي للعملة المحلية استنادا إلى التعليمات المالية المرتبطة بالبلدان المختلفة كما تستخدم في التراكبات المالية على المستوى الدولي.

وتحقق وظيفة مخزن للقيمة على المستوى العمليات الخاص وذلك من خلال دعم العمليات البنكية والمالية مثل الأورو قروض، إصدارات الأورو والسندات أو الودائع البنكية خارج الدول المصدرة، كما أنها تمثل المكون الرئيسي لمخاف الأفراد الادخارية التي تتميز بسيولتها العالية، فالقوة الكامنة في الأصل النقدي يمكن أن تحقق فورا.

### 3 \_ وظيفة وسيلة الدفع ( وسيط في المبادلة)

العملة الدولية كالعملة الوطنية تستعمل من أجل تفادي المقايضة سواء في المعاملات الوطنية أو الدولية، وتكتسب العملة الدولية هذه الوصفة عندما يجبر المتعاملون الاقتصاديون قبول نوع من الوسائل النقدية بعكس الشيكات أو البطاقات الالكترونية فهي ليست اجبارية ولا تكتسي صفة قوة الأبرام، وعلى صعيد المعاملات الرسمية تستعمل العملات الدولية في التدخلات الرسمية في الأسواق العالمية للصرف، كما تساهم في تمويل العجز في موازين المدفوعات.

أما بالنسبة للعمليات الخاصة فتتركز أساسا في تمويل المبادلات التجارية، كما تلعب دور نقطة العبور عملات ثلاثة في الأسواق النقدية للعملات الأجنبية، فإذا أراد بنك معين بيع اليورو مقابل الين فإنه سيبدأ أولا ببيع اليورو مقابل الدولار قبل أن يشتري الين مقابل الدولار الذي حصل عليه من العملية الأولى، استعمال الدولار في هذه الحالة يجعل من العملية أقل تكلفة.

<sup>1</sup> فاطمة الزهراء خبازي ، النظام النقدي الدولي والمنافسة بين أورو - دولار، دار اليازوري، عمان ، 2013، ص ص 12 18.

الوظائف التي تم الإشارة إليها سابقا هي وظائف مشتركة بين العملات الوطنية الإرتكازية (الدولية)، أما الوظيفة الأكثر أهمية والتي تميز العملات الإرتكازية فتتمثل في عملية إتمام الدورة الدولية تتم هذه الوظيفة فقط من طرف العملات الدولية بحيث تضمن هذه الأخيرة السيولة الدولية ، وتلعب الدول المصدرة لها دور الوسيط وذلك من خلال ارتكاز جل المؤسسات الدولية على هذه العملة، والاعتماد على النظام البنكي للدولة المصدرة لها، وبالتالي فهي تعتبر المقرض الأخير الذي يضمن السيولة للبنوك المركزية التي تتعامل بعملتها . وبعبارة أدق يمكن القول فإن البلد المصدر لهذه العملة يصبح بمثابة "مصرفي العلم".

حتى تتمكن العملة الدولية من أداء وظائفها الأساسية لا بد أن تتوفر فيها الخاصيتين الأساسيتين التاليتين:<sup>1</sup>

#### ✓ الإستقرار (عملة يمكن التنبؤ بها):

إن التذبذبات الحادة في سعر الصرف يجعل من الصعب التنبؤ بقيمتها، مما يحمل الأعوان الاقتصاديين تكاليف أكثر من أجل الحصول على المعلومات الكافية عن وضعية العملة في الأسواق الدولية، ومن جهة أخرى فإن أي بلد ليس من مصلحته أن يربط عملته بعملة غير مستقرة إلا إذا كان اقتصاده ككل مرتكز على مبادلات السلع ورؤوس الأموال المقومة بهذه العملة، ولكي يتجنب المتعاملين الاقتصاديين مخاطر، الصرف سيختارون العملة الأكثر استقرارا في قيمتها الخارجية.

ويتحقق استقرار القيمة الخارجية للعملة بالاستقرار السياسي والاقتصادي للبلد المصدر لها ويشترط الاستقرار الاقتصادي وجود:

- الاستقرار النقدي، ويقصد بهذا الأخير، ثبات المحتوى الذهبي للعملة باعتبارها تلعب الدور نفسه الذي يلعبه الذهب، وكذا ثبات أسعار السلع والخدمات، باعتبارها المحدد الأساسي للقوة الشرائية للعملة الدولية، كما أن معدلات التضخم المرتفعة مقارنة بالبلدان الأخرى تؤدي إلى انخفاض السعر الرسمي للصرف وهذا ما يؤثر على أسعار السلع الداخلة في التجارة والأصول الرأسمالية، كما يؤدي التضخم إلى إقصاء العملة من وظيفتها كمخزن للقيمة.
- المكانة المتميزة في التجارة الدولية وارتفاع الإنتاجية لمواجهة الطلب الخارجي على السلع المحلية وبالتالي ضمان التوازن الدائم لميزان المدفوعات البلدي المصدر للعملة الدولية.

#### ✓ السيولة والقبول العام:

يجب أن تتوفر البلد المصدر للعملة الدولية على أسواق ذات درجة عالية من التسيير والتحرر يمكنه من خلالها امتصاص الصدمات الخارجية دون انخيار للأسعار الصرف، أسواق يتداول فيها منتجات مالية متنوعة ومتعددة، ولا يجب أن تخضع هذه الأسواق لأي نوع من الرقابة أو التسيير من طرف السلطات الحكومية، كما أن وجود مؤسسات مالية دولية داخل البلد المصدر للعملة يشجع على الاستعمال الدولي لهذه العملة.

إن التوسع الأسواق وعمقها ليس مستقلا عن السياسة المتخذة من طرف السلطات الحكومية بل كذلك مربوطا بالصناعة البنكية، ففي سنوات السبعينات والثمانينات ساعد ارتفاع عدد البنوك الألمانية العاملة في الخارج على تدويل المارك، كما ساعد نشاط البنوك البريكانية على تدويل الإسترليني، وبالعكس فإن وجود البنوك الأجنبية داخل

<sup>1</sup>فاطمة الزهراء خبازي، مرجع سابق، ص ص 19 . 20.

الوطن لا يعني أن هذه العملة دولية، فعلى سبيل المثال، دور الإسترليني لم يعد مثلما كان عليه، رغم كون بريطانيا من أكبر الساحات المالية العالمية.

وبالتالي فإن تطور الأسواق المالية سيتيح للبلد المصدر للعملة الدولية درجة عالية من الكفاءة في خلق السيولة الدولية، وسيكون له الامتياز النسبي في الصناعة المالية، وذلك بقبوله ودائع قصيرة الأجل مقومة بعملته وتمويل قروض استثمارية طويلة الأجل في بقية العالم مما يؤدي إلى زيادة الطلب على عملته لأن البنوك المركزية والمستثمرين يرغبون في الحصول على صكوك مالية سائلة ومضمونة.

فأي بلد يرغب في إصدار عملة نقدية تتجاوز الحدود الوطنية في تعاملاتها الدولية يجب أن يقنع حائزها بالاستقرار قيمتها ويضمن لهم قابلية تحويلها بكل حرية إلى أصول أخرى (ذهب و عملات أجنبية)، كما يضمن لهم وجود فائض في الأرصدة الذهبية.

بالإضافة إلى هذه الوظائف يجب أن تتسم العملة القوية دولياً بجملة من النقاط:

— توافر الثقة في قيمة العملة أي تمتعها بقيمة وسعر صرف مستقرين ويكون ذلك عن طريق التحكم في معدل التضخم في البلد المصدر للعملة وهو ما يمكن المتعاملين من معرفة قيمة العملة ازاء العملات الأخرى دون الحاجة إلى اجراء تحريات لمعرفة القيمة المستقبلية، وقد كان معدل متوسط التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية بين 1980 - 1989 أفضل من معدل التضخم المسجل في الاتحاد الأوربي، حيث سجل الأول 5.5% بينما سجل الثاني 7% ولكن بعد التصديق على معاهدة ماستريخت انخفض معدل التضخم في الاتحاد الأوربي إلى 3.2% مقابل 3% في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1990 إلى 1999<sup>1</sup>.

— الخصائص الاقتصادية للبلد المصدر للعملة من حيث الحجم الاقتصادي وحصته من التجارة الدولية فكلما كان حجم التجارة أكبر كان التعامل بالعملة كبيراً، فمثلاً في سنة 1997 شكل الناتج الداخلي الإجمالي لمنطقة اليورو مجتمعة 22% من الناتج الداخلي العالمي الخام وحتلت المرتبة الثانية بعد الولايات المتحدة الأمريكية بـ 27%.<sup>2</sup>

— الاستقرار السياسي لدولة المصدرة للعملة: إذ يلعب دور الحاضن لنشاط الاقتصادي فالاستقرار الداخلي من خلال غياب النزاعات العريقة والمسلحة أو حركات الاحتجاج العنفي والانقلابات العسكرية من جهة والحروب والتهديدات الخارجية من جهة أخرى يعطى العملة المحلية قوة وثقة على المستوى الدولي لتكون عملة ارتكازية في الاقتصاد العالمي، إذ اعتبرت الولايات المتحدة الأمريكية النموذج في هذا المجال مما أعطى الدولار المكانة الأولى في الاقتصاد الدولي، ولكن بعد أحداث 11 سبتمبر بدأ هذا الجانب يهتز بسبب ما يعرف بالحرب على الإرهاب.

— توفر البلد المصدر للعملة على أسواق مالية متحررة وواسعة وعميقة من حيث توفرها على أدوات مالية متعددة وعميقة بأن تكون لها أسواق مالية ثانوية متطورة حيث تساهم في زيادة الطلب على العملة للاستثمار، ولدى الولايات المتحدة أكبر الأسواق في العالم مقارنة مع بقية دول العالم الأخرى<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> صرامة عبد الواحد، دور الأورو في التجارة الدولية، ملتقى الدولي اليورو اقتصاديات الدول العربية فرص وتحديات، جامعة الاغواط 20/18 أبريل 2005.

<sup>2</sup> أحمد النجار، مكانة اليورو الدولية في مواجهة الدولار، مجلة السياسة الدولية، العدد 142، مطابع الاهرم، مصر، 2000، ص 260.

<sup>3</sup> جورج تافلاس، الاستخدام الدولي للعملات الدولار الأمريكي واليورو، مجلة التمويل والتنمية، العدد 2، جوان 1998، ص 43.



ولكي تدخل عملة ما سلة عملات الاحتياطيات الدولية فلا بد وأن تتصف بصفتين أساسيتين وهما السيولة وعمق سوق النقد الخاص بها، ومن ثم فلا يكفي أن تكون الدولة صاحبة العملة المرشحة لأن تكون عملة احتياط دولية قوية اقتصادياً، فهذا شرط لاستقرار العملة، ولكن استقرار قيمة العملة ليس شرطاً كافياً لصلاحية العملة لأن تكون عملة احتياط، على سبيل المثال فإن الوضع الاقتصادي القوي والمستقر لدول مثل النرويج وسويسرا وكندا وأستراليا لم يمكن عملاتها بأن تحتل وضعاً ذا أهمية على المستوى الدولي في سلة احتياطيات العالم من النقد الأجنبي.

وتتمتع الدولة صاحبة العملة الرئيسة في الاحتياطيات الدولية مثلاً أمريكا بميزة غير عادلة مقارنة بدول العالم الأخرى، خصوصاً فيما يتعلق بقدرتها على إصدار أدوات دين تتجاوز الحدود الآمنة دولياً، فضلاً عن قدرتها على طباعة المزيد من عملتها دون أن تصاحب ذلك آثار كبيرة على المستوى الكلي بها، على سبيل المثال يمكن هذا الوضع المتميز أمريكا من أن تسيطر العالم بمئات المليارات من الدولارات المطبوعة دون أن يصاحب ذلك تلك الآثار المتوقعة بين النمو في عرض النقود والتضخم، ذلك أن جانباً كبيراً من هذه النقود الإضافية سيتم تداوله والاحتفاظ به خارج الولايات المتحدة<sup>1</sup>.

**4\_ مزيا العملة الإرتكازية للبلد المصدر:** ويوفر الاستخدام الدولي للعملة منافعة مهمة وعديدة للبلد الذي يصدرها: \_ أرباحاً تتعلق برسم صك العملة، ويمكن للبلد الذي لديه عملة دولية أن يحقق أرباحاً إضافية بأن يدخل تضخماً غير متوقع على عملته وإن كان بهذا العمل قد يعرض العملة إلى خطر انخفاض الاستعمال الدولي للعملة. \_ تزايد عائدات القطاع المالي لأن القروض والاستثمارات ومشتريات السلع والخدمات يتم تنفيذها على نحو متزايد من خلال المؤسسات المالية للبلد المصدر للعملة. \_ ميل التجارة العالمية أن تسمى بالدولارات الأمريكية يعني أن الاقتصاد الأمريكي أقل تعرضاً للضرر من التغير في قيمة عملته من الاقصاديات الأخرى<sup>2</sup>.

#### الطلب الثاني: أهم العملات الإرتكازية (الدولار واليورو):

ويعتمد النظام النقدي الدولي على الدولار واليورو اللذين يمثلان معاً ما يقرب من 90% من احتياطي النقد الأجنبي لدى البنوك المركزية والحكومات، وما يقرب من 80% من قيمة "حقوق السحب الخاصة"، وهي العملة المستخدمة في التعاملات بين صندوق النقد الدولي وأعضائه. علاوة على ذلك، ما يزيد على 75% من سندات الدين مقومة بالدولار واليورو، والعملتان معاً يشكلان حوالي ثلث المعاملات في البورصات العالمية، كما أنهما وقود التمويل والتجارة الدولية.

<sup>1</sup> إبراهيم السقا، احتياطيات العالم من النقد الأجنبي، مجلة الاقتصادية الإلكترونية، السعودية، تاريخ الاطلاع 2012/09/15.

[http://www.aleqt.com/2012/08/24/article\\_685729.html](http://www.aleqt.com/2012/08/24/article_685729.html)

<sup>2</sup> نافلاس جورج، مرجع سابق، ص 44.

أولاً: الدولار الأمريكي:<sup>1</sup>

1 \_ تعريف الدولار الأمريكي: العملة الوطنية الرسمية للولايات المتحدة منذ 6 جويلية 1785، وهو مهيم على سوق المال العالمية، وأكثر العملات تداولاً في عالم الأسواق والتجارة، وفي حين يرى البعض في هيمنته دليلاً على قوة الاقتصاد الأمريكي، يرى آخرون في استحواذه على المنظومة النقدية العالمية تجلياً لغرسة أميركا وسطوتها العسكرية.

يعود أصل تسمية الدولار إلى عملة "التالر" الفضية التي سكتها الكونت "ستيفان شليك" في القرن الخامس عشر الميلادي بعد اكتشافه لمنجم للفضة في منطقة بوهيميا الواقعة في جمهورية التشيك الحالية. وقد انتشر استعمال هذه العملة المعدنية في باقي أرجاء أوروبا، ثم انتقلت مع المهاجرين إلى المستعمرات الأوروبية في أميركا اللاتينية حيث عرفت بالدولار، يساوي كل دولار أمريكي مئة سنت، ويرمز له بـ USD.

لكن النسخة الأمريكية الأولى من الدولار الحالي لم تظهر إلا في عام 1690، وطبعت على الورق في المستعمرة البريطانية ماساشوستش، وبعد استقلال الولايات المتحدة عن بريطانيا، أصدر الكونغرس في 6 جويلية 1785 قانوناً يجعل الدولار عملة وطنية.

2 \_ تطور الدولار الأمريكي: يتمتع الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي منذ إنشائه عام 1913 باحتكار طبع الدولار خلافاً لما كان عليه الأمر قبل ذلك التاريخ، حيث كان العديد من المصارف الفدرالية والجهوية تستطيع أن تطبع الدولار. ويحتل الدولار الأمريكي منذ توقيع اتفاقية بورتون وودز عام 1944 بوضع العملة النقدية المسيطرة على المنظومة النقدية الدولية، ولا تزال العلاقات النقدية الدولية تشهد على هيمنته المطلقة على هذه المنظومة.

فهو العملة النقدية الرئيسية في العمليات التجارية والمالية الدولية في جميع أنحاء العالم، حتى في العمليات التي لا تكون الولايات المتحدة طرفاً فيها، فعلى سبيل المثال 80% من صادرات كوريا الجنوبية وتايلاند مقومة بالدولار، في حين أن 20% فقط من صادرات البلدين موجهة للسوق الأمريكية، وتقوم 70% من صادرات أستراليا بالدولار، في حين أن نسبة صادراتها المتجهة إلى أميركا لا تكاد تبلغ 6%، ويستخدم الدولار في 85% من عمليات الصرف عبر العالم، وتبقى السلع الأساسية (وعلى رأسها النفط) مقومة ومؤدى عنها بشكل شبه حصري بالدولار.

ويبقى الدولار أهم أصل في احتياطات البنوك المركزية، فوفقاً لإحصائيات صندوق النقد الدولي يمثل الدولار عبر السنين ما لا يقل عن 60% من احتياطات الصرف في العالم، وبفضل ذلك الامتياز المتمثل في احتكار إصدار العملة الدولية، استطاعت الولايات المتحدة، وما يزال باستطاعتها، أن تسمح لنفسها بعجز ضخم في ميزانيتها، وصفه الاقتصادي الفرنسي جاك روييف بعبارة "عجز دون دموع"، لأنه لا يؤدي في النهاية إلى أداء أي مقابل للخارج.

<sup>1</sup><http://www.aljazeera.net/encyclopedia/economy/2015/8/24/%D8%A7%D9%84%D8%AF%D9%88%D9%84%D8%A7%D8%B1-%D8%A7%D9%84%D8%B9%D9%85%D9%84%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%AE%D8%B6%D8%B1%D8%A7%D8%A1>

ومن ثم تمكنت الولايات المتحدة من استيراد السلع والخدمات بما فيها تلك الضرورية لوجودها العسكري في الخارج دون أن تضطر حقيقة إلى أداء ثمنها (إلى الآن على الأقل)، إذ يكفي أن تطلب الإدارة الأمريكية من الاحتياطي الفيدرالي أن يضخ المزيد من الدولارات في الاقتصاد الأمريكي عبر إقراض الأفراد والشركات والحكومة، كي تتمكن الولايات المتحدة من التمتع بسلع العالم وخدماته.

**عوامل استخدام الدولار الأمريكي دولياً:** هناك عدة عوامل توفرت في العملة الأمريكية حيث يتم استخدامها دولياً<sup>1</sup>:  
 \_ **توفر الثقة في قيمة الدولار الأمريكي:** وذلك لتمتعه بقيمة وسعر صرف مستقرين، وذلك عن طريق التحكم في معدلات التضخم، وهو ما يمكن المتعاملين من معرفة قيمة العملة ايزاء العملات الأخرى دون الحاجة إلى اجراء تحريات لمعرفة التغيرات المستقبلية للعملة. وقد بلغ متوسط معدل التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية ما بين 1980 و1989 أفضل من متوسط المعدل المسجل في الاتحاد الأوربي، حيث سجل الأول 5.5% بينما سجل الثاني 7% ولكن بعد التوقيع على معاهدة ماستراخت انخفض معدل التضخم في الاتحاد الأوربي إلى 3.3% مقابل 3% في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة الممتدة 1990 إلى 1999.

\_ **الولايات المتحدة الأكثر استقراراً:** سواء في الداخل لغياب حركات التحرر أو النزعات الاستقلالية، أو على الصعيد الخارجي باعتبار الولايات المتحدة أكبر قوة عسكرية لا تجرأ أي دولة على الاعتداء عليها، غير أن أحداث 11 سبتمبر 2011 وما تبعها من متغيرات بدأ في هز مكانة الدولار على المستوى الدولي.

\_ **كبر الحجم الاقتصادي للولايات المتحدة الأمريكية وحصتها من التجارة الدولية:** تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية الأولى من حيث الحجم الاقتصادي والتجارة الدولية، فكلما كان حجم البلد المصدر للعملة أكبر كلما كان التعامل بعملته كبيراً.

\_ **توفر الولايات المتحدة الأمريكية على أسواق مالية متحررة وواسعة وعميقة:** وذلك من خلال توفرها على أدوات مالية متعددة، حيث تساهم في زيادة الطلب على عملة البلد للاستثمار، ولديها أكبر الأسواق المالية في العالم.

كما تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية المساهم الكبير في اناء المؤسساتين الدوليتين (صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للانشاء والتعمير) بسبب قوة الاقتصاد الأمريكي وكذا امتلاك سيولة نقدية معتبرة، وبالتالي التحكم في قرارات هاتين المؤسساتين<sup>2</sup>.

**ثانياً: اليورو تم التطرق إليه من خلال الفصل الثاني.**

<sup>1</sup> تافلاس جورج، مرجع سابق، ص 43.

<sup>2</sup> عبد المطلب عبد المجيد، النظام النقدي الجديد وآفاقه المستقبلية بعد أحداث 11 سبتمبر، مجموعة النيل العربي، القاهرة، مصر، 2003، ص 118.

ثالثا: الجنيه الإسترليني<sup>1</sup>:

**1 \_ تعريف الجنيه الإسترليني:** هو العملة الوطنية الرسمية في المملكة المتحدة وتوابعها من الجزر والأقاليم ، وهو من أقدم العملات النقدية في العالم، ويحتل المرتبة الثالثة على مستويات احتياطيات المصارف المركزية من النقد الأجنبي، بعد كل من الدولار الأمريكي واليورو.

يعادل كل جنيه إسترليني مئة بنس، ويرمز له بـ "£" أو برمز "GBP" المعتمد من قبل المنظمة الدولية للتوحيد القياسي (الإيزو).

**2 \_ تطور العملة البريطانية:** ترجع أصول الجنيه الإسترليني إلى عام 775 ميلادية، حين كانت الممالك السكسونية تتداول ما عرف تاريخيا بـ "الإسترلينات"، وهي قِطع نقدية معدنية من الفضة، وكان يتم سك كل 240 قِطعة من هذه القِطع المعدنية -التي سميت لاحقا "بنسات" - باستعمال رطل واحد من الفضة، وظل الجنيه الإسترليني يعادل 240 بنسا إلى غاية فيفري 1971، عندما تبنى مصرف إنجلترا المركزي النظام العشري، فأصبح الجنيه يعادل مئة بنس فقط، بدأت طباعة الجنيه الإسترليني على شكل نقود ورقية مع مِلمع القرن الثامن عشر، لكن تداوله كان ضعيفا بالمقارنة مع النقود المعدنية، وذلك إلى غاية الحرب العالمية الأولى.

أدت الظروف الاقتصادية والسياسية التي حظيت بها بريـلانيا منذ قيام الثورة الصناعية وحتى الحرب العالمية الأولى إلى تميز الجنيه الإسترليني، بسيادته وبروزه كعملة دولية مشاركة للذهب ومساهمة في السيولة الدولية، فقد امتد الإسترليني من أمريكا الشمالية إلى الشرق الأوسط وأصبح في الهند عملة قانونية عام 1899.<sup>2</sup>

فقد امتلك الجنيه كل مقومات العملة القائدة من ضرورة توفر الثقة في استقرار قيمتها، كما أن تمتع بريـلانيا بميزان مدفوعات متوازن انعكس في استقرار نقدي، بالإضافة إلى امتلاك هيكل انتاجي ضخم، وتربعها على أكبر امبراطورية استعمارية في التاريخ مكن من تبوؤ عملتها المركز الأول عالميا.

وقد لجأت البلدان التي كانت تعرف فائضا في رصيد الميزان التجاري مع بريـلانيا، الإبقاء على أموالها داخل النظام المصرفي البريـلاني بدلا من الحصول على مقابلها ذهباً، وذلك طمعا في العائد المالي الذي تجنيه من وراء ذلك. وأصبحت المصارف البريـلانية ممتلئة بودائع العملاء من مختلف أنحاء العالم، وحظيت السندات التي دأبت الخزينة البريـلانية على إصدارها باهتمام بالغ من المستثمرين الدوليين، وكانت بورصة لندن أكبر سوق مالية في العالم وأكثرها سيولها وجاذبية لرؤوس الأموال.

أدى تمويل الجهود الحربي لبريـلانيا إبان الحرب العالمية الأولى إلى تدهور الوضعية المالية الخارجية للدولة، وتفاقم عجز الحساب الجاري في ميزان المدفوعات، كما ارتفع عجز الميزانية بدوره، فاضـلرت الحكومة البريـلانية إلى مضاعفة إصدارات السندات لتمويل العجز، وأفضت السياسات النقدية والإنفاقية التوسعية التي لجأت إليها الحكومة البريـلانية

<sup>1</sup><http://www.aljazeera.net/encyclopedia/economy/2016/5/18/%D8%A7%D9%84%D8%AC%D9%86%D9%8A%D9%87-%D8%A7%D9%84%D8%A5%D8%B3%D8%AA%D8%B1%D9%84%D9%8A%D9%86%D9%8A>

<sup>2</sup> Karmin Craig , Biography of the Dollar , Rondon house , Ink , New Yerk,USA, 2008 , p102 .

أثناء الحرب وبعدها إلى معدلات مرتفعة من التضخم، مما جعل تثبيت سعر صرف الجنيه الإسترليني لفترة ما قبل الحرب أمراً غير ممكن، فتراجعت قيمته وقدرته الشرائية.

ودخل الاقتصاد البريطاني دوامة من المشاكل تفاقت بفعل تراجع القدرة التنافسية للصناعات البريطانية، وصعود قوى اقتصادية منافسة مثل ألمانيا والولايات المتحدة، علاوة على تداعيات أزمة 1929 والكساد الكبير الذي أعقبها. ومن أجل مواجهة هذا الوضع والخروج من الأزمة، رأت الحكومة أن من اللازم منحها هامش حركة بخصوص تدبير سياستها النقدية، فقدمت قانوناً لتعديل معيار الذهب، في 21 سبتمبر 1931،<sup>1</sup> وأنهى قابلية تحويل الجنيه الإسترليني إلى ذهب، ونتيجة لهذا القرار تراجعت قيمة العملة بشكل سريع، وانخفضت بمعدل 30%، مما أفقد الجنيه الإسترليني جاذبيته في العالم، ودخل في منافسة مع عملات أخرى.

وخلال الحرب العالمية الثانية فتأزم الوضع أكثر، واضطرت بريطانيا للاستدانة من الولايات المتحدة بشكل مفرط من أجل تمويل إنفاقها العسكري والمدني، وقبل انتهاء الحرب ببضعة أسابيع، اجتمع ممثلون عن 44 دولة من دول العالم - بينهم جون مينارد كينز ممثلاً عن بريطانيا - في مدينة بروتون وودز الأميركية، لبحث مستقبل العلاقات الاقتصادية الدولية بعد الحرب، وانتهى اللقاء بالتوقيع على "اتفاقية بروتون وودز" التي جعلت الدولار الأميركي العملة المفتاح الجديدة للمنظومة النقدية الدولية، وأتمت بذلك عقوداً من هيمنة الجنيه الإسترليني.

### 3 \_ الأسباب وراء اعتبار الجنيه الإسترليني عملة جذب للمستثمرين:

\_ الاقتصاد القوي الذي تتمتع به المملكة المتحدة، حيث تصنف كخامس أقوى اقتصاد عالمي خلال عام 2017. وبالرغم من حالة عدم اليقين الناجمة عن ملف الخروج من المملكة المتحدة، إلا أن الاقتصاد البريطاني نجح في إظهار قدرته على المرونة والتأقلم مع الأوضاع الجديدة.

\_ موقع بريطانيا الجغرافي الاستراتيجي مما يجعلها واحدة من أهم المراكز العالمية التجارية على الصعيد العالمي. -نظام تعويم العملة الذي يتبعه بنك إنجلترا وعدم التدخل في سوق العملات مما يجعلها سهلة بالنسبة للمتداولين. -التقلبات الحادة التي يشهدها الجنيه الإسترليني مما يجعلها عملة جذب للمستثمرين الذي يعتمروا تحقيق أرباح في وقت قصير.

### رابعا: الين الياباني:<sup>2</sup>

1 \_ تعريف الين الياباني: الين الياباني هو العملة الوطنية الرسمية لليابان، ويعد إحدى العملات الأكثر تداولاً

في العالم، ويرمز له بـ "¥" أو برمز "JPY" المعتمد من لدن المنظمة الدولية للتوحيد القياسي (الإيزو).

2 \_ تطور العملة اليابانية: عرفت اليابان على مر تاريخها تعاقب عدة عملات نقدية معدنية وورقية، ولم يتم اعتماد

الين عملة رسمية إلا في عام 1871 بعد الإصلاح النقدي الذي قامت به الحكومة اليابانية في عصر الميجي .

<sup>1</sup> Karmin Craig , Op,Cit,p103.

<sup>2</sup><http://www.aljazeera.net/encyclopedia/economy/2016/7/13/%D8%A7%D9%84%D9%8A%D9%86-%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A7%D8%A8%D8%A7%D9%86%D9%8A>

وقد قضى هذا الإصلاح بإيقاف العمل بالعملات الورقية العديدة التي كان الأسياذ الإقطاعيون يصدرونها منذ القرن 16، ومنح امتياز إصدار العملة القانونية للبنك المركزي الياباني .

يرجع أصل اسم الين إلى النقود المعدنية الصينية (اليوان) التي كانت متداولة داخل الأراضي اليابانية في مراحل سابقة، ويعني "الدائرة" أو "الشكل الدائري" .

ساد نظام المعدنين في اليابان منذ سن القانون المتعلق بسك النقود في ماي 1871 إلى غاية عام 1897 فقد كانت بعض النقود المتداولة يُسكّ من الفضة وبعضها يُسكّ من الذهب، لكن الين المسكوك من الفضة هو الذي كان سائدا في التعاملات بين الناس.

ومع حصول اليابان على كميات وافرة من الذهب تعويضا عن الحرب التي نشبت بينها وبين الصين بين عامي 1894 و 1895، تمكنت من اعتماد نظام نقدي قائم على الذهب، وقد صادق البرلمان الياباني على قانون نقدي جديد عام 1897 نصّ على سك الين من الذهب بشكل حصري، وكان كل ين يحوي 750 ميليغراما من الذهب الخالص، كما حدد هذا القانون سعر صرف العملة اليابانية مقابل الدولار الأمريكي والجنيه الأسترليني انطلاقا من كمية الذهب المستعملة في كل منهما.

استطاعت اليابان أن تحافظ على معيار الذهب طيلة عشرين عاما بفضل نموها الاقتصادي السريع والتعويضات التي حصلت عليها عقب انتصارها العسكري في حربها مع الإمبراطورية الروسية عام 1905، مما مكّنها من زيادة احتياطاتها من الذهب وضمان استقرار الأسعار.

لكن الإنكماش الاقتصادي الذي عرفته اليابان عام 1919 ودخول ميزان مدفوعاتها في عجز بعد ذلك بسنة، فضلا عن الزلزال المريع الذي ضرب طوكيو سنة 1923، كانت كلها من العوامل التي تضافرت للعصف بمعيار الذهب بعد أن دخلت البلاد في أزمة مالية حادة وتدهورت قيمة الين بشكل كبير في فترة ما بين الحربين.

انتهت الحرب العالمية الثانية باستسلام اليابان وتعرض جزء مهم من بنيتها الإنتاجية الصناعية للتدمير، فتراجع الإنتاج القومي وعرف التضخم مستويات قياسية وتعمق عجز ميزان المدفوعات، وفي ظل هذه الأوضاع، انهارت قيمة الين الياباني مقابل العملات الأخرى، واضطرت الحكومة إلى وضع قيود صارمة على خروج الأموال من البلاد ونهج سياسة نقدية تقييدية، من أجل إرساء نظام صرف ثابت يجلب معه بعض الاستقرار الاقتصادي ويحد من ارتفاع الأسعار.

ظل نظام أسعار الصرف الثابتة سائدا في اليابان إلى غاية إلغاء العمل بمقتضيات اتفاقية بروتون وودز انطلاقا من عام 1971، وأصبح سعر صرف الين معوما يخضع لقوى السوق وآلية العرض والطلب.

لكن السلطات النقدية في اليابان كانت تتدخل كلما اضطرت إلى ذلك من أجل الحيلولة دون ارتفاع سعر صرف الين بشكل كبير، والإبقاء عليه عند مستويات منخفضة تشكل عبئا على القدرة التنافسية للمقاومات اليابانية ولا تضر بفرصها للتصدير نحو الأسواق الدولية.

ويكون التدخل عبر رفع الطلب على العملات الأجنبية من خلال شراء البنك المركزي الياباني للمعروض من هذه العملات للبيع، فينخفض سعر صرف الين مقابلها (عدد الوحدات من الين اللازمة من أجل شراء وحدة

نقدية واحدة من العملة الأجنبية)، يعد الين الياباني إحدى العملات الأكثر تداولاً في العالم، حيث يحتل المرتبة الرابعة على مستوى احتياطيات المصارف المركزية من النقد الأجنبي، ويأتي بعد الدولار الأميركي واليورو والجنيه الإسترليني. ولقد بلغ حجم الاحتياطيات الدولية من الين في ربع السنة الأول من عام 2016 أكثر من 293 مليار دولار، مما يمثل أكثر من 4% من إجمالي الاحتياطيات المعروفة التوزيع في العالم.

#### خامساً: الفرنك السويسري

**1\_ تعريف الفرنك السويسري CHF:** وهو العملة القانونية في سويسرا، ورمزه CHF حيث نص الدستور الفدرالي السويسري الجديد لعام 1848 على أن الحكومة الاتحادية هي الكيان الوحيد المخول بصك النقود في سويسرا، أعقب هذا بعامين قانون العملة الاتحادي الأول والصادر عن الجمعية الاتحادية في 07 ماي 1850، والذي قدم الفرنك كوحدة نقدية في سويسرا.<sup>1</sup>

**2 \_ تطور الفرنك السويسري:**<sup>2</sup> تتكون سويسرا من 26 كيانا مختلفة -مجموعات- وهناك أربع لغات رسمية: الألمانية والفرنسية والإيطالية والرومانشية، يعتبر الفرنك السويسري أحد الخصائص الموحدة القليلة للبلد، حدد الدستور الفيدرالي السويسري لعام 1848 أن الحكومة الفيدرالية هي الوحيدة التي يُسمح لها بإصدار أموال، وقد تم إدخال الفرنك بعد ذلك بعامين.

وصدر الفرنك السويسري لأول مرة في عام 1850 وكان على قدم المساواة مع الفرنك الفرنسي. بين 1865 و1920، شكلت سويسرا وبلجيكا وفرنسا وإيطاليا الاتحاد النقدي اللاتيني. ارتبطت أسعار العملات الأربعة جميعها بسعر الفضة، كان الفرنك السويسري جزءاً من نظام سعر الصرف في Bretton Woods الذي تأسس في أعقاب الحرب العالمية الثانية واستمر حتى أوائل السبعينيات. وارتبط سعر صرف العملة بسعر الذهب حتى إجراء استفتاء في ماي 2000.

تشتهر سويسرا بجيادها: فهي لم تشارك في نزاع مسلح منذ عام 1815. كانت لدى بنوك البلاد سياسة سرية تعود إلى العصور الوسطى، وقد تمت صياغتها في عام 1934 تم تعديل قوانين السرية في عام 2009، للحد من التهرب الضريبي من قبل أصحاب الحسابات غير السويسريين.

ويتبع البنك الوطني السويسري منذ فترة طويلة سياسة عدم وجود تضخم. وقد اقترن ذلك بالحياد السياسي للبلاد لجعل الفرنك عملة قوية ومستقرة بشكل استثنائي. إن حالة الملاذ الآمن التي يطلق عليها الفرنك تعني أنها تقدر في أوقات عدم الاستقرار الاقتصادي والسياسي، وهو ما حدث عندما اندلعت أزمة الديون الأوروبية في عام 2008. في سبتمبر 2011، بدأ البنك الوطني السويسري سياسة نشطة للتدخل بالعملة. الأسواق جنباً إلى جنب مع تخفيضات أسعار الفائدة من أجل إضعاف الفرنك مقابل اليورو، متوجاً قوتها عند 1.20 فرنك لليورو، قدم البنك المركزي

<sup>1</sup> بودري الشريف، مستقبل الدولار الأميركي كعملة دولية في ظل التوجه للعملة الأخرى، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية العدد - 13 جانفي . 2015 ص 59.

<sup>2</sup> <https://www.fxcm.com/insights/chf-the-swiss-franc/>

السويسري سياسة أسعار الفائدة السلبية في ديسمبر 2014، لكن العملة استمرت في الارتفاع، تم التخلي عن الحد الأقصى 1.20 في جانفي 2015.

ويتم تداول الفرنك السويسري بنشاط في سوق الصرف الأجنبي والسوق الآجلة، إنها الأكثر نشاطا مقابل اليورو، ولكن يتم تداولها في كثير من الأحيان مقابل الدولار الأمريكي والين الياباني والجنيه الإسترليني.

### خلاصة الفصل:

إن ما يمكن استخلاصه من هذا الفصل الثالث مايلي:

- ✓ تعتبر أسعار الصرف المحور الأساسي في العلاقات الاقتصادية الدولية والتجارية خصوصا، إذ يمكن من خلال دراستها معرفة مدى قوة الاقتصاد المحلي ومكانته على المستوى العالمي، كما أن تحديد نظام الصرف وحدود تدخل الدول في ضبط قيمة العملة شكل محور صراع بين الدول المتقدمة.
- ✓ كل الأزمات المالية العالمية كان سعر الصرف العامل الأساسي في تحديد ملامحها، حيث أثرت الأزمات بشكل كبير على سعر صرف العملة.
- ✓ الدولار الأمريكي واليورو الأوربي العملتان الإرتكازيتان الأساسيتان في الاقتصاد العالمي حيث يسيطران على أكثر من 70% من الاحتياطي العالمي وتحديد الدولار الذي يمثل عملة التسعير العالمية لأهم السلع الدولية كالبترول والغاز والقمح...
- ✓ صعوبة تحديد العوامل المتحركة في تحديد سعر الصرف حيث تتعدد العوامل الاقتصادية (معدلات النمو، التضخم، الموازنة العامة، ميزان المدفوعات...) بالإضافة إلى العوامل غير الاقتصادية السياسية والاجتماعية.
- ✓ الترابط بين أسعار صرف العملات الإرتكازية بحيث أن الأزمات التي تؤثر في عملة معينة تؤثر على بقية العملات الإرتكازية من حيث الطلب على العملة.



## الفصل الرابع

دراسة تحليلية وقياسية لأثر أزمة

الديون السيادية على أسعار صرف

اليورو والدولار

## تمهيد

أثرت الأزمات المالية على جميع الجوانب الاقتصادية، فالوضع الاقتصادي من حيث الاستقرار أو الاضطراب ينعكس على المؤشرات الاقتصادية الكلية، ويعد سعر الصرف أحد أهم هذه المؤشرات فهو يتأثر بعدة عوامل، ونحاول في الجزء الأول من هذا الفصل تقديم دراسة تحليلية لمدى تأثير سعر صرف العملات الإرتكازيتين الأساسيتين اليورو الأوربي والدولار الأمريكي بأزمة الديون السيادية خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2016.

كما لم يعد الاقتصاد مبنياً على استعراض مختلف النظريات الاقتصادية التي تبني أحكامها على الاستنباط والمنطق، بلى أبحاث النفاذ إلى البيئة الاقتصادية لفهم متغيراتها وضبط اتجاهاتها، وذلك من خلال استخدام الأساليب الاقتصادية القياسية، ولأجل معرفة تأثير سعر الصرف لليورو والدولار مقابل العملات الأخرى وتحديد الفرنك السويسري كمتغير مستقل بأزمة الديون السيادية (معالم الأزمة) كمتغير تابع وذاك باستخدام طريقة المربعات الصغرى في التقدير من خلال برنامج Eviews10،

وقد قمنا باختبار تأثير الأزمة على أسعار صرف العملات مقابل الفرنك السويسرية كعملة أساس حيث يمثل عملة ارتكازية تمتاز بالاستقرار النسبي مقارنة ببقية العملات الإرتكازية الأخرى، كما أن أثر الأزمة على سويسرا كان محدود جداً ولذلك الغرض نخصص المبحثين التاليين:

المبحث الأول: الدراسة التحليلية لأثر الأزمة على أسعار صرف اليورو والدولار.

المبحث الثاني: الدراسة القياسية لأثر الأزمة على أسعار صرف اليورو والدولار.

## المبحث الأول: الدراسة التحليلية لأثر الأزمة على أسعار صرف اليورو والدولار:

يعد استقرار سعر صرف العملة من أولويات السياسة النقدية في مختلف الدول، ذلك لأن هذا الاستقرار يعتبر أساسا لتوفير البيئة المناسبة للاستثمار، وجذب المدخرات والمحافظة على استقرار الأسعار، لذلك تسعى معظم الحكومات إلى انتهاج سياسات تهدف إلى ضمان استقرار سعر صرف عملاتها لتجنب دولها التقلبات الحادة التي تمر بها العملات من فترة لأخرى، ويتعاضد هذا الدور في الدول المتقدمة الأكثر عرضه للأزمات والمشاكل الخارجية، مما ينعكس سلبا على درجة الاستقرار المحلي فيها.

## المطلب الأول دراسة حالة العملة الأوروبية الموحدة اليورو:

## أولا: قراءة في تطور سعر صرف اليورو خلال الفترة (2009 إلى 2016):

بدء التعامل باليورو في التعاملات المصرفية في منارة اليورو عام 1999 وتم تحديد أسعار صرف العملات الأوروبية للبلدان التي وافقت على استخدام العملة الموحدة مقابل بعضها البعض ومقابل اليورو، كما حدد سعر اليورو مقابل الدولار بتاريخ الأول من جانفي 1999 بـ 1.1785 دولار/يورو ولكن مع نهاية السنة انخفض سعر اليورو إلى 1.005 دولار في الأسواق الدولية والذي يمثل انخفاضا بنسبة (3،17%)، واستمر انخفاض اليورو مقابل الدولار خلال عام 2000 ليصل إلى 0.856 دولار فقط في نهاية نوفمبر 2000، وفي نوفمبر 2001 كان سعر اليورو يبلغ 0.88 دولار والذي يمثل انخفاضا (30%) عن القيمة الاسمية الأولى، إلا أنه عاد وارتفع سنة 2002 ليبلغ متوسط سعره ذلك العام 0.946 دولار، وواصل الارتفاع خلال عام 2003 ليبلغ في جوان 1.1 دولار، وواصل الارتفاع خلال سنة 2004 ليبلغ مع نهاية العام 1.24 دولار والذي يمثل زيادة عن القيمة الاسمية بنسبة (30%) من القيمة الاسمية<sup>1</sup>.

واستمر اليورو في الارتفاع ليسجل أعلى مستوياته في عامي 2008 و2009 مقابل الدولار مسجلا في المتوسط 1.39 و1.47 على التوالي وذلك في أصعب أوقات الدولار الناتجة عن أزمة الرهن العقاري التي انطلقت من الولايات المتحدة الأمريكية وألقت بظلالها على الثقة في العملة الخضراء مقابل العملة الزرقاء اليورو، وهو ما يمكن ملاحظته مع بقية العملات الصعبة الأخرى تحديدا الين الياباني والفرنك السويسري. الجدول رقم (4 . 1).

## الجدول رقم (4 . 1) أسعار صرف اليورو مقابل الدولار والين الياباني (2008/2002)

العملة	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
يورو/دولار	0.945	1.131	1.243	1.244	1.255	1.370	1.470	1.394
يورو/ين	118.08	130.97	134.38	136.88	146.10	161.25	152.29	130.33
يورو/فرنك	1.466	1.520	1.543	1.548	1.573	1.642	1.586	1.510

المصدر: من اعداد البنك بالاعتماد على الموقع، تاريخ الاطلاع، 2016/09/25

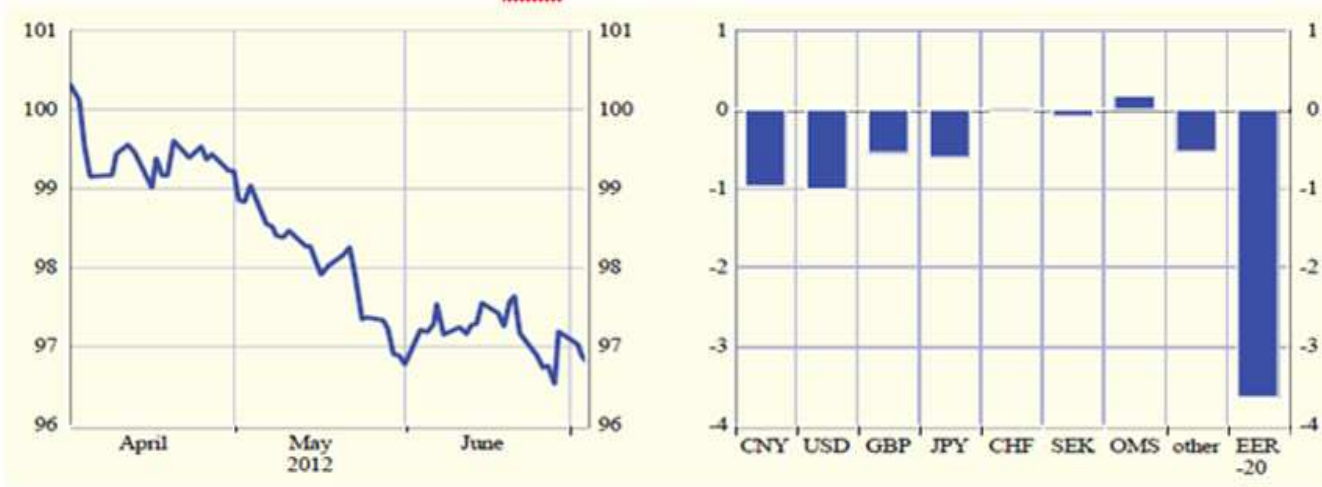
<http://fxtop.com/fr/historates.php>

<sup>1</sup> حيدر نعمة الفريجي، أثر تقلب صرف اليورو في المخاطر المصرفية دراسة تحليلية، ملتقى الدولي: اليورو اقتصاديات الدول العربية فرص وتحديات، جامعة الاغواط 2018 أبريل 2005.

ومع اندلاع الأزمة الأوربية بدأت أوضاع اليورو تتدهور وتؤول إلى انخفاض أمام أهم العملات الإرتكازية الأخرى، وقد تدهورت قيمة اليورو بصورة حادة في هذه الظروف حيث تدنت قيمته في ماي 2010 بنسبة 9.5% وذلك مقابل سلة مرجحة تجاريا من عملات الشركات التجارية الرئيسية في المنطقة، وبنسبة 4.3% حتى نهاية أفريل من نفس السنة، وجاء هبوط اليورو مقابل الدولار بنسبة أكبر حيث تراجع بنسبة 14.4% و7.7% على التوالي، ويشير ضعف اليورو مقابل الدولار والارتفاع في أسعار سندات الخزينة الأمريكية بأن المستثمرين دأبوا على شراء الدولار والأصول الآمنة المسعرة بالدولار في الأوقات التي سادت فيها أجواء الحذر حتى ولو لم تكن المعطيات الأساسية للاقتصاد الأمريكي قوية.<sup>1</sup>

وبين نهاية مارس وأوائل جويلية 2012 تدنى سعر الصرف الفعلي لليورو عموما وسط مخاوف من تصعيد الوضع في بعض بلدان منطقة اليورو، حيث تدنت قيمته في 4 جويلية 2012 بنسبة 4.3% حتى نهاية أفريل من نفس السنة وذلك مقابل سلة مرجحة تجاريا من عملات الشركات التجارية الرئيسية في المنطقة، وبنسبة 3.6% عن مستواه في نهاية مارس عام 2012، وبنسبة 6.4% عن مستواه في المتوسط في عام 2011. من الناحية الثانية، كما انخفضت قيمة اليورو على نطاق واسع ضد معظم كبار العملات، بين 30 مارس 2012 و4 جويلية 2012 وانخفضت قيمة اليورو بشكل كبير ضد الدولار الأمريكي بنسبة 6.0%، وكذلك أمام الين الياباني بنسبة 8.5%، والجنيه الإسترليني بنسبة 3.7%. وانخفضت قيمة اليورو بشكل هامشي أيضا مقابل الفرنك السويسري بنسبة 0.3% في الوقت نفسه<sup>2</sup> انظر الشكل رقم (1.4).

#### الشكل رقم (1.4) تطور أسعار صرف اليورو (أفريل 2012 جوان 2012)



Source: European central Bank Monthly Bulletin ; 4july2012; p11.

كما أن جميع البيانات والمؤشرات تشير إلى الانخفاض الملحوظ التي شهدته العملة الأوربية الموحدة أمام معظم العملات الصعبة في خضم أزمة الديون السيادية خصوصا أمام الدولار الأمريكي والين الياباني والفرنك السويسري الشكل رقم (1.4).

حيث سجل اليورو أدنى مستوياته في نحو عامين مقابل الدولار مما أثار قلق المستثمرين الذين يخشون بالفعل من احتمال خروج اليونان من المنطقة، وانخفض اليورو بشدة إلى 1.25155 دولار على منصة إي.بي.اس للتداول

<sup>1</sup> جدوى الاستثمار، أزمة اليورو وتداعياتها على السعودية، ماي 2010، ص 4.

<sup>2</sup> EUROPEAN CENTRAL BANK MONTHLY BULLETIN, 4 July 2012. P11 .

الالكتروني وهو أدنى مستوياته منذ جويلية 2010. كما انخفضت العملة الأوروبية الموحدة إلى أقل من 100 ين ياباني لأول مرة خلال عشر سنوات وبلغ سعر اليورو 99.97 من الين الياباني، وهو أقل مستوى يـل إليه منذ ديسمبر 2000. وفي تقرير صادر عن شركة "بيتك" للأبحاث المحدودة<sup>1</sup> 2011، أكد أن اليورو سجل أدنى مستوى له منذ نحو عامين على وقع تفافم أزمة اليونان، وسيطرة المخاوف على مستقبل وجودها في منطقة اليورو، مشيراً إلى أن المؤشرات تنبئ بالمزيد من الخسائر للعملة الأوروبية، وأشار التقرير إلى أن تفافم أزمة اليونان واحتمال خروجها من منطقة اليورو، زاد المخاوف من احتمال انتشار العدوى لتمتد لدول أوروبية أخرى وتلقى بظلال قائمة على غالبية الاقـتـادات الأوروبية، واصفاً المستقبل الاقـتـادي لأوروبا بأنه يزداد سوءاً، وبين التقرير إلى أن تراجع اليورو لأدنى مستوى له منذ 23 شهراً مع تزايد المؤشرات على وجود تباطؤ اقـتـادي، جاء نتيجة لفشل الاتحاد الأوروبي في طمأنة المستثمرين حول مستقبل اليونان في منطقة اليورو وتفافم المخاوف من خروجها منها مما يزيد من القلق حول تفكك الاتحاد، في الوقت الذي تعمل فيه بعض الدول مثل إسبانيا وإيطاليا جاهدة على تضيق فجوات ميزانياتها، ووفقاً لمؤشرات "بلومبرغ" للارتباط الوزني بين العملات، فقد اليورو 4.9% من قيمته خلال الأشهر الـ 12 للأزمة، فمن بين عملات الدول العشر المتقدمة التي تم تعقبها بواسطة المقاييس، سجل ارتفاع الين بنسبة 9.3% ربما بسبب شراء الين كأصل آمن وسط مخاوف بشأن اليورو، وكان الدولار هو ثاني أكبر الراجين مرتفعاً بنسبة 7.7% ويرى الخبراء أن ذلك رفع نسبة احتمال مغادرة اليونان لمنطقة اليورو من نسبة 50% إلى 75% وركز التقرير مخاطر انتقال العدوى إلى البرتغال وإيرلندا وإسبانيا وإيطاليا، غير أن هناك العديد ممن يستبعدون مجمل هذا السيناريو. وفي حالة مغادرة اليونان للعملة الموحدة، فسينخفض اليورو الى مستويات منخفضة أدنى من تلك تم تسجيلها، كما يمكن أن يؤدي الخروج الفوضوي اليوناني إلى عواقب أسوأ بكثير من هبوط اليورو لمستوى يقارب التعادل مع الدولار عند 1.01 دولار<sup>1</sup>.

وانخفاض سعر اليورو مقابل الدولار الأمريكي سيحقق فوائد هامة للولايات المتحدة الأمريكية، حيث سيشكل الدولار عملة التمويل الرئيسية، مما سيفيد المستثمرين في الاقـتـاد الأمريكي في احتفاظهم بمعدلات فائدة منخفضة، وضمان عدم زيادتها في المستقبل، كما أن إتمام عمليات الشراء وإتمام الـفقات بالدولار سيحقق عائد سنوي كبير للولايات المتحدة، كذلك فإن ارتفاع سعر الدولار سيسهم في خفض خسائر تراجع سعر النفط<sup>2</sup>.

وأشارت التوقعات في ظل الأزمة على المدى البعيد إلى إمكانية تراجع قيمة اليورو، حيث أن الاتحاد الأوروبي هو المنطقة الوحيدة التي يمكن أن تشهد تراجع النمو فظلاً على أن من شأن اجراءات عملية التقشف إضعاف الاداء الاقـتـادي للمنطقة، كذلك لن تكون الفروق في أسعار الفائدة في صالح العملة الأوروبية الموحدة حيث يبدو أن البنك المركزي الأوروبي لن يلجأ إلى رفع الأسعار، وقد ضل البنك المركزي باعتباره الجهة الوحيدة المنوط بها ضبط التضخم مثابراً على ابقاء أسعار الفائدة أكبر من نظيراتها في أمريكا حيث ينوط بالبنك الفدرالي ضبط التضخم ودعم النمو في الاقـتـاد، وفي حالي اليورو

<sup>1</sup> مجلة الاداري، العملة الأوروبية الموحدة في أدنى مستوى منذ عامين، تاريخ الاطلاع، 2012/08/12

<http://www.alidarimagazine.com/article.php?categoryID=32&articleID=1275>

<sup>2</sup> الغرفة التجارية الاقـتـادية الرياض، الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوروبية، مرجع سابق، ص22.

والدولار يلعب الفارق الحقيقي في أسعار الفائدة والتغيرات المتوقعة في هذا الفارق دورا مهما في التأثير على تغير قيمة العملة.<sup>1</sup>

ثانيا: تطور سعر صرف اليورو مقابل العملات الإرتكازية خلال الفترة (2009 إلى 2016)

### 1. اليورو مقابل الدولار:

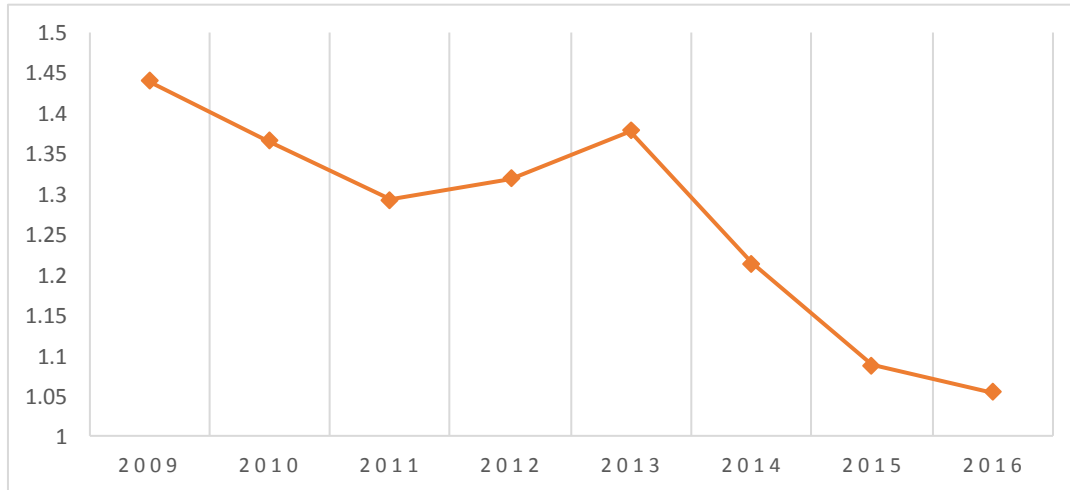
شهد سعر صرف اليورو مقابل الدولار تقلبات كبيرة منذ انطلاق العمل بالعملة الأوروبية الموحدة، أما خلال الفترة محل الدراسة أي من (2009 إلى 2010) فيمكن توضيحها من خلال الجدول رقم (4 - 2) التالي:

الجدول رقم (4 - 2) سعر صرف اليورو مقابل الدولار خلال الفترة (2009 إلى 2016)

العملة	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الدولار الأمريكي	1.4406	1.3362	1.2939	1.3194	1.3791	1.2141	1.0887	1.0541

Source: Deutsche Bundesbank ; Exchange rate statistics ; as of Dec 29, 2017 .  
<https://www.bundesbank.de/dynamic/action/en/statistics/time-series-databases/time-series-databases/745582/745582?tsId=BBEX3.M.CNY.EUR.BB.AC.A01>

### الشكل رقم (4 - 2) سعر صرف اليورو مقابل الدولار خلال الفترة (2009 إلى 2016)



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على الجدول (2 - 2).

يلاحظ من الشكل أعلاه أن تقلبات سعر صرف اليورو مقابل الدولار تتراوح ما بين أقل قيمة 1.0541 محققة سنة 2015 وأعلى قيمة 1.4406 محققة سنة 2009 وهذا بمتوسط حسابي بلغ 1.269 وانحراف معياري بلغ 0.139 ، و بشكل واضح من خلال مسار الشكل أعلاه نلاحظ انخفاضاً كبيراً لسعر الصرف اليورو مقابل الدولار بسبب الوضع الاقتصادي الذي مرت به الدول الأوروبية خلال أزمة الديون السيادية، وتوجه

<sup>1</sup>جدوى للاستثمار، أزمة اليورو وتداعياتها على السعودية، مرجع سابق، ص 4.

المستثمرين إلى العملة الأمريكية والمعادن النفيسة بديلا للعملة الأوروبية اليورو أي زيادة الطلب على الدولار مقابل اليورو مما أدى إلى ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل اليورو.

فخلال فترة قصيرة من إصداره استطاع اليورو أن يثبت أنه عملة قوية ومستقرة ويتزايد تفضيلها عبر أنحاء أوروبا والعالم، وأصبح المكون الثاني في احتياطات دول العالم بعد الدولار.

فقد ارتفع احتياطي اليورو النقدي من 18.3% في نهاية 2000 إلى 23.8% خلال سنتين فقط أي في 2002 بنسبة 23.10%، وستم في الارتفاع بشكل متتالي ليصل في 2007 إلى 26.3%، بنسبة زيادة قدرها 30.41% عن سنة 2000. وتظهر زيادة في دور الأورو من 17.9% عام 1999 إلى 27.3% عام 2009 في الاحتياطات الدولية، ومن 17.5% إلى 30.1% ومن 18% إلى 24.8% في الدول النامية والدول الصناعية على التوالي لنفس الفترة وهو بذلك يحتل المرتبة الثانية دوليا.

وبعد عام 2009 عام الصعود العالمي لليورو كاحتياطي عالمي، ففي قمة الفورة الاقتصادية في العالم في هذا العام تصاعدت النداءات باستخدام اليورو كعملة احتياط عالمية بدلا من الدولار، وأخذ الطلب على اليورو في التزايد على نحو واضح مع ميل الدولار إلى التراجع. فقد نجح اليورو في استحواذ على 28 بالمئة من احتياطات البنوك المركزية في العالم، والبالغة أكثر من 7500 مليار دولار. على حساب تراجع حصة الدولار من هذه الاحتياطات لتبلغ حوي 62 بالمئة وتبلغ الاحتياطات من الذهب والعملات الأخرى 10%<sup>1</sup>

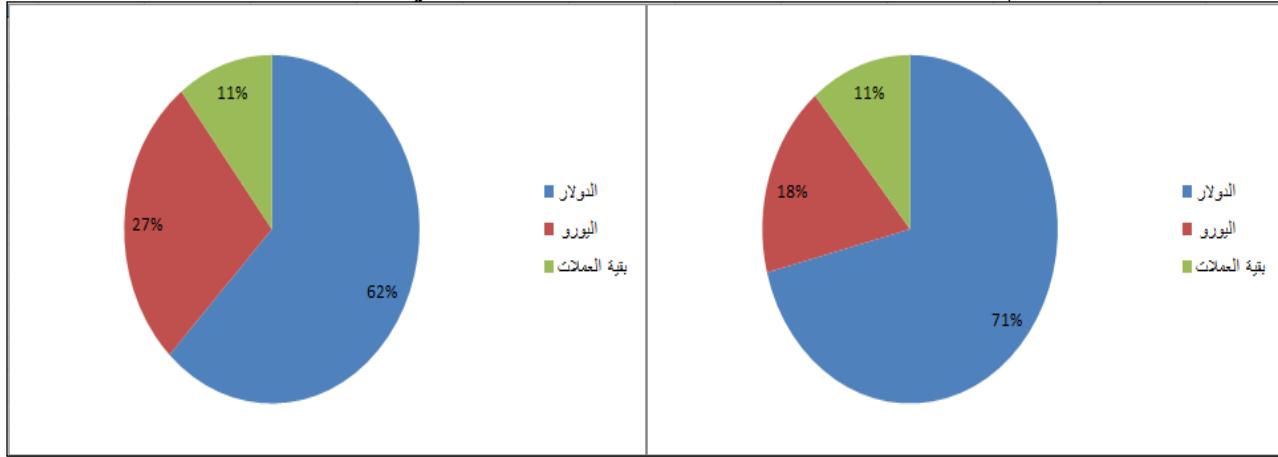
الجدول رقم (4 . 3) يوضح تطور احتياطات البنوك المركزية لدول العالم خلال الفترة من 2002 حتى الربع الثالث من عام 2009

السنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004
الدولار الأمريكي	71,0	71,1	71,5	67,1	65,9	65,9
الأورو الأوروبي	17,9	18,3	19,2	23,8	25,2	24,8
باقي العملات	11,1	10,6	9,3	9,1	8,9	9,3
السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	
الدولار الأمريكي	66,9	65,5	64,1	64,1	62,2	
الأورو الأوروبي	24,0	25,1	26,3	26,4	27,3	
باقي العملات	9,1	9,4	9,6	9,5	10,5	

Source: International Monetary Fund (IMF), International Financial Statistics, Annual Report, 2010.

<sup>1</sup> التقرير الاقتصادي (يصدر عن مجلس الغرفة السعودية)، الديون اليونانية وأزمة اليورو الدروس المستفادة لدول مجلس التعاون الخليجي، مرجع سابق، ص15.

الشكل رقم (4 . 3) مقارنة الاحتياطات النقدية الدولية بين سنتي (1999 . 2009)



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على الجدول (4 . 3).

الجدول رقم (4 . 4) يوضح تطور احتياطات البنوك المركزية لدول العالم خلال الفترة من 2009 حتى الربع الثالث

من عام 2012

2012			2011				2010	2009	الفترة
10,778,740	10,530,063	10,439,786	10,203,923	10,168,025	10,086,754	9,703,908	9,264,235	8,164,052	اجمالي الاحتياطات
6,012,289	5,841,532	5,708,068	5,642,052	5,598,263	5,508,162	5,346,821	5,161,831	4,590,412	الاحتياطات المخصصة
3,715,942	3,613,412	3,539,553	3,502,169	3,450,414	3,330,266	3,261,145	3,191,655	2,847,572	أصول بالدولار
1,451,460	1,459,651	1,414,499	1,407,036	1,432,228	1,472,639	1,415,163	1,342,492	1,269,590	أصول باليورو
245,789	223,914	229,188	216,921	218,267	223,325	217,522	203,015	194,904	أصول بالجنبيه الاسترليني
246,964	223,509	213,235	202,629	206,572	205,002	193,512	188,770	132,994	لأصول البن الياباني

Source: IMF Statistics Department COFER database and International Financial Statistics 2012.

قراءة في الجدول نجد:

- الاحتياطي الدولي من النقد الأجنبي اجمالا ارتفعت بشكل كبير من 9,16 ترليون دولار في 2010 (بداية أزمة اليورو) إلى 10,77 ترليون دولار في الربع الثالث من 2012، أي بمعدل زيادة يساوي 14,02%. مثلت الاحتياطات المخصصة منها حوالي 6,4 ترليون دولار بارتفاع 14,14%.

- جميع العملات الإرتكازية الأساسية (الدولار، الين والفرنك السويسري) شهدت ارتفاعا بشكل مستمر من حيث القيمة تقريبا خلال الفترة المحددة وبنسب عالية (14%، 23%، 67,22%) على التوالي، أما اليورو فقد تذبذبت قيمته كاحتياطي دولي صعودا وانخفاضا خصوصا في الربع الثالث والرابع من سنة 2011.



- شكل الربع الثاني من 2011 طفرة في الاحتياطات المخصصة باليورو حوالي 1.47 تريليون دولار أي بارتفاع قدره 4.08% مقارنة بالربع الأول لنفس السنة.

- انخفاض الطلب الدولي على اليورو كاحتياطي نقدي خلال الربع الثالث والرابع في 2011 إلى (1.432 و 1.407) تريليون دولار على التوالي، وعاود الارتفاع في الأرباع الثالث لستة 2012 ولكن بنسبة أقل من قيمة الأعلى في الربع الثاني 2011 (4.76، 0.88، 1.42%)

- شهدت الاحتياطات المخصصة بالدولار ارتفاعا مستمر لدول المتقدمة والناشئة (14.14% و 99.13%) على التوالي، أما اليورو فقد انخفض بشكل كبير من 765.18 مليار دولار في الربع الثاني من 2011 إلى حوالي 683.64 مليار دولار في 2012 بانخفاض قدرة 11.9% بالنسبة لدول الناشئة.

فالوضع الدولي لليورو يعد أكثر خطورة عن اليوم الذي أصدر فيه، كما أصبحت الصدمات تلاحق اليورو من كل جانب فقد أصبح ينظر عالميا إلى تجربة إصدار اليورو على أنها تجربة مملوءة بالثغرات والأخطاء، بسبب أزمة الديون الأوروبية وانعكست الصورة وأخذ الطلب العالمي على اليورو في التراجع نتيجة للمخاطر المحيطة بهذه العملة.

أما على الصعيد العربي فقد رأى الكثيرين من الاقتصاديين الخليجيين، أن قيمة احتياطات السعودية الخارجية في مأمن، طالما أن الدولار ما زال هو العملة القيادية، ومن المتوقع له العودة بقوة رغم كل الظروف والأزمات، وأن يكون ملجأ آمنا للثروات، ارتكازا على قوة أمريكا الاقتصادية والعسكرية ولذلك سيظهر الدولار كعملة احتياط آمنة. وأضاف من المتوقع في ظل تذبذب اليورو أن يكون الدولار أكثر قوة في الفترة القادمة ليس بسبب قوة الاقتصاد الأمريكي، ولكن بسبب سوء الوضع وأزمة الديون في منطقة اليورو، ورجح أستاذ الاقتصاد في جامعة الملك عبد العزيز والمستشار الاقتصادي، كفة الدولار في الفترة المقبلة أمام العملات، وفي مقدمتها اليورو، مشيرا إلى أن اليورو يحتاج إلى وقت طويل وتحسينات كبيرة لتجاوز الأزمة بسبب تورطه في أزمة اليونان، وتفجر أزمة الديون في إسبانيا وإيطاليا والبرتغال والدول الأخرى في المنطقة<sup>1</sup>.

كما انخفض اليورو كاحتياطي صندوق النقد العربي من حيث أوزان العملات المكونة لوحدة حقوق السحب الخاصة به في ديسمبر سنة 2009 ونهاية سنة 2011 من 37.66% إلى 35.65% أي بانخفاض قدر 2.01% بعكس الدولار الذي شهد ارتفاع مستمر خلال نفس الفترة، كما ارتفع سعر سعر وحدة حقوق السحب الخاصة لصندوق مقابل اليورو من 1.089 يورو للوحدة في نهاية ديسمبر 2009 إلى 1.159 يورو في نهاية ديسمبر 2010 ثم إلى 1.187 في ديسمبر 2011، وهو ما يدل على انخفاض قيمة اليورو مقابل وحدة السحب الخاص في صندوق النقد العربي. مقارنة بالدولار الذي عرفه قيمة ارتفاعا في نفس الفترة. جدول رقم (4 - 5)

<sup>1</sup> محمد الهلالي، ديون أوروبا ترجح كفة الدولار في ميزان الاقتصاد العالمي، تاريخ الاطلاع 2011/11/13  
http://www.aleqt.com/2011/07/23/article\_561689.html

## الجدول رقم (4 . 5) تطور أوزان العملات المكونة لحقوق السحب الخاصة لصندوق النقد العربي

سعر وحدة حقوق السحب الخاصة مقابل العملات المكونة لها		أوزان العملات المكونة لوحدة حقوق السحب الخاصة			العملة
31 ديسمبر 2010	31 ديسمبر 2011	01 جانفي 2011	31 ديسمبر 2010	31 ديسمبر 2011	
1.547	1.535	42.70%	40.85%	42.99%	دولار أمريكي
1.156	1.187	36.58%	35.47%	35.65%	يورو
0/996	0.993	11.12%	9.06%	11.18%	جنيه استرليني
125.850	118.799	9,60%	14.62%	10.18%	ين ياباني
		100.00%	100.00%	100.00%	

المصدر: صندوق النقد العربي، تقرير السنوي 2011، ص 42.

كما شهدت الاحتياطات الدولية من الذهب ارتفاعا كبير حيث أكد صندوق النقد الدولي في اخر بيانهته نهاية 2012 الرسمية أن البنوك المركزية حول العالم تتابع عمليات شرائها للذهب. بعضها بكميات كبيرة جدا والتي تفسر على انها السبب في ثبات أسعار الذهب مؤخرا و إذا ما استمر هذا الاتجاه فمن المتوقع أن تتابع البنوك المركزية شرائها للذهب بكميات كبيرة، عمليات الشراء المستمرة من قبل البنوك المركزية تدل على مفهوم ضمني أساسي على حالة عدم الارتياح وعدم اليقين من مسألة الديون السيادية و انها ستؤثر بشكل سلبي على قيمة بعض العملات الورقية الأساسية و ليس فقط الدولار و اليورو.

ومع اندلاع الأزمة الأوروبية بدأت التداعيات الاقتصادية في ارتفاع أسعار الذهب ليسجل أعلى مستوى في نحو أسبوعين من الأزمة، نتيجة إقبال المستثمرين على شراء المعدن النفيس للتحوط في مواجهة مخاوف بشأن تصاعد الأزمة في اليونان، وبلغ الذهب 1116.65 دولار في تلك الفترة. ولحقه سعر الفضة الذي صعد في الفترة نفسها إلى 15.81 دولار ل أ لوقية من 15.52 دولار في نيويورك، وارتفع البلاتين إلى 1530 دولارًا للأوقية من 1512.5 دولار، كما زاد البلاتينيوم إلى 425 دولارا للأوقية من 418.5 دولار<sup>1</sup>.

ومن الواضح أن العامل الأساسي في زيادة الطلب على الدولار والين والذهب كمصدر آمن للاحتياطي الدولي والتراجع النسبي لليورو هو أزمة الديون السيادية التي تمر بها العمة الأوروبية مما أدى إلى التذبذب الكبير والتراجع في أسعار صرفها، والمخاوف من انهيار العملة وفقدان قيمتها دوليا.

## 2. اليورو مقابل الين اليابان

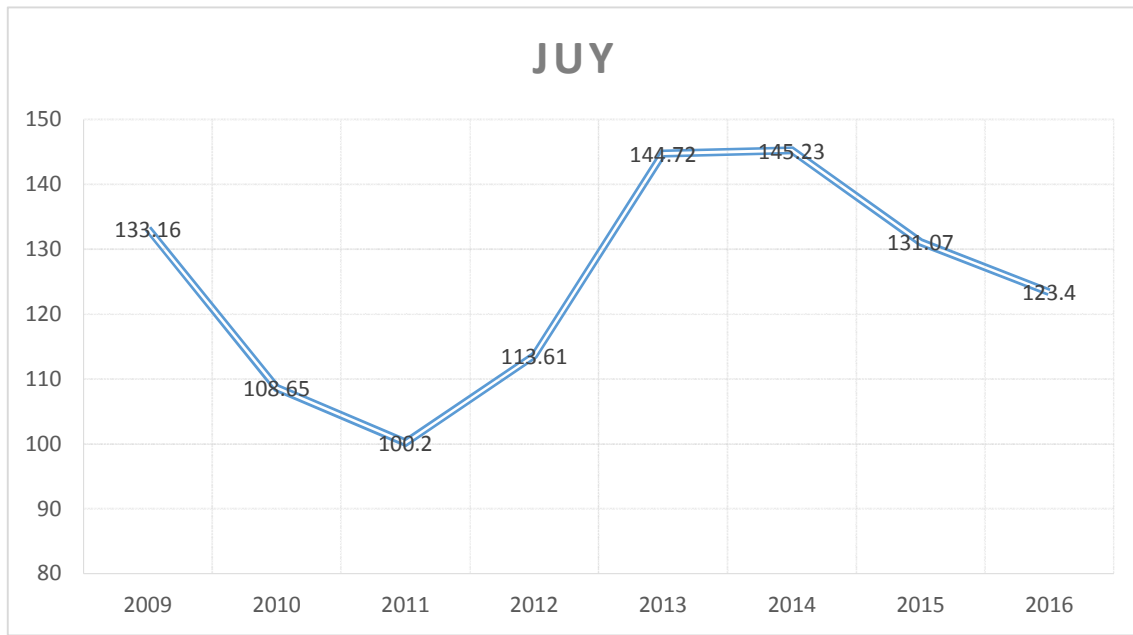
## الجدول رقم (4 - 6) سعر صرف اليورو مقابل الين الياباني خلال الفترة (2009 إلى 2016)

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	العملة
123.40	131.07	145.23	144.72	113.61	100.20	108.65	133.16	الين الياباني

Source: Deutsche Bundes bank, Exchange rate statistics, as of Dec 29, 2017.

<sup>1</sup> أحمد السيد على، مرجع سابق، ص 21.

الشكل رقم (4.4) سعر صرف اليورو مقابل الين الياباني خلال الفترة (2009 إلى 2016)



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على الجدول (6.4).

يلاحظ من الشكل أعلاه أن تقلبات سعر صرف اليورو مقابل الدولار تتراوح ما بين أقل قيمة 100.20 محققة سنة 2011 وأعلى قيمة 145.230 محققة سنة 2014 وهذا بمتوسط حسابي بلغ 125.230 وانحراف معياري بلغ 16.545 ، و بشكل واضح من خلال مسار الشكل أعلاه نلاحظ هناك تذبذب كبير في سعر صرف اليورو مقابل الين الياباني حيث أن الانخفاض الكبير كان سنة 2011 أي في مرحلة تفاقم الأزمة و بروز فكرة افلاس اليونان وارتفاع معدلات الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي بشكل كبير في كل من اسبانية والبرتغال وايرلندا والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (4 - 7) حجم الديون السيادية في عدد من الدول الاوربية سنة 2011

الدول	اليونان	ايرلندا	البرتغال	ايطاليا	بلجيكا
الدين	165.3	112	108.1	122.1	108.1

European Commission, **European Economic Forecast**, Luxembourg, 2012 .

أما الارتفاع في سنة 2012 و 2013 كان نتيجة الأزمة التي مرت بها اليابان جراء الكوارث الطبيعية والفيضانات التي شهدتها اليابان مما أدى إلى تباطؤ في معدلات النمو وبالتالي تدهور في أسعار صرف الين مقابل العملات الارتكازية.

**3 \_ اليورو مقابل الجنيه الإسترليني والدولار الكندي والاسترالي:** شهد سعر صرف اليورو مقابل الجنيه الإسترليني والدولار الكندي والاسترالي تقلبات كبيرة خلال الفترة محل الدراسة أي من (2009 إلى 2016) فيمكن توضيحها من خلال الشكل

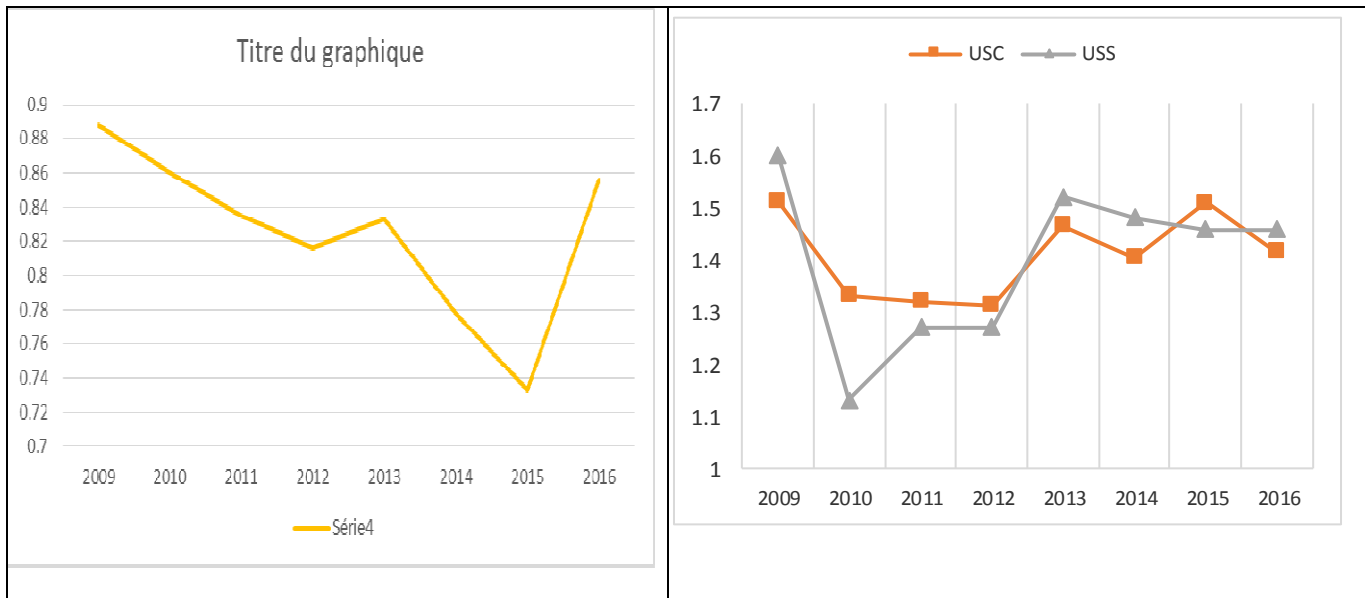
التالي:

الجدول رقم (4-8) سعر صرف اليورو مقابل الجنيه الإسترليني والدولار الكندي والاسترالي خلال الفترة (2009 إلى 2016)

العملة	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الدولار الكندي	1.5128	1.3322	1.3215	1.3137	1.4671	1.4063	1.5116	1.4188
الدولار الأسترالي	1.6008	1.1316	1.2713	1.2712	1.523	1.4829	1.4596	1.4596
الجنيه الإسترليني الانجليزي	0.888	0.860	0.835	0.816	0.833	0.778	0.733	0.856

Source: Source: Deutsche Bundes bank ; Exchange rate statistics ; as of Dec 29, 2017 .

الشكل رقم (4.5) سعر صرف اليورو مقابل مقابل الجنيه الإسترليني والدولار الكندي والاسترالي خلال الفترة (2009 إلى 2016)



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على الجدول (8.3).

يمكن قراءة الجدول من خلال:

✓ يلاحظ من الشكل أعلاه أن تقلبات سعر صرف اليورو مقابل الدولار الكندي تتراوح ما بين أقل قيمة 1.313 محققة سنة 2012 وأعلى قيمة 1.512 محققة سنة 2009 وهذا بمتوسط حسابي بلغ 1.410 وانحراف معياري بلغ 0,082.

✓ أما تقلبات سعر صرف اليورو مقابل الدولار الاسترالي تتراوح ما بين أقل قيمة 1,131 محققة سنة 2010 وأعلى قيمة 1.600 محققة سنة 2009 وهذا بمتوسط حسابي بلغ 1.400 وانحراف معياري بلغ 0.157.

✓ أما تقلبات سعر صرف اليورو مقابل الجنيه الإسترليني تتراوح ما بين أقل قيمة 0,733 محققة سنة 2015 وأعلى قيمة 0,888 محققة سنة 2009 (علما أن قيمته بلغت 0.952 سنة 2008) وهذا بمتوسط حسابي بلغ 0.824 وانحراف معياري بلغ 0.049.

فلاحظ أن أعلى قيمة لسعر صرف اليورو مقابل العملات الثلاثة كانت سنة 2009 أي قبل بداية الازمة الاوربية ثم بدأت الأرقام في التراجع والتذبذب، وإن كان بدرجة أقل أمام الجنيه الإسترليني لاعتبار أن بريطانيا كانت ضمن الدول المتأثرة بالأزمة رغم أنها ليست ضمن دول منطقة اليورو،

5 اليورو مقابل الفرك السويسري: ستكون محل الدراسة القياسية في المبحث الثاني.

المطلب الثاني دراسة حالة الدولار الأمريكي:

شهد سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات الارتكازية تقلبات كبير خلال الفترة محل الدراسة أي من (2009 إلى 2016) فيمكن توضيحها من خلال التالي:

أولاً: سعر صرف الدولار مقابل الدولار الكندي والاسترالي والين الياباني: يمكن ملاحظة تطور سعر صرف الدولار مقابل الدولار الكندي والاسترالي من خلال الجدول التالي

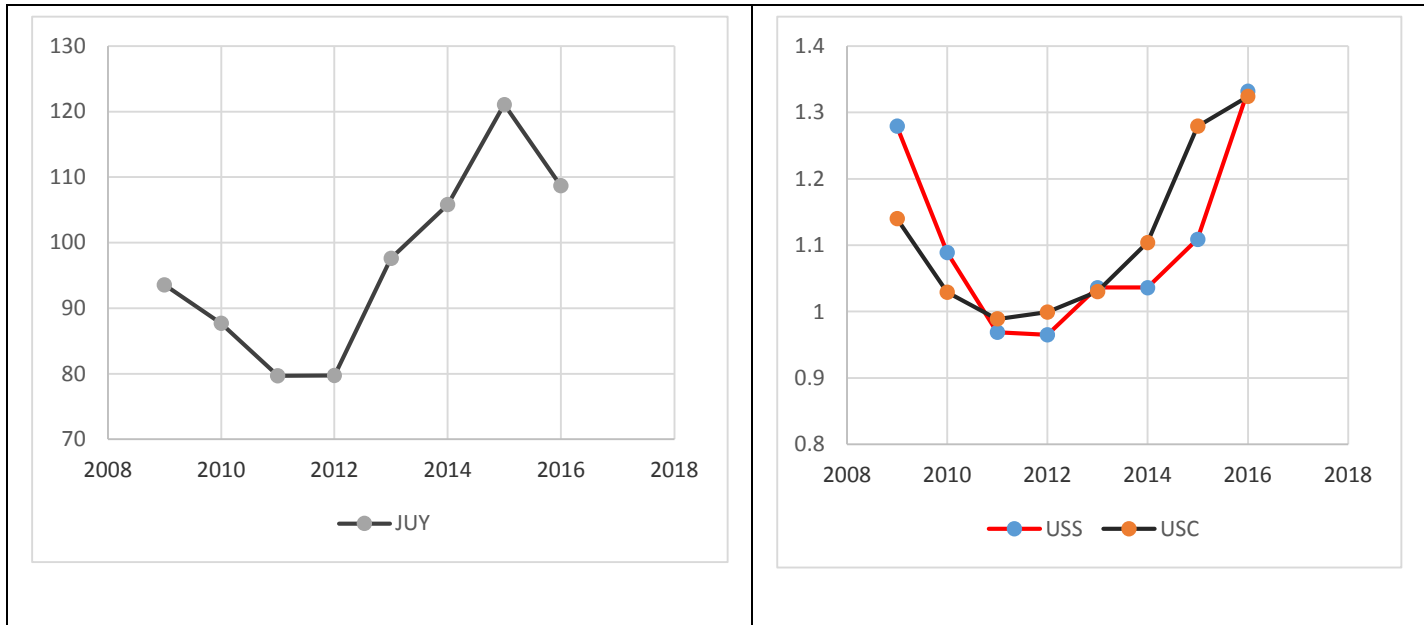
الجدول رقم (4 - 9) سعر صرف الدولار مقابل بعض العملات الارتكازية خلال الفترة (2009 إلى 2016)

العملة	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الين الياباني	93.543	87.711	79.702	79.753	97.617	105.817	121.079	108.654
الدولار الكندي	1.140	1.029	0.989	0.999	1.030	1.104	1.279	1.324
الدولار الأسترالي	1.279	1.089	0.969	0.965	1.036	1.036	1.109	1.332

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على الموقع، تاريخ الاطلاع، 2016/09/25

<http://fxtop.com/fr/historates.php>

الشكل رقم(4 - 6)سعر صرف الدولار مقابل الدولار الكندي والاسترالي و الين الياباني



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على الجدول (4.9).

ثانياً: سعر صرف الجنيه مقابل الدولار الأمريكي: يمكن ملاحظة تطور سعر صرف الجنيه مقابل الدولار الأمريكي من خلال الجدول التالي:

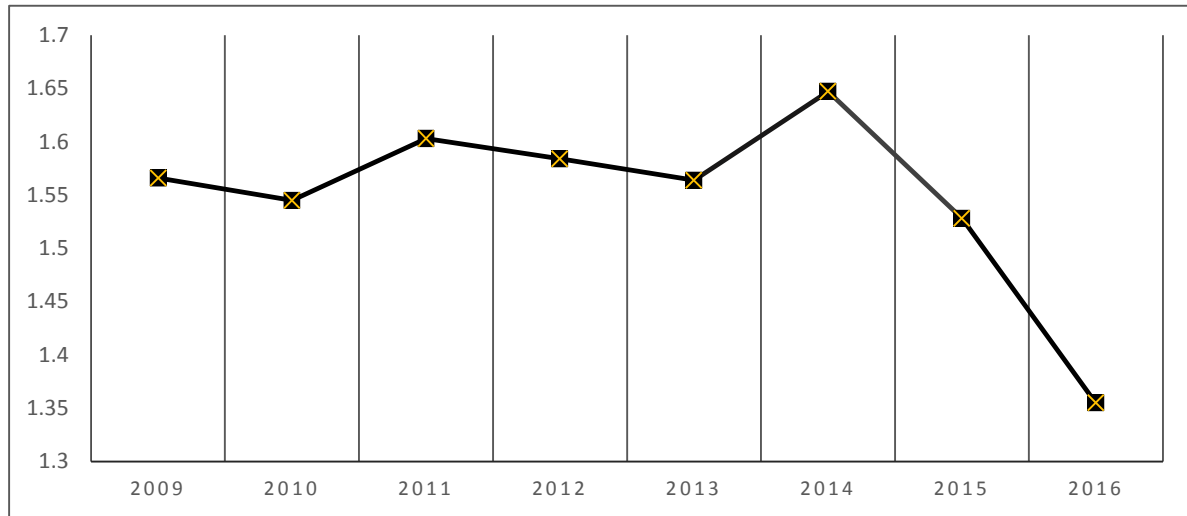
الجدول رقم (4 - 10) سعر صرف الجنيه مقابل الدولار خلال الفترة (2009 إلى 2016)

العملة	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الجنيه الاسترليني	1.566	1.545	1.603	1.584	1.564	1.647	1.528	1.355

المصدر: المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على الموقع، تاريخ الاطلاع، 2012/09/25

<http://fxtop.com/fr/historates.php>

الشكل رقم (4 - 7) سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي.



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على الجدول (4. 10).

يمكن قراءة الجدول والاشكال التالية من خلال:

✓ يلاحظ من الشكل أعلاه أن تقلبات سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدولار الكندي تتراوح ما بين أقل قيمة 0.989 محققة سنة 2011 وأعلى قيمة 1.324 محققة سنة 2016 وهذا بمتوسط حسابي بلغ 1.111 وانحراف معياري بلغ 0.128.

✓ أما تقلبات سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدولار الاسترالي تتراوح ما بين أقل قيمة 0.965 محققة سنة 2012 وأعلى قيمة 1.332 محققة سنة 2016 وهذا بمتوسط حسابي بلغ 1.101 وانحراف معياري بلغ 0.136.

✓ أما تقلبات سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي تتراوح ما بين أقل قيمة 1.355 محققة سنة 2016 وأعلى قيمة 1.647 محققة سنة 2014 وهذا بمتوسط حسابي بلغ 1.549 وانحراف معياري بلغ 0.086.

✓ يلاحظ من الشكل أعلاه أن تقلبات سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الين الياباني تتراوح ما بين أقل قيمة 79.702 محققة سنة 2011 وأعلى قيمة 1.324 محققة سنة 2016 وهذا بمتوسط حسابي بلغ 1.111 وانحراف معياري بلغ 0,128.

فلاحظ أن أقل قيمة لسعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات الارتكازية الأخرى كانت سنة 2009 أي مع بداية الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهون العقارية) حيث شكلت تهديدا لقوة الاقتصاد الأمريكي وارتفعت معها معدلات البطالة وانخفضت نسبة النمو وزات التوقعات باحتمال انهار الاقتصاد العالمي، ثم بدأت الأرقام في التحسن سنة 2011 أي مع انتقال الأزمة إلى منطقة اليورو والدول الأوروبية واليابان وهو ما سمح للدولار بالارتفاع مقابل العملات الأخرى نتيجة ارتفاع الطلب عليه كعملة احتياطية.

ثالثا: الدولار مقابل الفرك السويسري: ستكون محل الدراسة القياسية في المبحث الثاني.

المبحث الثاني: قياس أثر أزمة الديون السيادية على أسعار صرف اليورو والدولار:

إن أحد الأنشطة الأساسية لأي علم هو الاختبار المنظم للنظرية في مواجهة الواقع، وعلم الاقتصاد ليس استثناء من هذه القاعدة، فضلا عن ذلك فإن من أكثر التطورات في الاقتصاد في الحقبة الحديثة هو التأكيد المتزايد على تطوير الطرق الإحصائية واستخدامها في تحليل المشكلات الاقتصادية، ويعبر عادة عن تلك العلاقات النظرية بين المتغيرات الاقتصادية في شكل رياضي، ولكن لإعطاء هذه العلاقات مضمونا عمليا فقد تزايد استخدام الاقتصاديين لطرق التحليل الإحصائي بهدف اختبار الفرضيات الخاصة بهذه العلاقات، وتقدير أحجامها الفعلية واستخدام هذه التقديرات لعمل تنبؤات كمية للظواهر الاقتصادية.

ففي هذا الفصل حاولنا تطبيق طريقة التكامل المتزامن لاختبار وجود علاقة بين عدد من مؤشرات الاقتصاد الكلي الممثلة بأزمة الديون السيادية تأثيرها على سعر الصرف الاورو الدولار الأمريكي خلال الفترة 2007 إلى 2013، وقمنا بإجراء اختبارات السببية بين المتغيرات محل الدراسة وذلك باستعمال برنامج EVIEWS10 .

المطلب الأول: بناء نموذج تأثير أزمة الديون السيادية على أسعار الصرف

يتم بناء نموذج قياسي اقتصادي (أو ما يعرف بعملية النمذجة) بالاستعانة بالنظرية الاقتصادية وعلم الرياضيات والإحصاء، وكل علم من هذه العلوم الثلاث يغطي جانب معين في عملية النمذجة.<sup>1</sup> فالمرحلة الأولى في أي دراسة قياسية تعتمد على بناء النموذج أي صياغة العلاقات الاقتصادية المراد دراستها في شكل رياضي وبالتالي فهي العملية التي يتم من خلالها توصيف رقمي متنسق يحاكي السلوكيات في الاقتصاد تسلط الضوء على الروابط والتشابكات في الظاهرة المدروسة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الحديث في الاقتصاد القياسي، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 4.

<sup>2</sup> المعهد العربي للتخطيط، نماذج الاقتصاد الكلي، [http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2016/362\\_P16044-7.pdf](http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2016/362_P16044-7.pdf)

ومن خلال دراسة أزمة الديون السيادية والتي تجلّت مظاهرها من خلال تدهور مجمل مؤشرات الاقتصاد الكلي ثم صياغة العلاقات الاقتصادية للنموذج من خلال المعادلة السلوكية التي تعكس صورة عن تأثير أهم هذه المتغيرات على أسعار الصرف خلال الفترة المدروسة.

من أجل تقديم دراسة مقارنة دقيقة لتأثير أزمة الديون السيادية في الدول المتقدمة على سعر صرف العملة الأوروبية الموحدة اليورو من جهة والدولار من جهة أخرى، قمنا باختبار مدى تأثير الأزمة على أسعار صرف العملات مقابل الفرنك السويسرية كعملة أساس حيث يمثل عملة ارتكازية تمتاز بالاستقرار النسبي مقارنة ببقية العملات الإرتكازية الأخرى، كما أن أثر الأزمة على سويسرا كان محدود جدا.

أولاً: تحديد المتغيرات: يمكن توضيح أبعاد الأزمة المالية العالمية حسب ما جاء في بعض الدراسات الاقتصادية الغربية والتحليل النظري للأزمة من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (4 - 11) أبعاد أزمة الديون السيادية حسب ما جاء في بعض الدراسات الاقتصادية.

أبعاد الأزمة	الدراسة
<ul style="list-style-type: none"> <li>– ارتفاع حجم الديون إلى الناتج المحلي الإجمالي</li> <li>– انخفاض التصنيف الائتماني</li> </ul>	<p>دراسة كل من Benjamin Gampfer, Ann-Katrin Petersen, Dr. Rolf Schneider بعنوان "Scenarios for government debt in Europe" حول مستقبل الديون الأوروبية نشرت في مجلة البحوث الاقتصادية وتلويير الشركات الورقة 145</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>– ارتفاع حجم الديون إلى الناتج المحلي الإجمالي</li> <li>– انخفاض التصنيف الائتماني</li> <li>– انخفاض معدلات النمو</li> <li>– تضخم العملة</li> </ul>	<p>الدراسة التي قام بها مركز البحوث والدراسات التابع لغرف التجارة والصناعية بالرياض تحت عنوان "الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوروبية" جانفي 2012،</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>– ارتفاع حجم الدين</li> <li>– انخفاض معدلات النمو</li> <li>– تضخم العملة</li> <li>– ارتفاع معدلات الفائدة</li> </ul>	<p>معهد التخطيط القومي، المديونية في الوطن العربي، القاهرة 1992</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>– ارتفاع حجم الديون</li> <li>– ارتفاع الكتلة النقدية (ضخ النقود)</li> <li>– تدهور معدلات المنو</li> <li>– الفساد الإداري</li> </ul>	<p>إشكالية الديون الخارجية وآثاره على التنمية الاقتصادية في الدول العربية (حالة بعض الدول المدينة)</p>

المصدر: من اعداد الباحث، بالاعتماد على الدراسات السابقة.

ومن خلال الفصل الأول والثاني الذي تم من خلالهما تحليل أزمة الديون السيادية تبين أن أبعاد الأزمة تكمن في العديد من المظاهر أهمها ارتفاع حجم الدين إلى الناتج المحلي وهو أهم بعد من أبعاد الأزمة، وكذلك انخفاض معدل



التصنيف الائتماني للديون السيادية، انخفاض معدلات النمو إلى مستويات متدنية، تدهور قيمة العملة وارتفاع أسعار التضخم، كما تبرز مظاهر الأزمة من خلال الضخ الكبير للنقود في الاقتصاد أي ارتفاع الكتلة النقدية في المجتمع.

ومن خلال الجدول أعلاه وتحليل أزمة الديون السيادية وتوضيح أبعاد المتغير المستقل (أزمة الديون السيادية)

وبالتركيز على الأبعاد ذات العلاقة بالمتغير التابع أسعار الصرف يمكن إياغة نموذج البحث بالشكل التالي:

الشكل رقم (4-8) نموذج الدراسة.



المصدر: من اعداد الباحث.

ثانيا: تعريف متغيرات النموذج: يتم تحديد متغيرات النموذج بالاعتماد على:

**1\_ المتغيرات الداخلية:** وهي المتغيرات التي تؤثر في النموذج وتتأثر به، وتحدد قيمتها من داخل النموذج عن طريق المعاملات والقيم المتغير الخارجية وتسمى هذه المتغيرات أيضا بالمتغيرات التابعة، وهي المتغيرات المراد تفسير سلوكها من خلال الدراسة، وتتمثل في أسعار صرف اليورو ونرمز لها EURO وكذا أسعار صرف الدولار ونرمز لها USD خلال فترة الأزمة الممتدة (2009 – 2016).

**2\_ المتغيرات الخارجية:** وهي المتغيرات التي تؤثر في النموذج ولا تتأثر به وتحدد قيمتها بعوامل خارجة عن النموذج وتسمى أيضا المتغيرات المستقلة، وبالتالي هي المتغيرات المفسرة للظاهرة المدروسة وتتمثل في:

– **حجم الديون السيادية:** وهو المتغير الأساسي الذي يبين حجم الأزمة فحجم الديون إلى الناتج المحلي الإجمالي تجاوز الحدود الطبيعية والاقتصادية والتي تقدر بحوالي 60% وحتى تلك التي حددتها معاهدة ماستراخت الأوربية من أجل الدخول إلى منطقة اليورو.

– **معدل النمو:** يبين هذا المعدل أحد أهم مظاهر القوة أو الضعف الاقتصادي فهو المرتكز الأساسي الذي يعتمد عليه في تحديد حجم ومدى الأزمات الاقتصادية بكل أنواعها.

– **معدلات التضخم:** يمثل أحد المحددات الأساسية لصعر الصرف ويعبر عن القيمة الشرائية للعملة والتي تأثرت بشكل كبير في ظل أزمة الديون السيادية خلال الفترة المدروسة.

– **الكتلة النقدية:** يشكل حجم الكتلة النقدية (السياسة النقدية) الأداة الأهم التي يتم الاعتماد عليها من أجل ضبط أو التحكم في أسعار الصرف، كما تمثل أهم محددات أسعار الصرف.

**ثانياً: تحديد الشكل الرياضي للنموذج:**

بعد تحديد المتغيرات التابعة والمتغيرات المفسرة لأزمة الديون السيادية في الدول المتقدمة وتأثيرها على أسعار صرف اليورو والدولار، تأتي مرحلة تحديد الشكل الرياضي للمعادلة:

**1 – تحديد الشكل الخطي للنموذج:** المعادلة الخطية للنموذج تأخذ الشكل التالي:

المتغير التابع: يتمثل في سعر الصرف نرمز له بـ (TC) Taux de Change

المتغيرات المفسرة المستقلة تتمثل في:

– حجم الديون السيادية نرمز له بالرمز DS

– الناتج المحلي الإجمالي نرمز له بالرمز PIB

– أسعار التضخم نرمز لها بالرمز IN

– حجم الكتلة النقدية نرمز لها بالرمز M2

تم تحديد الشكل الرياضي للنموذج القياسي بعد عملية تحديد المتغير التابع والمتغيرات المستقلة وتجميع البيانات الخاصة كما يلي:

$$CT = F(DS, IN, M2, PIB)$$

وبالتالي تأخذ المعادلة الخطية الشكل التالي

$$TC = C + \beta_1 DS + \beta_2 IN + \beta_3 M2 + \beta_4 PIB + \varepsilon_t$$

حيث أن:

**C:** تمثل جميع التغيرات التفسيرية التي لم تأخذ في الاعتبار ضمن الدالة، كعدم الشفافية والافصاح، الخطر المعنوي، دور وكالات التصنيف الائتماني، تصريحات وآراء الخبراء والسياسيين...

**$\beta_1$ :** تمثل مقدار التغير في سعر الصرف لما يتغير حجم الديون إلى الناتج المحلي الإجمالي بوحدة واحدة، وحسب النظرية الاقتصادية وتحليل أزمة الديون السيادية في الدول المتقدمة يأخذ إشارة سالبة

**$\beta_2$ :** تمثل مقدار التغير في سعر الصرف لما تتغير أسعار التضخم بوحدة واحدة، وحسب تحليل أزمة الديون السيادية تأخذ إشارة سالبة.

**$\beta_3$ :** تمثل مقدار التغير في سعر الصرف لما يتغير حجم الكتلة النقدية M2 بوحدة واحدة، وحسب النظرية الاقتصادية يأخذ إشارة سالبة.

**$\beta_4$ :** تمثل مقدار التغير في سعر الصرف لما يتغير معدل النمو بوحدة واحدة، وحسب النظرية الاقتصادية يأخذ إشارة موجبة.

Et: المتغير أو الخطأ العشوائي.

المطلب الثاني تجميع البيانات:

تم تجميع البيانات بالمتغيرات محل الدراسة أي أهم مؤشرات الاقتصاد الكلي الدلة على وجود أزمة ديون سيادية وتأثيرها على أسعار صرف اليورو والدولار من مصادرة مختلفة أهمها صندوق النقد الدولي، المفوضية الأوروبية، تقارير صندوق النقد العربي، البنك المركزي الأوروبي، والموقع المتخصص في أسعار الصرف.

أولاً: الاحصائيات المتعلقة باليورو:

الجدول رقم (4 - 12) احصائيات الفصلية لمتغيرات النموذج الخاصة بمنطقة اليورو

التواريخ	معدل الناتج المحلي الاجمالي	حجم الديون السيادية	معدل التضخم	حجم M2	سعر صرف اليورو مقابل الفرنك
31/03/2008	2.2	65.8	3.6	7539505	1.601
30/06/2008	1.2	66.2	4	7700327	1.611
30/09/2008	0.1	66.2	3.6	7865599	1.611
31/12/2008	-2.1	68.7	1.6	8049819	1.525
31/03/2009	-5.5	72.7	0.6	8099134	1.498
30/06/2009	-5.4	76.1	-0.1	8158627	1.514
30/09/2009	-4.6	78.1	-0.3	8189923	1.519
31/12/2009	-2.4	79.2	0.9	8214962	1.509
31/03/2010	1	80.9	1.6	8234522	1.463
30/06/2010	2.2	82.2	1.5	8318740	1.409
30/09/2010	2.4	82.3	1.9	8368936	1.333
31/12/2010	2.4	84.7	2.2	8420850	1.322
31/03/2011	2.9	85.7	2.7	8456861	1.287
30/06/2011	1.9	86.1	2.7	8496741	1.251
30/09/2011	1.4	86	3	8582066	1.164
31/12/2011	0.5	86.6	2.8	8612694	1.229
31/03/2012	-0.5	87.4	2.7	8725115	1.208
30/06/2012	-0.8	89	2.4	8783718	1.021
30/09/2012	-1	89.1	2.6	8877809	1.203
31/12/2012	-1.1	89.7	2.2	9000926	1.208
31/03/2013	-1.2	91.5	1.7	9081946	1.248
30/06/2013	-0.4	92.5	1.6	9132494	1.231

1.235	9199513	1.1	91.8	0.1	30/09/2013
1.229	9208173	0.8	91.6	0.8	31/12/2013
1.224	9282583	0.5	92.5	1.5	31/03/2014
1.219	9364989	0.5	93.1	1.2	30/06/2014
1.211	9479682	0.3	92.3	1.3	30/09/2014
1.205	9678900	-0.2	91.9	1.5	31/12/2014
1.072	9806355	-0.1	92.6	1.8	31/03/2015
1.041	9944077	0.2	91.9	2	30/06/2015
1.072	10066203	-0.1	91.1	2	30/09/2015
1.085	10217229	0.2	89.9	2	31/12/2015
1.096	10340080	0	90.9	1.7	31/03/2016
1.096	10453078	0.1	90.8	1.7	30/06/2016
1.089	10565383	0.4	89.7	1.7	30/09/2016
1.080	10709829	1.1	89	1.9	31/12/2016

المصدر:

\_ الموقع الرسمي للبنك المركزي الأوروبي من خلال الرابط:

<https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html> (Visited 15/12/2018)

\_ التقارير الشهرية للمفوضية الاقتصادية الأوروبية من خلال الرابط:

[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/qr\\_euro\\_area/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/qr_euro_area/index_en.htm)

ثانيا: الإحصائيات المتعلقة الدولار:

الجدول رقم (4 - 13) إحصائيات الفصلية لمتغيرات النموذج الخاصة بالدولار

التواريخ	معدل الناتج المحلي الاجمالي	حجم الديون السيادية	معدل التضخم	حجم M2	سعر صرف الدولار مقابل الفرنك
31/03/2008	2	64.1	2.2	7660.5	1.07
30/06/2008	-1.9	67.5	1.2	7714.4	1.031
30/09/2008	-8.2	73.5	-2.8	7936.4	1.072
31/12/2008	-5.4	77.4	-0.5	8217.4	1.158
31/03/2009	-0.5	80.5	1.1	8339.7	1.15
30/06/2009	1.3	82.8	0.7	8403.2	1.111
30/09/2009	3.9	84.5	0.2	8431.6	1.062
31/12/2009	1.7	87	0.4	8470.2	1.026
31/03/2010	3.9	88.7	0.5	8497.0	1.058

1.109	8605.3	0.1	90.1	2.7	30/06/2010
1.032	8697.8	0.3	92.1	2.5	30/09/2010
0.973	8811.4	1.3	93.6	-1.5	31/12/2010
0.941	8930.5	1.7	92.8	2.9	31/03/2011
0.869	9182.1	0.4	94.9	0.8	30/06/2011
0.825	9554.2	-0.2	96.4	4.6	30/09/2011
0.912	9640.5	0.8	97.7	2.7	31/12/2011
0.921	9825.7	0.8	98.3	1.9	31/03/2012
0.938	9980.1	0.2	99	0.5	30/06/2012
0.963	10247.2	0.03	100.8	0.1	30/09/2012
0.931	10514.8	0.6	101.8	2.8	31/12/2012
0.93	10597.1	0.5	101.2	0.8	31/03/2013
0.942	10707.6	0.4	99.9	3.1	30/06/2013
0.932	10884.9	-0.8	100.9	4	30/09/2013
0.987	11028.4	0.8	103.3	-0.09	31/12/2013
0.893	11212.7	1.2	1018	4.6	31/03/2014
0.889	11393.1	0.1	101.1	5.2	30/06/2014
0.914	11516.6	-0.8	102.2	2	30/09/2014
1.001	11696.8	-0.5	101.6	3.2	31/12/2014
0.952	11880.9	1.2	100.3	2.7	31/03/2015
0.942	12032.3	0.3	99.6	1.6	30/06/2015
0.964	12162.0	-0.4	103.5	0.5	30/09/2015
0.99	12366.1	0.1	105.1	0.6	31/12/2015
0.994	12641.5	1.2	104.5	2.2	31/03/2016
0.97	12851.3	0.3	104.5	2.8	30/06/2016
0.975	13050.7	0.2	105.7	1.8	30/09/2016
1.001	13225.7	0.8	104.1	1.2	31/12/2016

المصدر

\_ الموقع المتخصص في الاحصائيات الاقتصادية العالمية: <https://fred.stlouisfed.org/>\_ الموقع المتخصص في أسعار الصرف <http://fxtop.com/fr/historates.php>

المبحث الثاني: تقدير معاملات النموذج

المطلب الأول: قياس الأثر على سعر صرف اليورو

أولاً\_ وصف المتغيرات المستخدمة في النموذج:

يشتمل نموذج الدراسة كما سبق ذكره على كل من المتغير:

- حجم الديون السيادية نرزم له بالرمز DS

- معدل الناتج المحلي الإجمالي نرزم له بالرمز PIB

- أسعار التضخم نرزم له بالرمز IN

- حجم الكتلة النقدية M2

يتم الاستعانة ببعض مقاييس الإحصاء الوصفي لتقديم صورة وملخص عن المتغيرات، الوسط الحسابي لوصف النزعة المركزية، الانحراف المعياري لوصف التشتت، القيمة الدنيا، القيمة العظمى، وهذا لكل متغير، بالإضافة إلى عدد المشاهدات وتم تلخيص النتائج في الجدول التالي:

الجدول رقم (4 - 14) وصف متغيرات النموذج الخاصة بالعملة الأوروبية اليورو

	PIB	DS	IN	M2	CT
Mean	0.400	85.161	1.397	9878539.	1.275
Median	1.250	89.000	1.300	8830764.	1.229
Maximum	2.900	93.100	4.000	10709829	1.611
Minimum	-5.500	65.800	-0.300	753905.	1.021
Std. Dev.	2.160	8.339	1.244	862452.3	0.177
Skewness	-1.433	-1.207	0.367	0.417	0.541
Kurtosis	4.353	3.267	1.973	2.169	2.119
Jarque-Bera	15.083	8.854	2.392	2.082	2.922
Probability	0.0005	0.011	0.302	0.353	0.231
Sum	14.400	3065.800	50.300	3.23E+08	45.919
Sum Sq. Dev.	163.360	243.166	54.209	2.60E+13	1.099
Observations	36	36	36	36	36

المصدر: مخرجات برنامج Eviews10

نلاحظ أن حجم العينة التي تم اختيارها للدراسة تبلغ (36) مشاهدة، وهي كافية للدراسات القياسية، وبمقارنة الانحراف المعياري فنلاحظ أن M2 تتميز بانحراف معياري الأكبر ثم تليها، DS، PIB، IN، CT على الترتيب. أما من حيث أعلى قيمة وأدى قيمة فنسجل:

- ✓ أعلى قيمة للمتغير PIB في الربع الأول من سنة 2011، أما أدنى قيمة له في الربع الأول من سنة 2009.
- ✓ أعلى قيمة للمتغير DS في الربع الثاني من سنة 2014، أما أدنى قيمة له في الربع الأول من سنة 2008.
- ✓ أعلى قيمة للمتغير IN في الربع الثاني من سنة 2008، أما أدنى قيمة له في الثالث الأول من سنة 2009.
- ✓ أعلى قيمة للمتغير M2 في الربع الاخير من سنة 2016، أما أدنى قيمة له في الربع الأول من سنة 2008.
- ✓ أعلى قيمة للمتغير CT في الربع الثالث من سنة 2008، أما أدنى قيمة له في الربع الثاني من سنة 2012.

إن المتوسط الحسابي كقيمة يحافظ على وحدة قياس العينة وهو يبين مجموع المشاهدات مقسومة على عددها وبالتالي هو يبين النصيب المتساوي لكل مشاهدة، وتزيد أهميته كونه تتم الاستعانة به في الحسابات وبالتالي تفسير الانحراف المعياري، لذا تجدر الإشارة إلى أن الانحراف المعياري يفضل على التباين كوسيلة لقياس التشتت لأن وحدة قياس الانحراف المعياري هي نفسها وحدة قياس العينة.

ثانياً: \_ تقييم النموذج احصائياً:

#### ➤ اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية:

يتم استخراج جذر الوحدة للتعرف على درجة تكامل السلسلة الزمنية للمتغيرات الاقتصادية محل الدراسة لمعرفة ما إذا كانت المتغيرات مستقرة أم لا.

وبما أن معظم السلاسل الزمنية للمتغيرات الاقتصادية تتصف بخاصية عدم الاستقرار فسوف نقوم أولاً باختبار استقرار هذه السلاسل وتحديد درجة استقرارها وهذا باستخدام اختبار (ADF) ديكي فولر Augmohts Fuller Dickey الموسع، واختبار (PP) فليس بيرنون Philips-Perron على أساس المستوى الأول Level وعلى أساس الفرق الأول ويتم الحكم على استقرار المتغيرات عن طريق مقارنة القيمة الجدولية مع قيمة (T) المحسوبة فإذا كانت القيمة الجدولية أكبر من القيمة (T) المحسوبة بالقيمة المطلقة فإن ذلك يعني عدم استقرار المتغير والعكس صحيح.

ويبين الجدول التالي نتائج هذين الاختبارين:

الجدول رقم (4 - 15) اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية

ADF عند مستوى 5%				النموذج	المتغيرات
الفروق الاولى		عند مستوى level			
الحسوبة	الجدولية	الحسوبة	الجدولية		
-2.3270	-1.9544	-0.0109	-2.9810	الأول	PIB
-2.3270	-3.6032	-3.2178	-3.5950	الثاني	
-2.4978	-2,9862	0.4656	-1.9544	الثالث	
-1.343	-2.960	-4.2696	-2.9484	الأول	DS
-6.6586	-3.5529	-2.3172	-3.5592	الثاني	
-1.927	-1.952	-0.2100	1.9520	الثالث	
-3.4022	-2.9511	-1.4015	-2.9604	الأول	IN
-1.4943	-3.5950	-2,2204	-3.5628	الثاني	

-3.4083	-1.9510	1.9823	-1.9513	الثالث	M2
-3.0469	-2.9511	1.8848	-2.9484	الأول	
-3.5434	-3.5484	0.4619	-3.5442	الثاني	
-1.1156	-1.9513	2.3663	-1.9513	الثالث	
-7.0817	-2.951	-1.5780	-2.9484	الأول	TC
-7.1417	-35484	-2.2574	-3.5442	الثاني	
-6.618	-0.951	-1.7126	-1.9506	الثالث	

المصدر: مخرجات برنامج eviews10 ( الملحق رقم 03)

ويتم الحكم على استقرار المتغيرات عن طريق مقارنة القيمة الجدولية مع قيمة (T) المحسوبة فإذا كانت القيمة الجدولية أكبر من القيمة (T) المحسوبة بالقيمة المطلقة والمنطلقة من فرضية العدمية التي تفرض عدم استقرارية المتغيرات من خلال الجدول أعلاه نسجل مايلي:

✓ كل من سلسلة DS اجمالي الدين العام إلى الناتج المحلي و M2 حجم الكتلة النقدية مستقرين عند مستوى . LEVEL

✓ أما السلاسل BIP معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي و IN معدل التضخم و CT مستقرة عند المستوى الأول.

➤ اختبار المعاملات:

- تقدير معاملات النموذج: سنقوم بتقدير النموذج القياسي الاقتصادي لسعر الصرف وهذا باستعمال طريقة المربعات الصغرى (MCO) ، وهي من أبرز الطرق لتقدير النماذج الخطية، وسنعمد في تقدير النموذج على برنامج eviews10 وبعد ادخال البيانات إلى البرنامج تظهر لنا نتائج التقدير الخطي من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم(4 - 16) نتائج تقدير النموذج لسعر الصرف اليورو خلال الفترة 2009 إلى 2016

Dependent Variable: TC  
Method: Least Squares  
Date: 08/07/18 Time: 07:28  
Sample: 2008Q1 2016Q4  
Included observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.479439	0.186241	18.68248	0.0000
DS	-0.012267	0.001880	-6.523434	0.0000
IN	-0.040235	0.012177	-3.304150	0.0024
M2	-1.23E-07	2.30E-08	-5.343521	0.0000
PIB	0.003371	0.005988	0.562962	0.5775
R-squared	0.902601	Mean dependent var		1.275528
Adjusted R-squared	0.890033	S.D. dependent var		0.177241
S.E. of regression	0.058775	Akaike info criterion		-2.701948
Sum squared resid	0.107090	Schwarz criterion		-2.482015
Log likelihood	53.63507	Hannan-Quinn criter.		-2.625186
F-statistic	71.81956	Durbin-Watson stat		1.149051
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات برنامج eviews10



من خلال الجدول أعلاه يمكن صياغة العلاقة القياسية كما يلي:

$$TC = 3.479439 - 0.012267 DS - 0.040235 IN - 1.23E-07M2 + 0.003371 PIB$$

من خلال النتائج المتوصل إليها نلاحظ:

- بالنسبة لمعامل DS المحصل عليها نجد أن إشارته سالبة وهو ما يدل على وجود علاقة عكسية بين المتغير المستقل حجم الديون السيادية والمتغير التابع أسعار الصرف وهذا يتوافق مع المنطق الاقتصادي حيث إذا تغير DS بوحدة واحدة فإن CT يتغير (-0,012)، إذا المعامل DS له معنوية اقتصادية بالنسبة لمنطقة اليورو خلال فترة الدراسة المحددة.
- بالنسبة لمعامل IN المحصل عليها نجد أن إشارته سالبة وهو ما يدل على وجود علاقة عكسية بين المتغير المستقل معدل التضخم والمتغير التابع أسعار الصرف وهذا يتوافق مع المنطق الاقتصادي حيث إذا تغير IN بوحدة واحدة فإن CT يتغير (-0.040)، إذا المعامل IN له معنوية اقتصادية بالنسبة لمنطقة اليورو خلال فترة الدراسة المحددة.
- بالنسبة لمعامل M2 المحصل عليها نجد أن إشارته سالبة وهو ما يدل على وجود علاقة عكسية بين المتغير المستقل حجم الكتلة النقدية والمتغير التابع أسعار الصرف وهذا يتوافق مع المنطق الاقتصادي حيث إذا تغير M2 بوحدة واحدة فإن TC يتغير (-1.23E-07)، إذا المعامل M2 له معنوية اقتصادية بالنسبة لمنطقة اليورو خلال فترة الدراسة المحددة.
- بالنسبة لمعامل PIB المحصل عليها نجد أن إشارته موجبة وهو ما يدل على وجود علاقة طردية بين المتغير المستقل معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي والمتغير التابع أسعار الصرف وهذا يتوافق مع المنطق الاقتصادي حيث إذا تغير PIB بوحدة واحدة فإن TC يتغير (0.0033)، إذا المعامل PIB له معنوية اقتصادية بالنسبة لمنطقة اليورو خلال فترة الدراسة المحددة.

الجدول رقم (4-17) معاملات النموذج

DW	T	F	R <sup>2*</sup>	R <sup>2</sup>	المقاييس الإحصائية
1.149	(C)18.68 (PIB)0.56 (DS)-6.52 (IN)-3.30 (M2)-5.34	71.81	0.89	0.90	النموذج

المصدر: مخرجات برنامج eviews10

معامل التحديد R<sup>2</sup>

إن القيمة المحصل عليها لمعامل التحديد تقدر بـ 0.90 وهي قريبة من الواحد، أي أن المتغيرات المستقلة تفسر 90 بالمئة من سعر الصرف خلال فترة الدراسة، مما يدل على وجود ارتباط قوي بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة أما الباقي 10 بالمئة تفسرها عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج وهي الخطأ العشوائي.

معامل التحديد التوفيقي المعدل:  $\bar{R}^2$

يفضل الإحصائيون استخدام هذا المؤشر لأن معامل التحديد مغلطا خصوصا عندما يزيد عدد المتغيرات، حيث يثير معامل التحديد التوفيقي أن النموذج يفسر سعر الصرف بنسبة 89 بالمئة.

إذن  $\bar{R}^2$  له مجموعة من الخصائص تجعله وسيلة قياس جودة التوفيق أفضل من  $R^2$ ، فهو على الأقل يُجيب على تساؤلات بعض الباحثين حول أهمية زيادة عدد المتغيرات للنموذج، بدون التفكير في سبب ظهور هذه المتغيرات على كل حال، رغم ذلك يجب التفكير في أن  $\bar{R}^2$  يحل كل المشاكل المتعلقة بالقياس  $R^2$  لجودة التوفيق، حيث أن القرار حول إمكانية ظهور بعض المتغيرات في النموذج أم لا، تبقى معتمدة على اعتبارات نظرية أخرى في القياس الاقتصادي، كما أن القيمة العددية لـ  $\bar{R}^2$  تكون جد حساسة لنوع المعطيات أو البيانات المستعملة.

اختبار معنويات معاملات ستودنت (T): اختبار معنويات المعلمات نستخدم اختبار ستودنت (T) تم تقييم تأثير المتغيرات المفسرة على المتغير التابع وذلك باختبار الفرضيات الخاصة بالمعلمات المقدرة .

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{الفرضية العدمية :} \\ H_0: \forall i \in [0, 2] : B_i = 0 \\ \text{الفرضية البديلة :} \\ H_1: B_i \neq 0 / i \in [0, 2] \end{array} \right.$$

نقوم بعرض النتائج من خلال الجدول أدناه والذي يوضح القيم المحتسبة ( $T_{cal}$ ) والقيم الجدولة ( $T_{tab}$ ) للمعلمات المقدرة عند مستوى معنوية 5% ، وبدرجة حرية ( $N - K$ ) و ( $N - (P + 1)$ ) والتي تساوي  $m$

$$36 - (4 + 1) = 31$$

أي أن القيم الجدولية تساوي 2.039 حيث أن

$N$ : عدد المشاهدات  $K$ : عدد المقدرات  $P$ : عدد المتغيرات المستقلة

الجدول رقم (4- 18) معاملات ستودنت (T):

المتغيرات المفسرة	( $T_{cal}$ )	( $T_{tab}$ )	التفسير
C	18.68	2.039	له معنوية
PIB	0.56	2.039	ليس له معنوية
DS	6.52	2.039	له معنوية
IN	3.30	2.039	له معنوية
M2	5.34	2.039	له معنوية

المصدر: مخرجات برنامج eviews10

- بالنسبة للمعامل الثابت (C) نلاحظ أن القيمة المحتسبة ( $T_{cal}$ ) (18.68) أكبر من القيمة الجدولة ( $T_{tab}$ ) (2.039) وبهذا نرفض فرضية العدم  $H_0$  ، أي أن للمتغير معنوية إحصائية عند أدنى مستوى معنوية  $P_{oob} = 0.0000$  مما يدل على أنه يمكن قبول الثابت في النموذج عند مستوى معنوية  $\alpha = 0.05$ .

- بالنسبة للمعامل (DS) نلاحظ أن القيمة المحتسبة  $T_{cal}$  (6.52) أكبر من القيمة المجدولة  $T_{tab}$  (2.039) وبهذا نرفض فرضية العدم  $H_0$  ، أي أن للمتغير معنوية إحصائية عند أدنى مستوى معنوية  $Poob=0.0024$  مما يدل على أنه يمكن قبول حجم الديون السيادية أي الناتج المحلي الاجمالي في النموذج عند مستوى معنوية  $\alpha=0.05$ .
- بالنسبة للمعامل (IN) نلاحظ أن القيمة المحتسبة  $T_{cal}$  (3.30) أكبر من القيمة المجدولة  $T_{tab}$  (2.039) وبهذا نرفض فرضية العدم  $H_0$  ، أي أن للمتغير معنوية إحصائية عند أدنى مستوى معنوية  $Poob=0.0000$  مما يدل على أنه يمكن قبول معدل التضخم في النموذج عند مستوى معنوية  $\alpha=0.05$ .
- بالنسبة للمعامل (M2) نلاحظ أن القيمة المحتسبة  $T_{cal}$  (5.34) أكبر من القيمة المجدولة  $T_{tab}$  (2.039) وبهذا نرفض فرضية العدم  $H_0$  ، أي أن للمتغير معنوية إحصائية عند أدنى مستوى معنوية  $Poob=0.0000$  مما يدل على أنه يمكن قبول حجم الكتلة النقدية في النموذج عند مستوى معنوية  $\alpha=0.05$ .
- بالنسبة للمعامل (PIB) نلاحظ أن القيمة المحتسبة  $T_{cal}$  (0.56) أقل من القيمة المجدولة  $T_{tab}$  (2.039) وبهذا تقبل فرضية العدم  $H_0$  ، أي أن المتغير ليس له معنوية إحصائية عند أدنى مستوى معنوية  $Poob=0.5775$  مما يدل على أنه يمكن حذف معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي في النموذج عند مستوى معنوية  $\alpha=0.05$ .

وبالتالي فإن النموذج لا يفسر تأثير سعر صرف اليورو إلى متغيرات الازمة ، ومن خلال إعادة التقدير وحذف المتغير الغير معنوي معدل نمو الناتج المحلي (PIB) نحصل على النتائج التالية:

الجدول رقم (4 - 19) نتائج تقدير النموذج لسعر الصرف اليورو خلال الفترة 2009 إلى 2016 بعد حذف معدل نمو الناتج المحلي (PIB)

Dependent Variable: CT  
Method: Least Squares  
Date: 11/30/20 Time: 09:51  
Sample: 2008Q1 2016Q4  
Included observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.413926	0.143847	23.73311	0.0000
DS	-0.012172	0.001853	-6.569621	0.0000
IN	-0.036495	0.010095	-3.614958	0.0010
M2	-1.17E-07	2.02E-08	-5.790198	0.0000
R-squared	0.901605	Mean dependent var	1.275528	
Adjusted R-squared	0.892381	S.D. dependent var	0.177241	
S.E. of regression	0.058144	Akaike info criterion	-2.747332	
Sum squared resid	0.108185	Schwarz criterion	-2.571386	
Log likelihood	53.45198	Hannan-Quinn criter.	-2.685922	
F-statistic	97.74013	Durbin-Watson stat	1.129073	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات برنامج eviews10

من خلال الجدول أعلاه يمكن صياغة العلاقة القياسية كما يلي:

$$TC = 3.413936 - 0.012172 DS - 0.36495 IN - 1.17E-07M2$$

### التحليل الاحصائي:

من خلال نتائج التقدير يتضح أن جميع معالم النموذج معنوية احصائيا مما يدل على وجود علاقة بين المتغير التابع أسعار الصرف والمتغيرات المستقلة وذلك من خلال المقاييس التالية:

— تم تفسير العلاقة بين المتغير التابع أسعار الصر لليورو والمتغيرات المستقلة (معالم الأزمة) بواسطة معامل التحديد المصحح بقيمة (0.89) ومنه نستنتج أن المتغيرات المستقلة تفسر 89% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع، أما النسبة الباقية فترجع إلى متغيرات غير مدرجة في النموذج.

— من خلال النموذج السابق نجد أن قيمة T ستيدونت تبين أن كل المعاملات لها معنوية إحصائية تختلف عن الصفر وهي أقل من 0.05 أي أنها مقبولة ولها تأثير على النموذج.

— أما بالدراسة المعنوية الكلية للنموذج يمكن باستخدام نسبة التباين المفسر، إلى التباين غير المفسر، ويتبع هذا توزيع فيشر F، بدرجات حرية و  $n-k-1$ ، حيث  $n$  عدد المشاهدات و  $k+1$  عدد المعالم المقدرة:

$$H_0 : \beta_0 = \beta_1 = \dots = \beta_j = \dots = \beta_k = 0$$

$$H_1 : \exists \text{ معامل} \neq 0$$

ضد الفرضية البديلة:

$$F_c = \frac{\sum_{i=1}^n (\hat{Y}_i - \bar{Y})^2 / k}{\sum_{i=1}^n \hat{\epsilon}_i^2 / (n-k-1)} = \frac{\sum_{i=1}^n \hat{y}_i^2 / k}{\sum_{i=1}^n \hat{\epsilon}_i^2 / (n-k-1)} = \frac{R^2 / k}{(1-R^2) / (n-k-1)} \sim F_{\alpha}(k, n-k-1)$$

فإذا تجاوزت الإحصائية ( $F_{cal}$ ) قيمة ( $F_{tab}$ ) المجدولة عند مستوى معنوية  $\alpha$  وبدرجتي حرية  $k$  و  $n-k-1$  نقبل الفرضية القائلة بأن معالم النموذج ليست جميعها مساوية للصفر وأن  $R^2$  يختلف جوهريا عن الصفر. في هذه الحالة، يمكن القول أن للنموذج معنوية إحصائية.

نجد أن قية فيشر المحسوبة  $F_{cal} = 97.74$  أكبر من القيمة الجدولية (2.92)  $F_{(3,31)}$  وعليه سنرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود على الأقل معامل غير معدوم وهذا ما يدل على وجود علاقة خطية معنوية بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة له ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

— اختبار الارتباط الذاتي لاختفاء دربن واتسن (DW):

يعتبر اختبار Durbin-Watson من أهم الاختبارات الشائعة المستخدمة في اكتشاف الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى

حسب الشكل:

$$\epsilon_t = \rho \epsilon_{t-1} + u_t, \quad u_t \sim N(0, \sigma_u^2)$$

ويهدف إلى اختبار الفرضيات التالية:

$$H_0 : \rho = 0$$

$$H_1 : \rho \neq 0$$

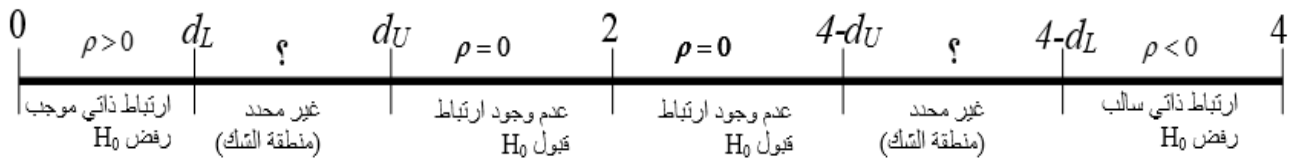
لاختبار فرضية العدم  $H_0$  يجب حساب إحصائية دربن واتسون DW:

$$DW = \frac{\sum_{t=2}^n (\hat{\varepsilon}_t - \hat{\varepsilon}_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^n \hat{\varepsilon}_{t-1}^2}$$

حيث أن الإحصائية DW تمثل القيمة المحسوبة للاختبار وتأخذ قيمها بين 0 و 4. ويتضح من المعادلة السابقة أنه إذا كانت  $\rho = 0$  فإن  $DW \cong 2$ .

ويوضح الشكل التالي قيم  $d$  (القيم المجدولة للاختبار)، التي تشير إلى وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى موجب أو سالب، أو تجعل نتيجة الاختبار غير محددة، وتوجد قيم كل من الحدين الأعلى والأدنى لـ  $d$  ( $d_L, d_U$ ) في الجدول الإحصائي لتوزيع درين واتسون.

الشكل رقم (4-9) : مناطق القبول والرفض لاختبار Durbin-Watson



بالاعتماد على الشكل رقم (1) يمكن أن تُستخرج نتيجة اختبار DW كالتالي:

- ❖ إذا كانت  $DW < d_L$  أو  $DW > 4 - d_L$  يرفض  $H_0$ .
- ❖ إذا كانت  $d_U < DW < 4 - d_U$  يقبل  $H_0$ .
- ❖ إذا كانت  $d_L \leq DW \leq d_U$  أو  $4 - d_U \leq DW \leq 4 - d_L$  تكون نتيجة الاختبار غير محددة، ومن ثم يجب إضافة بيانات أكثر.

من خلال تقديرات النموذج قيمة دارين واتسن المحتسبة تساوي 1.120، أما القيمة المجدولة مع أخذ بعين الاعتبار عدد المشاهدات 36 ووعده المتغيرات المستقلة 03 نجد قيم كلا من  $d_U$  و  $d_L$  على التوالي 1.29 و 1.65 حيث لاحظ من خلال الشكل أن قيمة درين واتسن تقع في منطقة مجال استقلالية الأخطاء مما يشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى.

#### – اختبار Breusch-Godfrey

يرتكز هذا الاختبار على مضاعف لاغرانج و الذي يسمح باختبار وجود ارتباط ذاتي من درجة أكبر من الواحد. نموذج الانحدار الذاتي للأخطاء من الدرجة  $p$  يكتب على الشكل التالي:

$$\varepsilon_t = \rho_1 \varepsilon_{t-1} + \rho_2 \varepsilon_{t-2} + \dots + \rho_p \varepsilon_{t-p} + u_t$$

ثم حساب معامل التحديد الخاص بهذه المعادلة  $R^2$ . نذكر أن باستعمال هذه المعادلة، سنفقد  $p$  مشاهدة.

- ❖ فرضية استقلالية الأخطاء  $H_0$  التي ينبغي اختبارها هي:

$$H_0 : \rho_1 = \rho_2 = \dots = \rho_p = 0$$

الإحصائية  $LM = (n - p) \times R^2$  تتبع توزيع  $\chi^2$  بدرجة حرية  $p$ . إذا كان  $(n - p) \times R^2$  أكبر من  $\chi^2(p)$  (القيمة الحرجة لتوزيع  $\chi^2$  بنسبة معنوية  $\alpha$ )، فإننا نرفض  $H_0$  فرضية استقلالية الأخطاء.

### الجدول رقم (4-20) اختبار Breusch-Godfrey

#### Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.601962	Prob. F(3,32)	0.6185
Obs*R-squared	1.923094	Prob. Chi-Square(3)	0.5885
Scaled explained SS	3.223465	Prob. Chi-Square(3)	0.3584

#### المصدر: مخرجات برنامج eviews10

من خلال القيمة  $p$  والتي تساوي  $\text{Prob}=0.5885$  أكبر من  $0.05$  نقبل الفرض العدم ونرفض الفرض البديل ومنه يمكن القول بأنه  $\square$  يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

#### ➤ التحليل الاقتصادي:

تشير نتائج التقدير الواردة في النموذج السابق إلى أن متغيرات الأزمة العالمية المتمثلة في حجم الديون السيادية ومعدل نمو الناتج المحلي وحجم التضخم والكتلة النقدية أثرت على سعر صرف العملة الأوروبية أما الفرنك السويسري خلال الفترة (2008 إلى 2016) حيث يتضح مايلي:

- بالنسبة لمعامل DS المحصل عليها نجد أن إشارته سالبة وهو ما يدل على وجود علاقة عكسية بين المتغير المستقل حجم الديون السيادية والمتغير التابع أسعار الصرف وهذا يتوافق مع المنطق الاقتصادي حيث إذا تغير DS بوحدة واحدة فإن CT يتغير (-0.012) فقد ارتفع حجم الديون السيادية في دول منطقة اليورو من 65.8 في الثلث الأول من سنة 2008 إلى 93.1 في الفصل الثالث من سنة 2014 واستمر خلال فترة الأزمة بالارتفاع بحوالي 90% من الناتج الإجمالي وعلى العكس من ذلك (بعلاقة عكسية) انخفضت أسعار صرف اليورو أما الفرنك السويسري من أعلى نسبة 1.601 في الثلث الأول من سنة 2008 إلى 1.021 في الثلث الأخير من سنة 2016 مع وجود توجه عام واضح نحو انخفاض خلال فترة الدراسة يمكن ملاحظته من خلال الجدول رقم (4-12) والدراسة Benjamin Gampfer, Ann-Katrin Petersen, Michael Ehrmann, و Dr. Rolf Schneider, **Scenarios for government debt in Europe** Chiara Osbat, Jan Strasky and Lenno Uusküla بعنوان **The euro exchange rate during the European sovereign debt crisis dancing to its own tune?** (دراسات سابقة) حول التأثير السلبي للأزمة على العملة الأوروبية وهو ما يتوافق كذلك مع الدراسة التحليلية في المبحث السابق.

- بالنسبة لمعامل IN المحصل عليها نجد أن إشارته سالبة وهو ما يدل على وجود علاقة عكسية بين المتغير المستقل معدل التضخم والمتغير التابع أسعار الصرف وهذا يتوافق مع المنطق الاقتصادي حيث إذا تغير IN

بوحدة واحدة فإن CT يتغير (-0.0364)، فقد ارتفعت معدلات التضخم والأسعار لدى العديد من دول المنطقة وهو ما نعكس على القدرة الشرائية لدول اليورو وتحديدًا اليونان وهو ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول رقم (4-12).

■ بالنسبة لمعامل M2 المحصل عليها نجد أن إشارته سالبة وهو ما يدل على وجود علاقة عكسية بين المتغير المستقل حجم الكتلة النقدية والمتغير التابع أسعار الصرف وهذا يتوافق مع المنطق الاقتصادي حيث إذا تغير M2 بوحدة واحدة فإن TC يتغير (-1.17E-07)، فقد ارتفع حجم الكتلة النقدية في دول منطقة اليورو من 7539505 في الثلث الأول من سنة 2008 إلى 10709829 في الفصل الرابع من سنة 20016 واستمر خلال فترة الأزمة بالارتفاع بشكل مستمر خلال فترة الدراية وعلى العكس من ذلك (بعلاقة عكسية) انخفضت أسعار صرف اليورو أما الفرنك السويسري من أعلى نسبة 1.601 في الثلث الأول من سنة 2008 إلى 1.021 في الثلث الأخير من سنة 2016 مع وجود توجه عام واضح نحو الانخفاض خلال فترة الدراسة يمكن ملاحظته من خلال الجدول رقم (4-12) وهو ما يتناسق مع سياسة التسيير الكمي وضخ النقود التي اتبعتها الاتحاد الأوروبي وانشاء صندوق الاستقرار الأوربي والقروض الممنوحة صندوق النقد الدولي الجدولين رقم (2-10) و(2-11) وهو ما يتوافق كذلك مع الدراسة التحليلية في المبحث السابق.

#### المطلب الثاني: قياس الأثر على سعر صرف الدولار

##### أولاً: وصف المتغيرات المستخدمة في النموذج

يتم الاستعانة ببعض مقاييس الإحصاء الوصفي لتقديم صورة وملخص عن المتغيرات، الوسط الحسابي لوصف النزعة المركزية، الانحراف المعياري لوصف التشتت، القيمة الدنيا، القيمة العظمى، وهذا لكل متغير، بالإضافة إلى عدد المشاهدات وتم تلخيص النتائج في الجدول رقم (4-21):

#### الجدول رقم (4-21) وصف متغيرات النموذج الخاصة بالدولار

	CT	DS	IN	M2	PIB
Mean	0.984111	94.52222	0.378611	10191.88	1.472500
Median	0.971500	99.30000	0.400000	10113.65	1.950000
Maximum	1.158000	105.7000	2.200000	13225.70	5.200000
Minimum	0.825000	64.10000	-2.800000	7660.500	-8.200000
Std. Dev.	0.077706	10.88832	0.859575	1696.831	2.633416
Skewness	0.452417	-1.304814	-1.161914	0.189052	-1.791593
Kurtosis	2.774485	3.835096	6.710287	1.751300	7.178784
Jarque-Bera	1.304374	11.26132	28.74961	2.553320	45.45218
Probability	0.520905	0.003586	0.000001	0.278968	0.000000

Sum	35.42800	3402.800	13.63000	366907.7	53.01000
Sum Sq. Dev.	0.211336	4149.442	25.86043	1.01E+08	242.7209
Observations	36	36	36	36	36

## المصدر: مخرجات برنامج Eviews10

نلاحظ أن حجم العينة التي تم اختيارها للدراسة تبلغ (36) مشاهدة، وهي كافية للدراسات القياسية، وبمقارنة الانحراف المعياري فنلاحظ أن M2 تتميز بانحراف معياري لأكبر ثم تليها، DS، IN3، PIB، CT على الترتيب. أما من حيث أعلى قيمة وأدى قيمة فنسجل:

أعلى قيمة للمتغير PIB في الربع الثاني من سنة 2014، أما أدنى قيمة له في الربع الثالث من سنة 2008  
أعلى قيمة للمتغير DS في الربع الثالث من سنة 2016، أما أدنى قيمة له في الربع الأول من سنة 2008  
أعلى قيمة للمتغير IN في الربع الأول من سنة 2008، أما أدنى قيمة له في الربع الثالث من سنة 2008  
أعلى قيمة للمتغير M2 في الربع الأخير من سنة 2016، أما أدنى قيمة له في الربع الأول من سنة 2008  
أعلى قيمة للمتغير CT في الربع الأخير من سنة 2008، أما أدنى قيمة له في الربع الثالث من سنة 2011

ثانياً: تقييم النموذج احصائياً

➤ اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية:

الجدول رقم (4 - 22) اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية

ADF عند مستوى 5%				المتغيرات	
الفروق الأولى		level عند مستوى		النموذج	
المحسوبة		المحسوبة	الجدولية		
-5.403127	-2.951125	-1.948625	-2.948404	الأول	TC
-5.349241	-3.548490	-1.854400	-3.544284	الثاني	
-5.490694	-1.951000	-0.401024	-1.950687	الثالث	
-3.854845	-2.954021	-5.079890	-2.954021	الأول	DS
-5.302657	-3.552973	-3.601966	-3.544284	الثاني	
-2.972519	-1.951000	3.185977	-1.950687	الثالث	
-7.358515	-2.957110	-8.577152	-2.951125	الأول	IN
-7.231722	-3.557759	-8.471875	-3.548490	الثاني	
-7.432634	-1.951687	-1.086791	-1.951687	الثالث	
-4.063576	-2.951125	1.799411	-2.948404	الأول	M2
-4.180970	-3.548490	-1.615511	-3.548490	الثاني	



-1.336077	-1.951000	12.47675	-1.950687	الثالث	PIB
-7.190164	-2.951125	-3.329029	-2.948404	الأول	
-7.087494	-3.548490	-3.679360	-3.544284	الثاني	
-7.297508	-1.951000	-2.353271	-1.951000	الثالث	

### المصدر: مخرجات برنامج eviews10 (الملحق رقم 03)

ويتم الحكم على استقرار المتغيرات عن طريق مقارنة القيمة الجدولية مع قيمة (T) المحسوبة فإذا كانت القيمة الجدولية أكبر من القيمة (T) المحسوبة بالقيمة المطلقة والمنطلقة من فرضية العدمية التي تفرض عدم استقرارية المتغيرات من خلال الجدول أعلاه نسجل مايلي:

- ✓ كل من سلسلة IN معدل التضخم و M2 حجم الكتلة النقدية مستقرين عند مستوى LEVEL .
- ✓ أما السلاسل BIP معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي DS حجم الديون السيادية و CT مستقرة عند المستوى الأول.

### ثالثا: تقدير معاملات النموذج

سنقوم بتقدير النموذج القياسي الاقتصادي لسعر الصرف وهذا باستعمال طريقة المربعات، (MCO) وهي من ابرز الطرق لتقدير النماذج الخطية، وسنعمد في تقدير النموذج على برنامج eviews10 وبعد ادخال البيانات الى البرنامج تظهر لنا نتائج التقدير الخطي من خلال الجدول التالي:

### الجدول رقم(4- 23) نتائج تقدير النموذج لسعر الصرف الدولار خلال الفترة 2009 إلى 2016

Dependent Variable: CT  
Method: Least Squares  
Date: 01/13/19 Time: 12:06  
Sample: 2008Q1 2016Q4  
Included observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.394873	0.107706	12.95072	0.0000
DS	-0.005463	0.001946	-2.807048	0.0086
IN	0.001162	0.013307	0.087292	0.9310
M2	1.12E-05	1.14E-05	0.975779	0.3367
PIB	-0.005768	0.004956	-1.163769	0.2534
R-squared	0.474604	Mean dependent var	0.984111	
Adjusted R-squared	0.406811	S.D. dependent var	0.077706	
S.E. of regression	0.059848	Akaike info criterion	-2.665775	
Sum squared resid	0.111035	Schwarz criterion	-2.445842	
Log likelihood	52.98395	Hannan-Quinn criter.	-2.589013	
F-statistic	7.000777	Durbin-Watson stat	0.665716	
Prob(F-statistic)	0.000389			

### المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10

- من خلال الجدول أعلاه يمكن صياغة العلاقة القياسية كما يلي:

$$TC = 1.34873 - 0.005463 DS + 0.001162 IN + 1.2E-05M2 - 0.005768 PIB$$

- من خلال النتائج المتوصل إليها نلاحظ:

- بالمسبة لمعامل DS المحصل عليها نجد أن اشارته سالبة وهو ما يدل على وجود علاقة عكسية بين المتغير المستقل حجم الديون السيادية والمتغير التابع أسعار الصرف وهذا يتوافق مع المنطق الاقتصادي حيث إذا تغير DS بوحدة واحدة فإن CT يتغير (-0.0054)، إذا المعامل DS له معنوية اقتصادية بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية خلال فترة الدراسة المحددة.
- بالمسبة لمعامل IN المحصل عليها نجد أن اشارته موجبة وهو ما يدل على وجود علاقة طردية بين المتغير المستقل معدل التضخم والمتغير التابع أسعار الصرف وهذا لا يتوافق مع المنطق الاقتصادي حيث إذا تغير IN بوحدة واحدة فإن CT يتغير (0.0011)، إذا المعامل IN ليس له معنوية اقتصادية بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية خلال فترة الدراسة المحددة.
- بالمسبة لمعامل M2 المحصل عليها نجد أن اشارته سالبة وهو ما يدل على وجود علاقة عكسية بين المتغير المستقل حجم الكتلة النقدية والمتغير التابع أسعار الصرف وهذا يتوافق مع المنطق الاقتصادي حيث إذا تغير M2 بوحدة واحدة فإن CT يتغير (-1.12E-05)، إذا المعامل M2 ليس له معنوية اقتصادية بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية خلال فترة الدراسة المحددة.
- بالمسبة لمعامل PIB المحصل عليها نجد أن اشارته سالبة وهو ما يدل على وجود علاقة عكسية بين المتغير المستقل معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي والمتغير التابع أسعار الصرف وهذا لا يتوافق مع المنطق الاقتصادي حيث إذا تغير PIB بوحدة واحدة فإن CT يتغير (0.0057)، إذا المعامل PIB ليس له معنوية اقتصادية بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية خلال فترة الدراسة المحددة.

## الجدول (4-24) معاملات النموذج

DW	T	F	R <sup>2*</sup>	R <sup>2</sup>	المقاييس الإحصائية
0.665	(C)12.95 (PIB)-1.16 (DS)-2.80 (IN)0.08 (M2)0.97	7.0007	0.4068	0.4746	النموذج

## المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10

معامل التحديد  $R^2$ : إن القيمة المحصل عليها لمعامل التحديد تقدر بـ 0.4746 أي أن المتغيرات المستقلة تفسر 47.46% من سعر الصرف خلال فترة الدراسة، مما يدل على وجود ارتباط أقل من المتوسط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة أما الباقي 52.54% تفسرها عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج وهي الخطأ العشوائي.

معامل التحديد التوفيقي المعدل:  $\bar{R}^2$ 

يفضل الإحصائيون استخدام هذا المؤشر لأن معامل التحديد مغلطا خصوصا عندما يزيد عدد المتغيرات، حيث يثير معامل التحديد التوفيقي أن النموذج يفسر سعر الصرف بنسبة 40.68%.

\_ اختبار معنويات معاملات ستودنت (T) :

الجدول رقم (4-25) معاملات ستودنت (T):

المتغيرات المفصلة	(T <sub>cal</sub> )	(T <sub>tab</sub> )	التفسير
C	12,95	2.039	له معنوية
PIB	-1,16	2.039	ليس له معنوية
DS	-2,80	2.039	ليس له معنوية
IN	0,08	2.039	ليس له معنوية
M2	0,665	2.039	ليس له معنوية

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10

- بالنسبة للمعامل الثابت (C) نلاحظ أن القيمة المحسوبة T<sub>cal</sub> (12.95) أكبر من القيمة الجدولة T<sub>tab</sub> (2.039) وبهذا نرفض فرضية العدم H<sub>0</sub> ، أي أن للمتغير معنوية إحصائية عند أدنى مستوى معنوية Poob=0.0000 مما يدل على أنه يمكن قبول الثابت في النموذج عند مستوى معنوية  $\alpha=0.05$ .
- بالنسبة للمعامل (DS) نلاحظ أن القيمة المحسوبة T<sub>cal</sub> (-2.80) أكبر (بالقيمة المطلقة) من القيمة الجدولة T<sub>tab</sub> (2.039) وبهذا نرفض الفرض العدم H<sub>0</sub> ، أي أن المتغير له معنوية إحصائية عند أدنى مستوى معنوية Poob=0.0086 مما يدل على أنه يمكن حذف حجم الديون السيادية في النموذج عند مستوى معنوية  $\alpha=0.05$ .
- بالنسبة للمعامل (IN) نلاحظ أن القيمة المحسوبة T<sub>cal</sub> (0.08) أقل من القيمة الجدولة T<sub>tab</sub> (2.039) وبهذا نقل الفرض العدم H<sub>0</sub> ، أي أن المتغير ليس له معنوية إحصائية عند أدنى مستوى معنوية Poob=0.93 مما يدل على أنه يمكن حذف معدل التضخم في النموذج عند مستوى معنوية  $\alpha=0.05$ .
- بالنسبة للمعامل (M2) نلاحظ أن القيمة المحسوبة T<sub>cal</sub> (0.97) أقل من القيمة الجدولة T<sub>tab</sub> (2.039) وبهذا نقبل الفرض العدم H<sub>0</sub> ، أي أن المتغير ليس له معنوية إحصائية عند أدنى مستوى معنوية Poob=0.336 مما يدل على أنه يمكن حذف حجم الكتلة النقدية في النموذج عند مستوى معنوية  $\alpha=0.05$ .
- بالنسبة للمعامل (PIB) نلاحظ أن القيمة المحسوبة T<sub>cal</sub> (-1.16) أقل من القيمة الجدولة T<sub>tab</sub> (2.039) وبهذا نقبل الفرض العدم H<sub>0</sub> ، أي أن المتغير ليس له معنوية إحصائية عند أدنى مستوى معنوية Poob=0.2534 مما يدل على أنه يمكن حذف نمو الناتج المحلي الاجمالي في النموذج عند مستوى معنوية  $\alpha=0.05$ .

من خلال النتائج المتوفرة يمكن القول أن متغيرات النموذج الذي تم اعتماده لم تكن ذات دلالة إحصائية في حالة العملة الأمريكية الدولار باستثناء حجم الديون السيادية.

الجدول رقم(4 - 26) نتائج تقدير النموذج لسعر الصرف اليورو خلال الفترة 2009 إلى 2016  
بعد حذف المغيرات غير المعنوية

Dependent Variable: CT  
Method: Least Squares  
Date: 12/01/20 Time: 10:53  
Sample: 2008Q1 2016Q4  
Included observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.422974	0.088422	16.09301	0.0000
DS	-0.004643	0.000929	-4.995197	0.0000
R-squared	0.423260	Mean dependent var	0.984111	
Adjusted R-squared	0.406297	S.D. dependent var	0.077706	
S.E. of regression	0.059874	Akaike info criterion	-2.739202	
Sum squared resid	0.121886	Schwarz criterion	-2.651229	
Log likelihood	51.30563	Hannan-Quinn criter.	-2.708497	
F-statistic	24.95200	Durbin-Watson stat	0.645589	
Prob(F-statistic)	0.000017			

المصدر: مخرجات برنامج eviews10

من خلال الجدول أعلاه يمكن صياغة العلاقة القياسية كما يلي:

$$TC = 1.422974 - 0.004643 DS$$

### ➤ التحليل الاحصائي:

من خلال نتائج التقدير يتضح أن حجم الديون السيادية المعلم الوحيد ذو دلالة معنوية أما بقية معالم النموذج ليست لها معنوية احصائية مما يدل على وجود علاقة بين المتغير التابع وحجم الديون السيادية فقط من خلال المقاييس التالية:

- تم تفسير العلاقة بين المتغير التابع أسعار الصر لليورو وحجم الديون السيادية بواسطة معامل التحديد المصحح بقيمة (0.42) ومنه نستنتج أن المتغيرات المستقلة تفسر 42% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع، أما النسبة الباقية فترجع إلى متغيرات غير مدرجة في النموذج.
- من خلال النموذج السابق نجد أن قيمة T ستيدونت تبين أن حجم الديون السيادية لها معنوية إحصائية وهي أقل من 0.05 أي أنها مقبولة ولها تأثير على النموذج.
- أما بالدراسة المعنوية الكلية للنموذج يمكن باستخدام نسبة التباين المفسر، إلى التباين غير المفسر، ويتبع هذا توزيع فيشر F،

نجد أن قية فيشر المحسوبة  $F_{cal} = 24.95$  أكبر من القيمة الجدولية  $F_{(1.31)} = (4.17)$  وعليه سنرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود على الأقل معامل غير معدوم وهذا ما يدل على وجود علاقة خطية معنوية بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة له ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

## \_ اختبار الارتباط الذاتي لاختفاء درين واتسن (DW):

من خلال تقديرات النموذج قيمة دارين واتسن المحسوبة تساوي 0.645، أما القيمة المجدولة مع أخذ بعين الاعتبار عدد المشاهدات 36 ووعده المتغيرات المستقلة 01 نجد قيم كلا من  $d_U$  و  $d_L$  على التوالي 1.52 و 1.41 حيث لاحظ من خلال الشكل أن قيمة درين واتسن تقع في منطقة الرفض، وهذا يعني أن النموذج يعاني من مشكل الارتباط الذاتي للأخطاء.

## \_ اختبار Breusch-Godfrey

## الجدول رقم (4-27) اختبار Breusch-Godfrey

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	1.718368	Prob. F(1,34)	0.1987
Obs*R-squared	1.731917	Prob. Chi-Square(1)	0.1882
Scaled explained SS	1.400953	Prob. Chi-Square(1)	0.2366

Test Equation:

## المصدر: مخرجات برنامج eviews10

من خلال القيمة  $p$  والتي تساوي  $Prob=0.1882$  أكبر من 0.05 نقبل الفرض العدم ونرفض الفرض البديل ومنه يمكن القول بأنه لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

## ➤ التحليل الاقتصادي:

تشير نتائج التقدير الواردة في النموذج السابق إلى أن متغيرات الأزمة العالمية المتمثلة في حجم الديون السيادية ومعدل نمو الناتج المحلي وحجم التضخم والكتلة النقدية على سعر صر العملة الأوروبية أما الفرنك السويسري خلال الفترة (2008 إلى 2016) لم تعطي دلالات إحصائية باستثناء حجم الديون السيادية وهو ما يتوافق مع الواقع الاقتصادي حيث لم تتأثر العملة الأمريكية بشكل كبير بالأزمة بلى استفادت منها في مقابل العملة الأوروبية (الجدول (4، 2) والشكل (4، 2).

الختامة

من الطبيعي أن تستدين الحكومات في النظام الاقتصادي الرأسمالي لتمويل الاستثمار والإنفاق العام، ومنذ الكساد الكبير في عشرينيات القرن الماضي والحكومات تقترض محليا ومن الخارج عبر اصدار سندات دين لتمويل المشروعات العامة، ومع نمو الاقتصاد وزيادة العائدات العامة من الضرائب والرسوم تتمكن الحكومات من تسديد ديونها، وتقليل العجز في الميزانية، لكن الدين الحكومي، وخصوصا إذا كان دينا سياديا، يصبح مشكلة حين تزيد نسبته من الناتج المحلي الإجمالي عن النصف ويبدو عجز الميزانية في ازدياد ودون أفق لتحسن عائدات الدولة.

وهذا ما حدث في العقود الثلاثة الأخيرة، وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، إذ أن الحكومات توسعت في الإقتراض ولم تعبأ كثيرا بمستويات الدين السيادي الخطرة مع توقع استمرار التحسن الاقتصادي، ومع الأزمة المالية التي ضربت العالم عام 2007، انفجرت فقاعة مالية هائلة هزت أسس الاقتصاد الرأسمالي ككل.

وكان لانهايار مصارف كبرى وانكشاف أخرى على ديون معدومة هائلة أثر سلبي بعيد المدى على الوضع المالي العالمي ككل، لكن الضرر الأكبر كان في الاقتصادات التي توسعت في القطاع المالي وتحديدًا أمريكا وأوروبا الغربية، حينما تم التلاعب في النظام المصرفي، وحرف التمويل عن هدفه الحقيقي ليصبح جزءا من عملية المضاربة والربح فقط بدون الإنتاج، فلم يعد القطاع المصرفي والمالي أداة ووسيلة ضمن النشاط الاقتصادي الأوسع فحسب، بل أصبح نشاطا مستهدفا بحد ذاته، لذا عندما دخل القطاع في أزمة تأثرت ماليات الحكومات وميزانيات الدول في الاقتصادات الرئيسية. وبسبب الاستدانة وسياسات التيسير الكمي وضخ النقود دخلت الدول في أزمة الديون السيادية التي أثرت على كل الجوانب الاقتصادية والمالية وأدت إلى تدهور الأوضاع الاقتصادية في العديد من الدول المتقدمة، كما أثرت بشكل مباشر على العملة الأوروبية الموحدة والدولار الأمريكي وبرز ذلك من خلال سوق الصرف وتأثر قيمة العملة على المستوى الدولي بلى دخل الشك في إمكانية استمرار اليورو كعملة، وبدأ التوجه والتفكير من أجل خلق عملة ارتكازية بديلة للدولار وإدخال اليوان الصيني سلة العملات الدولية والتوجه للعملات الالكترونية كبديل عن العملات الإرتكازية.

ومن هنا حاولنا توضيح حجم أزمة الديون السيادية في الدول المتقدمة ومدى تأثيرها على أسعار صرف العملات الأهم عالميا اليورو والدولار.

وقد أحطنا بجوانب الإشكالية من خلال التعرف على الإطار النظري للديون الخارجية، من حيث قمنا في البداية بتحديد مفهوم التمويل الدولي الذي يعد مصدرا أساسيا للحصول على الأموال الخارجية (القروض الخارجية) والتي قد تتحول إلى أزمة مديونية في حال عدم الالتزام بها، وفي حال كانت هذه القروض بالعملة الصعبة وعلى مستوى الأسواق

المالية العالمية فإننا نتحدث عن أزمة ديون سيادية تتداخل فيها المؤشرات وطرق القياس ومؤسسات التصنيف الائتماني وطرق المعالجة، وهو ما جاء ضمن الفصل الأول من الدراسة.

وهذا ما برز مع نهاية عام 2009 في الدول المتقدمة وتحديدًا الدول الأوروبية حيث بلغت الإحصائيات المتعلقة بحجم الديون السيادي أرقامًا قياسية خصوصًا في اليونان وإسبانيا وإيطاليا والبرتغال وارتفع الدين إلى الناتج المحلي بما يفوق ما حددته معاهدة ماستراخت ودخل الاقتصاد الأوربي مرحلة التدهور وهو ما تبين من خلال تدني معدلات النمو وارتفاع معدلات البطالة و تضخم العملة الأوروبية وهدد بتفكك أهم تكتل اقتصادي في العالم رغم كل الجهود التي تم بذلها من البنك الدولي و صندوق النقد الدولي والمفوضية الأوروبية، ولم يقتصر ارتفاع حجم الديون السيادية على القارة الأوروبية فحسب، فالولايات المتحدة الأمريكية واليابان وبريطانيا ارتفعت فيها الأرقام بشكل كبير تفوق 120% ما شكل ولا يزال قبلة موقوتة في وجه الاقتصاد العالمي. وهو ما جاء ضمن الفصل الثاني من الدراسة.

كما تم التطرق في الفصل الثالث إلى أسعار الصرف بكامل جوانبها الأنواع والنظم والتطور التاريخي، الذي يشتمل على مختلف المراحل والمحطات التي مر بها والعوامل المتحركة فيه وتحليل الأزمات المالية (أزمات الصرف) خلال التسعينات إلى غاية الأزمة المالية العالمية الحالية، ومن جهة أخرى تناولنا العملات الإرتكازية الدولية باعتبارها محور الدراسة من خلال تحديد خصائصها ووظائفها وأهم العملات الإرتكازية في العالم الدولار الأمريكي واليورو الأوربي والجنيه الإسترليني البريطاني والفرنك السويسري والعوامل المتحركة في أسعارها.

وفي الأخير تم خلال الفصل الرابع والمتمثل في الدراسة التحليلية والقياسية، إظهار تأثير أزمة الديون السيادية على أسعار صرف اليورو والدلال من خلال قراءة في سعر صرف اليورو بشكل خاص والدولار أمام عدد من العملات الأخرى، أما من الناحية القياسية فقد تم تحديد أهم معالم الأزمة وتأثيرها على أسعار صرف أهم عملتين ارتكازيتين في الاقتصاد العالمي الأورو والدولار.

**نتائج الدراسة: يمكن تقسيم نتائج الدراسة إلى قسمين أساسيين هما:**

✓ **نتائج القسم النظري:** ومن أهم نتائج هذا القسم نذكر ما يلي:

1. حجم الديون السيادية التي يعاني منها أهم الاقتصادات العالمية المتقدمة وبالتحديد الدول الأوروبية والولايات المتحدة الأمريكية بلغ أرقامًا قياسية وغير مسبوقه يستحيل إعادة تسديدها وهو ما أعلنته العديد من الدول خصوصًا اليونان تشكل تهديدًا كبيرًا على الاقتصاد العالمي وتنذر بأزمة عالمية قد تكون غير مسبوقه.
2. لم يعد الاستثمار في أذونات الخزانة أو سندات الحكومية في الدول المتقدمة آمن بشكل كامل حيث أثبتت الأزمة عدم قدرت الدول علا الوفاء بالالتزاماتها مثل اليونان وإيطاليا وإسبانيا دون اللجوء إلى المساعدات من الهيئات الدولية.



3. خلقت الأزمة في منطقة اليورو آثارا كبيرة على جميع جوانب الاقتصاد وهددت بإهتبار أكبر تكتل نقدي واقتصادي عالمي حيث كان سيناريو تفكك أو إعادة تشكيل منطقة اليورو السيناريو الأقرب في مرحلة اشتداد الأزمة.
4. الفساد الإداري وسوء التسير المالي يعتبر النقطة المحورية في خلق الأزمات المالية والاقتصادية وهو ما برز من خلال الحالة اليونانية والإيطالية وارتفاع نسب الرشاوي والاختلاسات.
5. الفارق الكبير بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي حيث أن حجم المعاملات المالية يمثل أضعاف ما يتم انتاجه من سلع وخدمات وكل ذلك بالاعتماد على أسعار الفائدة من أجل تحقيق الأرباح، وهو ما أدى إلى عدم استخدام الاموال المستدانة في خلق الإنتاج وتحقيق العائد وبالتالي عدم القدرة على تسديد أقال الدين والفوائد والدخول في الازمات.
6. ضرورة إعادة دراسة شكل وشروط نجاح التكتلات الاقتصادية وخصوصا ضرورة ترابط التكامل المالي مع النقدي من أجل تجنب الصدمات الاقتصادية والمالية وهو ما يظهر من خلال اختلاف الحالة بين دول منطقة اليورو والولايات المتحدة الأمريكية.
7. العملات الإرتكازية تكون أكثر قدرة على مقاومة الأزمات المالية فأزمة المديونية في التسعينيات أدت إلى انهيار عملات في الدول النامية، عكس الدول المتقدمة التي تمكنت ولو بشكل مؤقت ومكلف من تجنب انهيار عملاتها الإرتكازية.
8. أسعار صرف العملات الإرتكازية تتأثر بنفس العوامل الاقتصادية التي تتأثر بها العملات المحلية إلا أن درجة التأثير تختلف بين الحالتين العملة الإرتكازية والعملة المحلية.
9. رغم الإجراءات المتخذة من الحكومات والمؤسسات الدولية لا تزال الازمة أو حجم الديون السيادية يهدد الاقتصاد العالمي، ما لم يتم وضع خطط وآليات واضحة للتنبؤ بالأزمات وطرق معالجتها أو تجنب آثارها الكارثية.
10. ضرورة إعادة صياغة المعاهدات المالية والاقتصادية في منطقة اليورو وبالتحديد معاهدة ماستراخت التي لم تنجح في ضبط الأوضاع المالية ضمن الدول الأعضاء.
11. تعتبر الازمة درسا مهم يجب دراسته من أجل الدخول في تكتلات اقتصادية أو مالية بين دول مختلفة في الهيل والقوة الاقتصادية
12. استقلالية البنك المركزي في الدول وقدرته على مواجهة الأزمات بالمقارنة مع البنك المركزي الموحد في حالة الوحدة النقدية.
13. تتأثر أسعار الصرف وتحديدًا للعملات الإرتكازية بالأزمات المالية وتحديدًا أزمة المديونية بشكل كبير ومباشر.

✓ نتائج القسم التطبيقي: ومن أهم نتائج هذا القسم نذكر ما يلي:

1. من خلال النموذج المطبق الجدول رقم (4 - 19) أثبت تأثير الأزمة بشكل كبير على أسعار صرف العملة الأوربية الموحدة اليورو مقابل الفرنك السويسري العملة الأساس فالنموذج فسر التأثير بـ 0.90 وهي قريبة من الواحد، أي أن المتغيرات المستقلة المعبرة عن الأزمة كان لها تأثير مباشر وقوي على أسعار صرف اليورو، وهو ما يثبت صحة الفرضية الأول بالنسبة لليورو أما الجدولين رقم (4 - 23) و (4 - 26) يوضحان عدم تأثير متغيرات الأزمة على الدولار الأمريكي وهو ما يثبت عدم صحة الفرضية الأولى بالنسبة للدولار الأمريكي.

2. من خلال النموذج المطبق وتحديدا الجدول رقم (4 - 19) نجد أن القيمة الاحتمالية لحجم الديون السيادية تساوي (0.000) وبالنسبة للجدول (4 - 26) تساوي (0.000) والنتيجتين أقل من مستوى المعنوية (0.005) بمعنى أن القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية، وهنا نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة والتي تؤكد وجود أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى معنوية  $\alpha=0.05$  لحجم الديون السيادية على أسعار صر اليورو والدولار خلال فترة الدراسة وهو يثبت عدم صحة الفرضية الثانية.

3. من خلال النموذج تبين عدم وجود أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى معنوية  $\alpha=0.05$  لمعدل نمو الناتج المحلي الاجمالي على أسعار صر اليورو والدولار خلال فترة الدراسة وهو يثبت صحة الفرضية الثالثة.

4. من خلال النموذج المطبق الجدول رقم (4 - 19) نجد أن القيمة الاحتمالية لمعدل التضخم تساوي (0.001) والنتيجة أقل من مستوى المعنوية (0.005) بمعنى أن القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية، وهنا نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة والتي تؤكد وجود أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى معنوية  $\alpha=0.05$  لمعدل التضخم على أسعار صر اليورو خلال فترة الدراسة وهو يثبت عدم صحة الفرضية الرابعة بالنسبة لليورو، أما الجدولين رقم (4 - 23) و (4 - 26) يوضحان عدم تأثير معدل التضخم على الدولار الأمريكي وهو ما يثبت صحة الفرضية الرابعة بالنسبة للدولار الأمريكي.

5. من خلال النموذج المطبق الجدول رقم (4 - 19) نجد أن القيمة الاحتمالية لحجم الكتلة النقدية تساوي (0.000) والنتيجة أقل من مستوى المعنوية (0.005) بمعنى أن القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية، وهنا نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة والتي تؤكد وجود أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى معنوية  $\alpha=0.05$  لحجم الكتلة النقدية على أسعار صر اليورو خلال فترة الدراسة وهو يثبت عدم صحة الفرضية الخامسة بالنسبة لليورو، أما الجدولين رقم (4 - 23) و (4 - 26) يوضحان عدم تأثير حجم الكتلة النقدية على الدولار الأمريكي وهو ما يثبت صحة الفرضية الخامسة بالنسبة للدولار الأمريكي.

**التوصيات:** منة خلال الدراسة النظرية والتطبيقية نقترح مايلي:

- تكرر الأزمات وتجددها ضمن النظام الرأسمالي يستوجب على الدول المتقدمة وضع أسس واضحة مستفيدة من دروس الماضي لتجنب تكرارها أو إعادة دراسة النظام الرأسمالي ضمن الواقع الحالي.
- الديون السيادية في الدول المتقدمة قبله موقوتة ومن الضروري إعادة بناء مؤشرات قياسها ومدى خطرها على الاقتصاد بشكل أكثر صرامة ودقة.
- بالنسبة لدول منطقة اليورو وجود وحدة مالية (حكومة مالية) يعتبر أمرا ضروريا لاستقرار العملة الأوربية أمام أي نوع من الأزمات مثل ما هو بالنسبة للعملة الأمريكية الدولار.
- ضرورة خلق عملات موازية أو بديلة للدولار واليورو كعملات إرتكازية مما يجنب الاقتصاد العالمي وتحديد المتقدم خطر تأثر هذه العملات بالأزمات المتكررة.
- يؤكد تكرار الأزمات أن المشكل الأساس في الاقتصاد هو التعامل بالربا (أسعار الفائدة) وبالبديل في الاقتصاد الإسلامي.
- الاستغلال الأمثل للديون وتحديد في الاقتصاد الحقيقي وخلق الإضافة هو الحل الوحيد الكفيل بتجنب الوقوع في أزمة الديون السيادية.

#### آفاق الدراسة

رغم الصعوبات التي واجهتنا في إعداد هذا البحث من نقص المراجع وتضارب الإحصائيات وعدم دقتها، وصولا إلى كثرة المصطلحات والجوانب المتعددة التي يتناولها الموضوع، فإن هذا البحث لا يخلو من العيوب والنقص الذي يشوب جميع البحوث الأكاديمية لكنه يفتح النقاش لدراسة مواضيع متعددة تستكمل جوانب هذا الموضوع، لذلك نقترح بعض المواضيع التي نراها جديرة بالبحث وأن تكون محل إشكالية لمواضيع وأبحاث أخرى:

- ✓ أثر أزمة الديون السيادية على التكتلات الاقتصادية \_ حالة الاتحاد الأوربي \_
- ✓ التكامل المالي كضرورة لإنجاح التكامل النقدي.
- ✓ العملات الإرتكازية وتأثيرها على الاقتصاد العالمي والبدائل الممكنة.
- ✓ أثر انعدام الاستقلالية المالية على التحكم في قيمة العملة ضمن التكتلات النقدية.
- ✓ أثر حجم الديون السيادية على الأسواق المالية العالمية
- ✓ مؤسسات التصنيف الائتماني.

المراجع

## المراجع باللغة العربية:

## أولاً: الكتب عربية:

1. أحمد النجار، مكانة اليورو الدولية في مواجهة الدولار، مجلة السياسة الدولية، العدد 142، مطابع الأهرام، مصر، 2000.
2. أمين رشيد كنون، الاقتصاد الدولي، مطبعة الجامعة ببغداد، الطبعة الأولى، 1980.
3. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة السادسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
4. السيد عليوة، إدارة الأزمات والكوارث-مخاطر العوامة والإرهاب الدولي، مركز القرار للاستشارات، الطبعة 3، القاهرة، 2004.
5. الطاهر قانة، اقتصاديات صرف النقود والعملات، دار الخلدونية، الجزائر، 2009.
6. بسام الحجار، العلاقات الاقتصادية الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2003 .
7. بخزار يعدل فريدة، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003 .
8. بن ناصر محمد، محاضرات في مقياس الازمات المالية، مطبوعة غير منشورة جامعة أكلي محمد جامعة البويرة 2015/2016.
9. جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الطبعة الأولى، 2002.
10. جون هاد سون، مارك هرندر، ترجمة طه عبد الله، منصور محمد عبد الصبور محمد علي ، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 1983.
11. جون كينيث جالبريت، ترجمة أحمد فؤاد بلبع، مراجعة إسماعيل صبري عبد الله، تاريخ الفكر الاقتصادي الماضي صورة الحاضر، عالم المعرفة سلسلة كتب ثقافية يصدرها المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، العدد 261، سبتمبر 2000.
12. حمزة محمود الزبيدي، إدارة الائتمان المصرفي والتحليل الائتماني، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2000 .
13. حشاد نبيل، الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي (من الفكرة إلى اليورو)، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 55، الكويت، 1998.
14. حميدات محمد، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
15. حيدر نعمة بخيت، سياسات الاستقرار الاقتصادي في مصر والصين والولايات المتحدة الأمريكية، دار آمنه لنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2014.
16. خلف حسن، العوامة الاقتصادية، عالم الكتاب الحديث، عمان، الأردن، 2010.
17. خليل حسن، النظام العالمي الجديد والمتغيرات الدولية، دار المنهل، لبنان، 2009.
18. خضيرات عمر، الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية الراهنة 2008 وموقف الاقتصاد الإسلامي منها، جامعة البلقاء التطبيقية.
19. رمزي زكي، الديون والتنمية، دار المستقبل العربي، مصر، 1985.
20. رفعت المحجوب، المالية العامة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 1979 .
21. رمزي زكي، التاريخ النقدي للتخلف، سلسلة عالم المعرفة، العدد 118، الكويت، 1987.
22. رشاد العصار، عليان الشريف، المالية الدولية، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، 2000 .
23. زينب حسين عوض الله، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2008 .
24. سالم رشيد سيد، إدارة التمويل الدولي (أسسه ونظرياته)، دار الراية لنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
25. سمير محمد عبد العزيز، التكتلات الاقتصادية الإقليمية في إطار العوامة، مطبعة الإشعاع، مصر، 2001.

26. سيبول هالون و رونالد ماكدونالد، النقود والتمويل الدولي، تعريب: محمود حسن حسني، مراجعة: د. ونيس فرح عبد العالي، دار المريخ للنشر الرياض، المملكة العربية السعودية، الطبعة الإنجليزية سنة 2007 .
27. سعود جايد مشكور العامري، المالية الدولية (نظرية وتطبيق) دار زهران للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2008 .
28. سامي عفيف حاتم، دراسات في الاقتصاد الدولي، الدار المصرية، اللبنانية، القاهرة، مصر، 2000.
29. سالقاتور دومينيك، الاقتصاد الدولي، دار ماكجروهيل للنشر، القاهرة، 1975 .
30. شكري ماهر كنج، المالية الدولية (العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظري والتطبيقي)، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
31. شاعر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة 2، 1992 .
32. صقر احمد صقر، النظرية الاقتصادية الكلية، وكالة المطبوعات، الكويت، 1983 .
33. صبحي تادريس قريصة، مدحت محمد العقاد، النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية للطباعة و النشر، بيروت 1983 .
34. ضياء مجيد الموسوي، النظام النقدي الدولي، المؤسسة الجزائرية للطباعة، 1987.
35. طارق الله خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر (تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية) ، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، 2003.
36. طلال أبو غزالة، رمزي زكي، الارصدة والمديونية العربية للخارج، مكتبة الفكر العربي، الاردن، 1987.
37. طاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، مرجع سابق، 2003.
38. عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1999.
39. على عبد الفتاح أبو شرارة، الاقتصاد الدولي (نظريات وسياسات)، دار المسير، عمان، الطبعة الأولى، 2007.
40. علي القزويني، التكامل الاقتصادي الدولي والإقليمي في ظل العولمة، منشورات الدراسات العليا، ليبيا، 2004.
41. عبد المطلب عبد الحميد، النظام الاقتصادي العالمي الجديد وآفاقه المستقبلية بعد أحداث 11 سبتمبر، مجموعة النيل العربية، مصر، 2003.
42. علي عبد الفتاح أبو شرار، الاقتصاد الدولي نظريات وسياسات، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
43. عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات المشاركة الدولية من التكتلات الاقتصادية حتى الكوز، الدار الجامعية، مصر، 2006.
44. عادل أحمد حشيش، مجدي محمود شهاب، أساسيات الاقتصاد الدولي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2003 .
45. عماد صلاح سالم، إدارة لزامات في بورصة الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبوضبي للطباعة والنشر، 2002.
46. عبد القادر محمد عبد القادر عطية، السيدة مصطفى إبراهيم، إيمان محب ذكي، قضايا اقتصادية معاصرة، الإسكندرية، الناشر قسم الاقتصاد ، 2005.
47. عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة و الأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري الأمريكية) - الدار الجامعية ، الاسكندرية، 2009.
48. عبد المطلب عبد الحميد، النظام النقدي الجديد وآفاقه المستقبلية بعد أحداث 11 سبتمبر، مجموعة النيل العربي، القاهرة ، مصر، 2003.

49. عبد المطلب عبد المجيد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية للنشر، 2005.
50. عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الحديث في الاقتصاد القياسي، الدار الجامعية، مصر، 2005 .
51. عطون مروان، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال) أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعي.
52. عبد المجيد قدي ، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005 .
53. عبد المجيد قدي المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية (دراسة تحليلية تقييمية)، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003.
54. غازي عبد الرزاق النقاش، التمويل الدولي و العمليات المصرفية الدولية، دار وائل للنشر، عمان، 1996 .
55. فريد النجار، اليورو العملة الأوروبية الموحدة، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2004.
56. فاطمة الزهراء خبازي، النظام النقدي الدولي والمنافسة بين أورو . دولار، دار اليازوري، عمان، 2013.
57. فليح حسن خلف، التمويل الدولي، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ، عمان الطبعة الأولى، 2004.
58. فؤاد هاشم عوض، التجارة الخارجية والدخل القومي، دار النهضة العربية، القاهرة، 1975 .
59. كريات سلامة عيسى شطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية ( من منظور الاقتصاد الإسلامي)، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى ، 2009 .
60. كامل البكري، الاقتصاد الدولي (التجارة الخارجية والتمويل)، الدار الجامعية، مصر، 2001 .
61. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، الطبعة الثانية، منشأ المعارف، الإسكندرية، مصر، 2004 .
62. محسن أحمد الخضيرى، إدارة الأزمات، مكتبة مدبولي، الطبعة الثانية، مصر.
63. مغاوري شلي علي، اليورو والآثار على اقتصاديات البلدان العربية والعالم، مكتبة زهراء الشرق، مصر، 2000.
64. مردخاي كريانين، ترجمة محمد ابراهيم منصور، على مسعود عطية، الاقتصاد الدولي مدخل السياسات، دار المريخ، السعودية، 2007.
65. مجدي محمود شهاب، الوحدة النقدية الأوروبية الإشكاليات والآثار المحتملة على المنطقة العربية، الإسكندرية، مصر، الدار الجامعية.
66. محمد بن علي العقلا، مشكلة الديون الخارجية للدول الإسلامية وآثارها، مؤسسة شهاب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999.
67. محمود حميدات، أسامة الفولي، مبادئ الاقتصاد النقدي، دار الجامعة الجديدة، مصر.
68. مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1997.
69. محسن الخضيرى، اليورو الإطار الشامل والكامل للعملة الأوروبية الموحدة، مجموعة النيل العربية، مصر، 2002.
70. محمد العربي ساكر، محاضرات في الاقتصاد الكلي، دار الفجر للنشر، طبعة الأولى، 2006.
71. مجدي محمود شهاب، الاقتصاد الدولي، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 1996
72. موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى و ياسر المومني، التمويل الدولي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2008.
73. محمد دويدار، أسامة الفولي، مبادئ الاقتصاد النقدي، جامعة الإسكندرية، 2003.
74. مجدي محمود شهاب، الوحدة النقدية الأوروبية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1998.
75. محمد العربي ساكر، محاضرات في الاقتصاد الكلي، دار الفجر للنشر والتوزيع، 2006، القاهرة.

76. نبيل حشاد، العولة ومستقبل اقتصادية العربي الفرص والتحديات، دار ابيجي لنشر، مصر، 2006.
77. نعيم ابراهيم الظاهر، إدارة ازمات، عالم الكتب الحديث وجدارا للكتاب العالمي، 2009
78. هيثم صاحب عجم، علي محمد سعود، فح المديونية الخارجية (للدول النامية)، دار ومكتبة الكندي لنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2014.
79. هيثم صاحب عجم، وسعود علي، التمويل الدولي، دار الكندي للطباعة والنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2002.
80. هاشم حيدر، السيولة النقدية الدولية والبلدان النامية، الأهلية للنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 1977
81. وليد الصافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، الطبعة الأولى، 2009.
82. وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، دار المنهل، لبنان، 2003.
83. وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي (قضايا نقدية ومالية)، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2001.
84. وصفي عبد الكريم كسابسة، علي فلاح المناصير، ازمة المالية العالمية حقيقتها.. أسبابها.. تداعياتها.. سبل معالجتها، جامعة الزرقاء الخاصة، 2009.

#### ثانيا: الملتقيات والندوات والتظاهرات العلمية.

1. أنس علي القداح، **The U.S.'s Debt Ceiling Crisis And Budget Constraints Is October always Black in American**، بحث مقدم لمؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، يومي 5 و6 ماي 2014، أكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، الأردن.
2. الجوزي جميلة، "أسباب ازمة المالية وجذورها"، المؤتمر الدولي حول: "الازمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الإقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 مارس 2009.
3. الطاهر هارون، أزمة منطقة اليورو وأثرها على مستقبل اتحاد الأوروبي، ملتقى الدولي حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي الواد، 26 فيفري 2011.
4. بلعزوز بن علي، مداني أحمد، التصنيف الإئتماني بين مسبب للأزمة المالية العالمية والبحث عن مخرج لها دراسة وضعية وشرعية، مقدمة للمؤتمر الدولي الرابع بالكويت حول: " الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي "، أيام 15 . 16 . 2010.
5. جاسم المناعي، الأزمة الاقتصادية الآسيوية (محاولة تشخيص)، المؤتمر الرابع لأسواق المال العربية، بيروت - الجمهورية اللبنانية، 8 ماي 1998.
- [http://www.amf.org.ae/sites/default/files/Research%20and%20Studies/Articles%20and%20Speeches/ar/ASIAN\\_ECO\\_CRISIS\\_BEIRUT.pdf](http://www.amf.org.ae/sites/default/files/Research%20and%20Studies/Articles%20and%20Speeches/ar/ASIAN_ECO_CRISIS_BEIRUT.pdf)
6. حيدر نعمة الفريجي، أثر تقلب صرف اليورو في المخاطر المصرفية دراسة تحليلية، ملتقى الدولي: اليورو اقتصاديات الدول العربية فرص وتحديات، جامعة الاغواط 2018 أبريل 2005.
7. زهية كواش، فتحة بحاح، ازمة المالية وعلاقتها بسع الفائدة، الملتقى الدولي الثانيا لالزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية أيام 5 و6 ماي 2009، المركز الجامعي خميس مليانة.
8. صرامة عبد الواحد، دور الأورو في التجارة الدولية، ملتقى الدولي اليورو اقتصاديات الدول العربية فرص وتحديات، جامعة الاغواط 20/18 أبريل 2005.



9. علي توفيق الصادق، "تطور دور الدولة في التنمية أثناء وبعد الأزمة المالية العالمية"، المؤتمر العلمي العاشر: الإقتصاديات العربية والتطورات ما بعد الأزمة الإقتصادية العالمية"، بيروت، لبنان، 19-20 ديسمبر 2009.
10. فريد عبد الفتاح فرح، البنك المركزي الاوربية واشكالية رسم السياسة النقدية في دول منطقة اليورو، الملتقى الدولي حول اليورو وأثره على الدول العربية (فرص وتحديات) ، جامعة عمار تليجي، الأغواط، 18-20 أبريل 2005.
11. محمد خالد أبو الفحيم، محددات الجدارة الائتمانية للسلطة الوطنية الفلسطينية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول للـ استثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية، في الفترة من 8 إلى 9 ماي 2005، الرابط

[iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/10/ghg1.pdf](http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/10/ghg1.pdf)

12. محمد ابراهيم الخطيب، الازمة المالية المعاصرة أسباب وعلاج، المؤتمر العالمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية من منظور اقتصادي اسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، عمان، الأردن، 21 ديسمبر 2010.
13. مفتاح صالح، الاتحاد النقدي الأوربي وتأثيره الاقتصادي، الملتقى الدولي حول اليورو واقتصاديات الدول العربية، جامعة الأغواط 2005.

#### رابعاً: المجلات والدوريات والمطبوعات:

1. أياد حماد عبد، أزمة المديونية للبلدان النامية أسبابها وسبل معالجتها، مجلة نبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد الثاني، العراق، 2008.
2. أحمد منير النجار، محاولات انقاذ اليونان إلى أين، مجلة اتحاد مصارف الكويت، جويلية 2012، العدد 98.
3. إبراهيم السقا، الصين تخفض التصنيف الائتماني لأمريكا، مجلة الاقتصادية الإلكترونية، السعودية، 2017/12/12.
- [http://www.aleqt.com/2013/10/21/article\\_794252.html](http://www.aleqt.com/2013/10/21/article_794252.html)
4. إبراهيم محمد، هل أفلست سياسات التقشف في منطقة اليورو وأميركا؟، مجلة اتحاد المصارف العربية، جويلية 2012.
5. أحمد طلفاح ، الأزمات المالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت.
6. المعهد العربي للتخطيط، إدارة الديون الخارجية، مجلة جسر التنمية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، الكويت، العدد الثلاثون، 2004.
7. الغرفة التجارية الصناعية الرياض، الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوربية، مركز البحوث والدراسات، إصدار سنوي، العدد 19، 2011.
8. بلقاسم العباس، ادارة الديون الخارجية، جسر التنمية سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 30، جويلية 2004، المعهد العربي لتخطيط الكويت.
9. بلقاسم العباس، سياسات أسعار الصرف، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 23، نوفمبر 2003.
10. بيجان ب. أجيفلي ، الأزمة الآسيوية الأسباب والعلاج، مجلة التمويل والتنمية، جوان 1999، العدد 2 .
11. بودري الشريف، مستقبل الدولار الأمريكي كعملة دولية في ظل التوجه للعملات الأخرى، مجلة الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية العدد - 13 جانفي . 2015 . <https://www.fxcm.com/insights/chf-the-swiss-franc/>
12. تشارلز وبيولوسز، أروع أوقات اليورو، مجلة التنمية والتمويل، المجلد 46، العدد 02، يونيو 2009.
13. جليل شيعان ضمّد، صقف الدين الأمريكي والنظام العالمي، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 32 المجلد 8 نيسان 2013.

14. جورج تافلاس، الاستخدام الدولي للعملات الدولار الأمريكي واليورو، مجلة التمويل والتنمية، العدد 2، جوان 1998.
15. جدوى الاستثمار، أزمة اليورو وتداعياتها على السعودية، ماي 2010، ص 4.
16. ديزموند لاكمان، اسبانيا تخدع نفسها، مركز أمريكي انتر برايز، 28 يونيو 2010.
17. دونالد ماشيسون، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، مجلة التمويل والتنمية، جوان 1999، العدد 2.
18. رضوان العامر، حسين قصري، دراسة مقارنة لنماذج الجدارة الائتمانية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد 37 العدد (2)، 2012.
19. رايس حدة، الآثار الاقتصادية لأزمة العقود العقارية ب. الو. م. أ، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 16، 2009.
20. رباح أريزكي وماركز بروكتر، الديون والديمقراطية، مجلة التنمية والتمويل الدولي، يونيو 2010، العدد 2، المجلد 47.
21. رضا الشكندالي، الاقتصاد التونسي بين تداعيات الأزمة الأوروبية ومتطلبات النمو، مجلة المغرب الموحد، العدد الثامن، 1 سبتمبر 2010.
22. سليم كاطع علي، مقومات القوة الأمريكية وأثرها في النظام الدولي، مجلة دراسات دولية، العراق، 2009، العدد الثاني والأربعون.
23. ستانلي فيشر، "الأزمة الآسيوية والدور المتغير لصندوق النقد الدولي"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، 02 العدد 1998.
24. صالح فلاح، نظام النقد الدولي ومعضلة الدول الفقيرة، مجلة اتحاد الجامعات العربية للعلوم التطبيقية، المجلد الأول، العدد الثالث، سبتمبر 1999.
25. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، الدين العام والقراض العام وأثرهما على الرفاه، مجلة جامعة الملك عبد العزيز (الاقتصاد الإسلامي)، م 8، 1996.
26. عباس بلفاطمي، هل يشكل مجلس التعاون لدول الخليج العربي منطقة عملة مثلى، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسير، جامعة فرحات عباس، 2011، العدد 10.
27. عدنان أحمد يوسف، التجربة الاسبانية والاستقرار العالمي، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد 380، جويلية 2012.
28. فاروق محمود الحمد، الوحدة النقدية الأوروبية واليورو، النشأة، والتطور، والآثار، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 61، الكويت، 2000.
29. قحطان عبد السعيد، الأزمة المالية الآسيوية 1997.. الأزمة المالية الالهية 2008، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الحادي والعشرون، 2009.
30. مجلة الاداري، العملة الأوروبية الموحدة في أدنى مستوى منذ عامين، تاريخ الاطلاع، 2012/08/12  
<http://www.alidarimagazine.com/article.php?categoryID=32&articleID=1275>
31. مفتاح صالح، مالية الدولية، مطبوعة غير منشورة، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2004.
32. محمد عبد الحليم عمر، الدين العام (المفاهيم، المؤشرات، الآثار)، جامعة الأزهر مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، مصر، 2003.
33. معهد الدراسات التوعوية الكويت، اضاءات مالية ومصرفية، التصنيفات الائتمانية، نوفمبر 2010 العدد الرابع.

34. معهد الدراسات التوعوية الكويت، اضاءات مالية ومصرفية، مرجع سابق.  
[http://www.kibs.edu.kw/upload/CreditRatings\\_375.pdf](http://www.kibs.edu.kw/upload/CreditRatings_375.pdf)
35. مداني أحمد، دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الازمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 10 - جوان 2013.
36. معهد التخطيط القومي، تطوير أساليب وقواعد المعلومات في إدارة الأزمات المهتدة لا طرد التنمية-المرحلة الأولى، القاهرة، سلسلة قضايا التخطيط والتنمية رقم 105، 1996.
37. مصطفى كامل، العملة الأوروبية الموحدة وانعكاساتها على المصارف العربية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 24، 2009.
38. محمد جميل الشبشير، أيرلندا النمر الاقتصادي الأوري يخفت نجمه في سماء النموالاقتصادي، مجلة اتحاد مصارف الكويت، أوت 2011، العدد 93.
39. مارتن وولف، منطقة " اليورو: أضعف .. لن تصمد، مجلة اتحاد المصارف العربية، عدد 380، جويلية 2012.
40. مصطفى بابكر، سياسات سعر الصرف، المعهد العربي للتخطيط، الكويت.
41. لورا إ. كودريس، أسواق العملات الأجنبية الهيكل والمخاطر المرتبطة بالنظام، مجلة التمويل والتنمية، العدد 04، 1996.
42. هورست أونجر، أوروبا تسعى إلى الوحدة النقدية، مجلة التمويل والتنمية، العدد 04، ديسمبر 1990
- ثالثا: مذكرات الماجستير وأطروحات الدكتوراة:
1. بلحشر عائشة، سعر الصرف الحقيقي التوازني، أطروحة دكتوراة غير منشورة، جامعة تلمسان، 2014/2013.
2. بشرى عاشور الخزرجي، الاقتصاديات النامية بين الازمات المالية وتحديات الإصلاح النقدي، أطروحة دكتوراة فلسفة الاقتصاد، جامعة بغداد كلية الاقتصاد، 2008.
3. قحايرية آمال، الوحدة النقدية الأوروبية (الاشكاليات والاثار على المديونية لدول الجنوبية)، أطروحة دكتوراة غير منشورة، جامعة الجزائر 2006/2005.
4. نادية العقون، العولة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج " دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة دكتوراة غير منشورة، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2012 - 2013.
- خامسا: التقارير ونشرات المؤسسات:
1. البنك الدولي وصندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية المعدلة لإدارة الدين العام، أعدها خبراء البنك الدولي وصندوق النقد الدولي، اعتمدها جيفري دي. لويس وخوسيه فينالس مارس 2014، ص 4.  
[http://treasury.worldbank.org/documents/RevisedGuidelinesforPublicDebtManagement\\_2014\\_Arabic.pdf](http://treasury.worldbank.org/documents/RevisedGuidelinesforPublicDebtManagement_2014_Arabic.pdf)
2. المنظمة الدولية للأجهزة العليا للرقابة، دليل بشأن التخطيط و إجراء الرقابة على وحدات المراقبة الداخلية للدين العام، تقرير نهائي مايو 2000 ترجمة: عصام الدين محمد رشاد المكسيك، أبريل 2001.  
[www.wgpd.org.mx/anexos/products/planconducting\\_a.pdf](http://www.wgpd.org.mx/anexos/products/planconducting_a.pdf)
3. البنك الدولي، فيكرام نهر و جلوريا جرانوليني، (وحدة السياسة الاقتصادية وإدارة الدين وإدارة البنوك وإدارة الدين للبنك الدولي)، أداة تقييم أداء إدارة الدين، 5 فبراير، 2008، إدارة البنوك والدين.
4. الأمم المتحدة (الجمعية العامة)، الدورة السابعة والستون، القدرة على تحمل الدين الخارجي والتنمية، 24 جويلية 2012 .  
[unctad.org/meetings/en/SessionalDocuments/a67d174\\_ar.pdf](http://unctad.org/meetings/en/SessionalDocuments/a67d174_ar.pdf)

5. تقرير الاستثمار العالمي ، الانكتاد، الامم المتحدة، 2010 .
6. جمعية الأمم المتحدة، مشروع التقرير حول المديونية الخارجية، الدورة العامة الخامسة عشرة، ماي 2000.
7. حالة وآفاق الاقتصاد العالمي 2012، الملخص التنفيذي
- <http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/index.shtml>
8. صندوق النقد الدولي، احصائيات دين القطاع العام: مرشد لمعديها ومستخدميها، الطبعة الثانية المعدلة 2013.
- <http://www.tffs.org/pdf/method/2013/arabic/psdsa.pdf>
9. صندوق النقد الدولي . إدارة العلاقات الخارجية، بيان مشترك عن اليونان صادر عن السيد أولي ريم مفوض الاتحاد الأوروبي والسيد دومينيك ستراوس-كان مدير عام صندوق النقد الدولي، الولايات المتحدة الأمريكية ٢ مايو\أيار ٢٠١٠، بيان صحفي رقم 177. الرابط تاريخ الاطلاع 2017/10/31.
10. صندوق النقد الدولي، أوروبا والصندوق يتفقان مع اليونان على خطة تمويلية بقيمة 110 مليار يورو، 2 مايو 2010.
- <http://www.aljazeera.net/ebusiness/pages/00533e18-3ff0-46dd-b42c-6a90e4668b20>.
11. صباح نعوش، التقارب المالي في منطقة اليورو النص والتطبيق، تقرير مركز الجزيرة لدراسات، 22 جانفي 2013.
12. صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي، أبريل 2014، التعافي يكتسب قوة لكنه يضل متفاوفا.
- <https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-flagship.../2014/01/.../texta.ashx>
13. صندوق النقد العربي، تقرير السنوي 2011.
- [http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2016/362\\_P160447.pdf](http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2016/362_P160447.pdf)
14. ميخائيليس فاسيلياديس، بيئة الاستثمار والأعمال في اليونان، تقرير الغرفة العربية اليونانية لتجارة والتنمية، مارس 2010.
15. منى كمال، تجربة الاتحاد النقدي الأوروبي في مجال التنسيق بين السياستين المالية والنقدية، نوفمبر 2010.
- [http://mpira.ub.uni-muenchen.de/27764/1/MPRA\\_paper\\_27764.pdf](http://mpira.ub.uni-muenchen.de/27764/1/MPRA_paper_27764.pdf)
16. مؤسسة جدوى للاستثمار، أزمة اليورو وتداعياتها على السعودية، ماي 2010.
17. نشرة صندوق النقد الدولي، أوروبا والصندوق يتفقان مع اليونان على خطة تمويلية بقيمة 110 مليار يورو، 2 مايو 2010.
18. وكالة الخزينة الفرنسية، التقرير السنوي لوكالة الخزينة الفرنسية، 2010.

المراجع باللغة الأجنبية:

### **First: Books:**

1. A Beitone , A Cazorla , C Dollo , A-Mary Draï, **Dictionnaire des sciences économiques**, Armand Colin, 2<sup>e</sup> édition, Paris 2007.
2. Andrew Harrison et Ertugrul et Dalkiran, **Ena Elsey ,business international et mondialisation Vers une nouvelle Europe** ; 1<sup>e</sup> édition .Paris: mai 2004.
3. Alain sians , **monnaie et finance** . éditions A de Boeck : Bruxelles, 1981.
4. Didier Cahen : **l'Euro (1997-1998) l'heure des préparatifs**, les Editions d'Organisation 1997.
5. Dittmer, Lowell, **The Asian Financial Crisis and the Asian Developmental State: Ten Years After**, Asian Survey, 2007, Vol. 47, No. 6.
6. François Descheemakere, **Mieux comprendre L'EURO**, Paris : édition d'organisation, 1998.

7. G E J Llewellyn; Peter Westaway; et al , **Europe will work But it needs to strengthen its governance, fix its banks, and reform its structural policies**, London: Nomura Global Economics, March 2011 .
8. H.BENIESSAD, **Economie Internationale**, opu, Alger, 1983.
9. JEAN-PIERRE ,**Quelle politique pour la dette souveraine ?**, Banque de France . Revue de la stabilité fi nancière • N° 16. Avril 2012.
10. Jean Claude Berthelemy, **les nouvelles stratégies d'allégement de la dette des PVD**, Revue d'économie politique, N° 101, juillet et août 1991 .
11. Jean-Pierre Faugère, **Economie Européenne**. Paris: Presse de Sciences Po.1999.
12. J. LANGATTE, P. VANHOVE, C. VIPREY. **Economie general express**, 3eme edition dunod , paris, 2001.
13. Jean Marc Siroën , **Finances internationales** , édition Armand Colin . paris 1993.
14. Marie Annick, **Economie de L'Union Européenne**, Paris, Economica, 2000.
15. Michel Jura, **Technique Financière International**, 2eme éditions, Runod, Paris, 2003.
16. Maurice Debauvais, et y.sinnah, **LA GESTION GLOBALE DU RISQUE DE CHANGE, NOUVEAUX ENJEUX ET NOUVEAUX RISQUES**, Economica, 1992, Paris, 2e Edition .
17. Michel Fleurriet , yves Simon , **Bourse et Marchés Financiers** , economica .2000.
18. Pascal Kauffman, **l'euro**, Dunod, 2ème édition, Paris, 1999.
19. Paul Krugman et Maurice Obstfeld ,**ECONOMIE internationale** ; 7<sup>e</sup> édition , Paris, 2006 .
20. Philippe Avoyo ,**Finance Appliquée** , DUNOD , Paris, 1993 .
21. Plihon , D, **les taux de change** , édition la découverte, paris, août ; 2001.
22. Robert Boyer, Mario dehove, Dominique plihon, **les crises financières**, paris, la documentation française, 2004, p1.
23. Sophie Brana, Michel Cazals, Pascal Kanffmann, **économie monétaire et financière**, 2ème Édition Dunod, Paris, 2003.

### Third: Articles and seminars:.

24. Francesco Paolo Mongelli, **European economic and monetary integration and the optimum currency area theory**, European economy ,European Commission, Economic Papers 302| February 2008,p1.
25. Ilanah Jospé et autre , les failles des agences de notation, 2012.  
[http://www.infoguerre.fr/fichiers/Les\\_failles\\_des\\_agences\\_de\\_notation\\_2012.pdf](http://www.infoguerre.fr/fichiers/Les_failles_des_agences_de_notation_2012.pdf)
26. URI DADUSH AND CONTRIBUTORS, **PARADIGM LOST THE EURO IN CRISIS**, 2010, Carnegie Endowment for International Peace.
27. Ugo Panizza, Federico SturzeneggerJeromin Zettelmeyer, **INTERNATIONAL GOVERNMENT DEBT**, United Nations Conference on Trade and Development, June 2010, No. 199.  
<http://debt-and-finance.unctad.org/Documents/Discussion-papers/International-Government-Debt-PANIZZA-STURZENEGGER-ZETTELMEYER-2010.pdf>
28. Uri Dadush and Bennett Stancil, "**Europe's Debt Crisis: More than a Fiscal Problem,**" in **Paradigm Lost: The Euro in Crisis**, ed. Uri Dadush and Contributors (Carnegie Endowment for International Peace, Washington, 2010).

29. Moye. M, **Vue d'ensemble des conversions de dettes**, Debt Relief International Ltd, Londres.2001.  
[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication\\_summary12083\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication_summary12083_en.htm)
30. M. Jean-François MANCEL, **RAPPORT AU NOM DE LA COMMISSION D'ENQUÊTE** sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies, ASSEMBLÉE NATIONALE, N° 3034, 14 décembre 2010.  
[http://www.assemblee-nationale.fr/13/rap-enq/r3034.asp#P1293\\_302514](http://www.assemblee-nationale.fr/13/rap-enq/r3034.asp#P1293_302514)
31. Paul De Grauwe and Yuemei Ji ,**Self-Fulfilling Crises in the Eurozone: An Empirical Test** , Centre for European Policy Studies , No. 366, isbn 978-94-6138-210-8. June 2012 .p2 .<http://www.ceps.eu>
32. Muhamed Akram, **The Greek Sovereign Debt Crisis: Antecedents, Consequences and Reforms Capacity**, Journal of Economics and Behavioral Studies Vol. 2, No. 6, , June 2011.
33. Rebecca M. Nelson ; Paul Belkin ; Derek E. Mix ; **Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications** ; August 18, 2011 .
34. Rebecca M. Nelson , Paul Belkin , Derek E. Mix , **Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications**, Congressional Research Service, 18 August, 2011 .
35. Rebecca M. Nelson ,**Sovereign Debt in Advanced Economies** : Overview and Issues for Congress ,October 28, Congressional Research Service2013.  
<https://fas.org/sgp/crs/misc/R41838.pdf>
36. Rebecca M. Nelson , Paul Belkin ,Derek E. Mix Martin A. Weiss **Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications** , Congressional Research Service, 31 May 2012.
37. Rebecca M. Nelson ,**Sovereign Debt in Advanced Economies: Overview and Issues for Congress** ,October 28, Congressional Research Service,2013.  
<https://fas.org/sgp/crs/misc/R41838.pdf>
38. Revue : Stanley Fischer, « régimes de taux de change » Finances et développement, Septembre 2003.

#### Fourth: Reports:

1. IMF , World Economic Outlook **Financial Crises: Causes and Indicators**, May 1998 .
2. Onathan Katz, and others , **Credit Rating Agencies, no easy regulatory solutions**, the world bank, October 2009, p3.
3. World Economic Forum, **The Financial Development Report 2008**, World Economic Forum", Geneva (2008).  
<http://akgul.bilkent.edu.tr/WEF/2008/FinancialDevelopmentReport2008.pdf>
4. Fitch Ratings, Sovereign Rating Methodology, Fitch Ratings, NY (2007), P 04.
5. European Central Bank, "**The Monetary Policy of the ECB**", Germany, 2011.
6. European Commission, European Economic Forecast, Luxembourg, Spring 2012.
7. European Commission, European Economic Forecast, Luxembourg, Spring 2015.
8. European Commission, European Economic Forecast, Luxembourg, Autumn2017 .

9. Eurostat, **Flash estimate for the first quarter of 2012 Euro area and EU27 GDP stable 0.0% and +0.1% respectively compared with the first quarter of 2011 Luxembourg**, 73/2012 - 15 May 2012.
10. Jean-François HUMBERT, **(au nom de la commission des affaires européennes sur la crise économique et financière au Portugal ,RAPPORT D'INFORMATION** ,SÉNAT, N° 249, 19 janvier 2011.
11. <http://www.senat.fr/notice-rapport/2010/r10-249-notice.html>
12. Jean-François HUMBERT, **au nom de la commission des affaires européennes (1) sur la crise économique et financière en Espagne**, RAPPORT D'INFORMATION (SÉNAT, N° 385 , 29 mars 2011,p6 . <http://www.senat.fr/rap/r10-385/r10-3851.pdf>
13. Jean-François HUMBERT, **au nom de la commission des affaires européennes (1) sur Chypre et la crise de la zone euro**, RAPPORT D'INFORMATION, (SÉNAT, N° 173 , 29 novembre 2012,p6 . <http://www.senat.fr/rap/r12-173/r12-173.html>
14. European Financial Stability Fund, Newsletter, N°4 February 2012
15. **Global Financial Stability Report** , chapter 1 , IMF April 2011.
16. The PEW center on the states, **The Debt Ceiling Debate: How a federal could impact states and cities**, July, 2011.
17. Government Accountability Office, **The Debt Limit: History and Recent Increases**, September 8, 2010
18. Robert Boyer, Mario Dehove et Dominique Plihon, **Les crises financières**, La Documentation française. Paris, 2004 - ISBN : 2-11-005815-3.  
<http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/044000560.pdf>
19. <sup>1</sup> EUROPEAN CENTRAL BANK MONTHLY BULLETIN, 4 July 2012.
20. Deutsche Bundesbank ; Exchange rate statistics ; as of Dec 29, 2017  
<https://www.bundesbank.de/dynamic/action/en/statistics/time-series-databases/time-series-databases/745582/745582?tsId=BBEX3.M.CNY.EUR.BB.AC.A01>
21. IMF Statistics Department COFER database and International Financial Statistics2012

## المواقع الإلكترونية

1. إبراهيم السقا، ماهي الديون السيادية، مجلة الاقتصادية الإلكترونية، السعودية، تاريخ الاطلاع، 2012/09/10،  
<http://alphabet.argaam.com/?p=1478>
2. إبراهيم السقا، حلزون الديون، تاريخ الاطلاع، مجلة الاقتصادية الإلكترونية 2012/09/10.  
[http://www.aleqt.com/2012/06/01/article\\_662710.html](http://www.aleqt.com/2012/06/01/article_662710.html)
3. إبراهيم السقا، هل تنجح عملية إنقاذ مصارف الزومبي الإسبانية؟، مجلة الاقتصادية الإلكترونية، السعودية، تاريخ الاطلاع 2012/06/12  
[http://www.aleqt.com/2012/06/12/article\\_666119.html?related](http://www.aleqt.com/2012/06/12/article_666119.html?related)
4. موقع الجزيرة الرسمي تاريخ الاطلاع 2016/10/20  
<http://www.alidarimagazine.com/article.php?categoryID=32&articleID=1108>
5. جون بيساني فيري، ترجمة مايسة كامل، إما الفيدرالية أو الفشل في أوروبا. تاريخ الاطلاع 2012/10/14

- <http://www.project-syndicate.org/commentary/federalism-or-bust-for-europe-by-jean-pisani-ferry/arabic>
6. إبراهيم السقا، هل ستسدد الولايات المتحدة ديونها يوماً ما؟، مجلة الاقتصادية، 2017/12/18.
- [http://www.aleqt.com/2013/02/14/article\\_731798.html](http://www.aleqt.com/2013/02/14/article_731798.html)
7. عبد الرحمن تيشوري، تجربة النمرور ا سيوية والعوامل التي ادت الى ازمتها، تاريخ الاطلاع 2017/08/25
- <http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=50006>
8. إدارة الدراسات المالية (دائرة المالية) دبي، ا زمة المالية العالمية \_دروس مستفادة\_ ، 2014.
- <http://www.dof.gov.ae/enus/publications/Lists/ContentListing/Attachments/282/The%20Global%20Financial%20Crisis%20%20%20%20%20%20%20%20ar%20%20en.pdf>
9. إبراهيم السقا، احتياطات العالم من النقد الأجنبي، مجلة الاقتصادية الالكترونية، السعودية، تاريخ الاطلاع 2012/09/15.
- [http://www.aleqt.com/2012/08/24/article\\_685729.html](http://www.aleqt.com/2012/08/24/article_685729.html)
10. <http://www.aljazeera.net/encyclopedia/economy/2015/8/24/%D8%A7%D9%84%D8%AF%D9%88%D9%84%D8%A7%D8%B1-%D8%A7%D9%84%D8%B9%D9%85%D9%84%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%AE%D8%B6%D8%B1%D8%A7%D8%A1>
11. <http://www.aljazeera.net/encyclopedia/economy/2016/7/13/%D8%A7%D9%84%D9%8A%D9%86-%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A7%D8%A8%D8%A7%D9%86%D9%8A>
12. محمد الهلالي، ديون أوروبا ترجح كفة الدول في ميزان ا قتصاد العالمي، تاريخ الاطلاع 2011/11/13.
- [http://www.aleqt.com/2011/07/23/article\\_561689.html](http://www.aleqt.com/2011/07/23/article_561689.html)
13. الموقع الرسمي للبنك المركزي الأوروبي من خلال الرابط:  
<https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html> (Visited 15/12/2018)
14. التقارير الشهرية للمفوضية الاقتصادية الأوروبية من خلال الرابط:  
[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/qr\\_euro\\_area/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/qr_euro_area/index_en.htm)
15. الموقع المتخصص في الاحصائيات الاقتصادية العالمية: <https://fred.stlouisfed.org/>
16. الموقع المتخصص في أسعار الصرف <http://fxtop.com/fr/historates.php>



الملاحق

## الملحق رقم (1) الدول المتقدمة حسب صندوق النقد الدولي

عدد السكان		صادرات السلع والخدمات		إجمالي الناتج المحلي		عدد الاقتصادات	
العالم	الاقتصادات المتقدمة	العالم	الاقتصادات المتقدمة	العالم	الاقتصادات المتقدمة		
١٤,٥	١٠٠,٠	٦٤,٤	١٠٠,٠	٤١,٩	١٠٠,٠	٣٩	الاقتصادات المتقدمة
٤,٤	٣٠,٥	١٠,٨	١٦,٨	١٥,٥	٣٧,٠		الولايات المتحدة
٤,٦	٣١,٩	٢٦,٣	٤٠,٩	١١,٨	٢٨,١	١٩	منطقة اليورو
١,١	٧,٨	٧,٨	١٢,١	٣,٣	٧,٩		ألمانيا
٠,٩	٦,١	٣,٥	٥,٥	٢,٣	٥,٤		فرنسا
٠,٨	٥,٧	٢,٧	٤,٢	١,٩	٤,٤		إيطاليا
٠,٦	٤,٤	٢,٠	٣,١	١,٤	٣,٤		إسبانيا
١,٧	١٢,٠	٣,٩	٦,١	٤,٤	١٠,٤		اليابان
٠,٩	٦,٢	٣,٦	٥,٦	٢,٣	٥,٥		المملكة المتحدة
٠,٥	٣,٤	٢,٣	٣,٦	١,٤	٣,٤		كندا
٢,٣	١٦,٠	١٧,٤	٢٧,٠	٦,٥	١٥,٦	١٦	اقتصادات أخرى متقدمة
							للتذكير
١٠,٤	٧١,٧	٣٤,٧	٥٣,٩	٣١,٠	٧٤,١	٧	الاقتصادات المتقدمة الرئيسية

المصدر: صندوق النقد الدولي

## الملحق رقم (2) مساعدات صندوق النقد وصندوق الاستقرار الأوربي

Table I. European-IMF Financial Assistance Packages for Eurozone Governments

	Date Agreed	European Financial Assistance	IMF Financial Assistance	Total Financial Assistance	IMF Share
Greece	May 2010	€80 billion (about \$100 billion)	€30 billion (about \$38 billion)	€110 billion (about \$138 billion)	27%
	February / March 2012*	€120 billion <sup>b</sup> (about \$151 billion)	€18 billion <sup>c</sup> (about \$23 billion)	€138 billion (about \$173 billion)	13%
Ireland	December 2010	€45 billion (about \$57 billion)	€22.5 billion (about \$28 billion)	€67.5 billion <sup>d</sup> (about \$85 billion)	33%
Portugal	May 2011	€52 billion (about \$65 billion)	€26 billion (about \$33 billion)	€78 billion (about \$98 billion)	33%
<b>Total</b>		<b>€297 billion (about \$373 billion)</b>	<b>€97 billion (about \$121 billion)</b>	<b>€394 billion (about \$494 billion)</b>	<b>25%</b>

Source: International Monetary Fund; European Union.

الملحق رقم 03 : استقرارية السلاسل الزمنية بالنسبة للعملة الأوروبية الموحدة  
 ➤ استقرار حجم الديون السيادية  
 المستوى LEVEL

Null Hypothesis: DS has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.317266	0.4136
Test critical values: 1% level	-4.262735	
5% level	-3.552973	
10% level	-3.209642	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: DS has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.269652	0.0019
Test critical values: 1% level	-3.632900	
5% level	-2.948404	
10% level	-2.612874	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: DS has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.210039	0.6025
Test critical values: 1% level	-2.641672	
5% level	-1.952066	
10% level	-1.610400	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

### الفروق الأولى

Null Hypothesis: D(DS) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.658635	0.0000
Test critical values: 1% level	-4.262735	
5% level	-3.552973	
10% level	-3.209642	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

➤ استقرار معدل التضخم  
المستوى LEVEL

Null Hypothesis: IN has a unit root  
Exogenous: Constant, Linear Trend  
Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
= Null Hypothesis: IN has a unit root		
∕ Exogenous: Constant		
⌈ Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)		
* Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.401506	0.5687
Test critical values: 1% level	-3.661661	
5% level	-2.960411	
10% level	-2.619160	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: IN has a unit root  
Exogenous: None  
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.982398	0.0468
Test critical values: 1% level	-2.636901	
5% level	-1.951332	
10% level	-1.610747	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

الفروق من الدرجة الأولى

Null Hypothesis: D(IN) has a unit root  
Exogenous: Constant, Linear Trend  
Lag Length: 8 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.494374	0.8054
Test critical values: 1% level	-4.356068	
5% level	-3.595026	
10% level	-3.233456	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(IN) has a unit root  
Exogenous: Constant  
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.402210	0.0179
Test critical values: 1% level	-3.639407	
5% level	-2.951125	
10% level	-2.614300	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(IN) has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.408348	0.0012
Test critical values: 1% level	-2.634731	
5% level	-1.951000	
10% level	-1.610907	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

## ➤ استقرار الكتلة النقدية M2

### المستوى LEVEL

Null Hypothesis: M2 has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.461903	0.9987
Test critical values: 1% level	-4.243644	
5% level	-3.544284	
10% level	-3.204699	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: M2 has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	1.884887	0.9997
Test critical values: 1% level	-3.632900	
5% level	-2.948404	
10% level	-2.612874	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: M2 has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	2.366339	0.9946
Test critical values: 1% level	-2.636901	
5% level	-1.951332	
10% level	-1.610747	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الفروق من الدرجة الأولى

Null Hypothesis: D(M2) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.543456	0.0505
Test critical values: 1% level	-4.252879	
5% level	-3.548490	
10% level	-3.207094	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(M2) has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.046914	0.0405
Test critical values: 1% level	-3.639407	
5% level	-2.951125	
10% level	-2.614300	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(M2) has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.115686	0.2348
Test critical values: 1% level	-2.636901	
5% level	-1.951332	
10% level	-1.610747	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

### ➤ استقرارية معدل الناتج المحلي الإجمالي PIB المستوى LEVEL

Null Hypothesis: PIB has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 9 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.217862	0.1029
Test critical values: 1% level	-4.356068	
5% level	-3.595026	
10% level	-3.233456	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: PIB has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 9 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.010974	0.9492
Test critical values: 1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: PIB has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 9 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.465625	0.8083
Test critical values: 1% level	-2.656915	
5% level	-1.954414	
10% level	-1.609329	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

الفروق من الدرجة الأولى

Null Hypothesis: D(PIB) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 9 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.927803	0.1712
Test critical values: 1% level	-4.374307	
5% level	-3.603202	
10% level	-3.238054	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(PIB) has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 9 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.497876	0.1279
Test critical values: 1% level	-3.724070	
5% level	-2.986225	
10% level	-2.632604	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(PIB) has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 8 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.327072	0.0219
Test critical values:		
1% level	-2.656915	
5% level	-1.954414	
10% level	-1.609329	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

➤ استقرار أسعار صرف اليورو مقابل الفرنك السويسري TC  
 المستوى LEVEL

Null Hypothesis: TC has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.257436	0.4449
Test critical values:		
1% level	-4.243644	
5% level	-3.544284	
10% level	-3.204699	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: TC has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.578090	0.4829
Test critical values:		
1% level	-3.632900	
5% level	-2.948404	
10% level	-2.612874	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: TC has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.712658	0.0820
Test critical values:		
1% level	-2.632688	
5% level	-1.950687	
10% level	-1.611059	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.



الفروق من الدرجة الاولى

Null Hypothesis: D(TC) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.141706	0.0000
Test critical values: 1% level	-4.252879	
5% level	-3.548490	
10% level	-3.207094	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الملحق رقم 04 استقرارية السلاسل الزمنية بالنسبة للعملة الأمريكية الدولار  
 ➤ استقرارية سعر صرف الدولار مقابل الفرنك السويسري TC  
 المستوى LEVEL

Null Hypothesis: CT has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.948625	0.3072
Test critical values: 1% level	-3.632900	
5% level	-2.948404	
10% level	-2.612874	

Null Hypothesis: CT has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.854400	0.6564
Test critical values: 1% level	-4.243644	
5% level	-3.544284	
10% level	-3.204699	

Null Hypothesis: CT has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.401024	0.5319
Test critical values: 1% level	-2.632688	
5% level	-1.950687	
10% level	-1.611059	

الفرق من الدرجة الأولى

Null Hypothesis: D(CT) has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.403127	0.0001
Test critical values: 1% level	-3.639407	
5% level	-2.951125	
10% level	-2.614300	

Null Hypothesis: D(CT) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.349241	0.0006
Test critical values: 1% level	-4.252879	
5% level	-3.548490	
10% level	-3.207094	

Null Hypothesis: D(CT) has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.490694	0.0000
Test critical values: 1% level	-2.634731	
5% level	-1.951000	
10% level	-1.610907	

➤ استقرارية حجم الديون السيادية DS  
 المستوى LEVEL

Null Hypothesis: DS has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.079890	0.0002
Test critical values: 1% level	-3.646342	
5% level	-2.954021	
10% level	-2.615817	

Null Hypothesis: DS has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.601966	0.0442
Test critical values: 1% level	-4.243644	
5% level	-3.544284	
10% level	-3.204699	

Null Hypothesis: DS has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	3.185977	0.9994
Test critical values: 1% level	-2.632688	
5% level	-1.950687	
10% level	-1.611059	

الفرق من الدرجة الأولى

Null Hypothesis: D(DS) has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.854845	0.0059
Test critical values: 1% level	-3.646342	
5% level	-2.954021	
10% level	-2.615817	

Null Hypothesis: D(DS) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.302657	0.0007
Test critical values: 1% level	-4.262735	
5% level	-3.552973	
10% level	-3.209642	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values

Null Hypothesis: D(DS) has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.972519	0.0041
Test critical values: 1% level	-2.634731	
5% level	-1.951000	
10% level	-1.610907	

➤ استقرارية معدل التضخم IN  
 المستوى LEVEL

Null Hypothesis: IN has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.577152	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.639407	
5% level	-2.951125	
10% level	-2.614300	

Null Hypothesis: IN has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.471875	0.0000
Test critical values: 1% level	-4.252879	
5% level	-3.548490	
10% level	-3.207094	

Null Hypothesis: IN has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.086791	0.2450
Test critical values: 1% level	-2.639210	
5% level	-1.951687	
10% level	-1.610579	

الفرق من الدرجة الأولى

Null Hypothesis: D(IN) has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.358515	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.653730	
5% level	-2.957110	
10% level	-2.617434	

Null Hypothesis: D(IN) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.231722	0.0000
Test critical values: 1% level	-4.273277	
5% level	-3.557759	
10% level	-3.212361	

Null Hypothesis: D(IN) has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.432634	0.0000
Test critical values: 1% level	-2.639210	
5% level	-1.951687	
10% level	-1.610579	

➤ استقرار حجم الكتلة النقدية M2

المستوى Lavle

Null Hypothesis: M2 has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	1.799411	0.9996
Test critical values: 1% level	-3.632900	
5% level	-2.948404	
10% level	-2.612874	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: M2 has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.615511	0.7656
Test critical values: 1% level	-4.252879	
5% level	-3.548490	
10% level	-3.207094	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: M2 has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	12.47675	1.0000
Test critical values: 1% level	-2.632688	
5% level	-1.950687	
10% level	-1.611059	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

الفرق من الدرجة الأولى

Null Hypothesis: D(M2) has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.063576	0.0034
Test critical values: 1% level	-3.639407	
5% level	-2.951125	
10% level	-2.614300	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(M2) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.180970	0.0119
Test critical values: 1% level	-4.252879	
5% level	-3.548490	
10% level	-3.207094	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(M2) has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.336077	0.1646
Test critical values:		
1% level	-2.634731	
5% level	-1.951000	
10% level	-1.610907	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

DOCUMENT  
CREATED  
WITH



**PDF**  
**COMBINER**

PDF Combiner is a free application that you can use to combine multiple PDF documents into one.

Three simple steps are needed to merge several PDF documents. First, we must add files to the program. This can be done using the Add files button or by dragging files to the list via the Drag and Drop mechanism. Then you need to adjust the order of files if list order is not suitable. The last step is joining files. To do this, click button Combine PDFs.

Main features:

**secure PDF merging** - everything is done on your computer and documents are not sent anywhere

**simplicity** - you need to follow three steps to merge documents

**possibility to rearrange document** - change the order of merged documents and page selection

**reliability** - application is not modifying a content of merged documents.

Visit the homepage to download the application:

[www.jankowskimichal.pl/pdf-combiner](http://www.jankowskimichal.pl/pdf-combiner)

To remove this page from your document, please donate a project.