



جامعة الشهيد حمة لخضر - الوادي

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



مطبوعة بعنوان:

المالية الدولية

محاضرات موجهة لطلبة سنة أولى ماستر علوم تجارية

تخصص: مالية وتجارة دولية

إعداد:

د. بوصبيح صالح رحيمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة الشهيد حمة لخضر - الوادي

السنة الجامعية: 2021/2020

قائمة المحتويات

الصفحة	الموضوع
I	قائمة المحتويات.....
IV	قائمة الجداول والأشكال.....
أ	مقدمة.....
01	المحور الأول: التمويل الدولي ... المفهوم والعناصر
02	أولاً: ماهية التمويل الدولي.....
03	ثانياً: أهمية التمويل الدولي.....
05	ثالثاً: عناصر النظام المالي.....
07	رابعاً: تطور التمويل الدولي.....
35	خامساً: مصادر التمويل الدولي.....
44	المحور الثاني: المؤسسات المالية والدولية
45	أولاً: مدخل للمؤسسات المالية والدولية.....
46	ثانياً: صندوق النقد الدولي.....
61	ثالثاً: البنك الدولي.....
77	رابعاً: المنظمة العالمية للتجارة.....
93	خامساً: الأسواق المالية وأسعار الفائدة.....
123	سادساً: عمليات الصيرفة الدولية في العملات الأوروبية.....
137	سابعاً: البنوك الأوروبية وصرف العملات.....
140	المحور الثالث: الإصلاح الاقتصادي والمالي
140	أولاً: إطار عام للإصلاح الاقتصادي والمالي.....
145	ثانياً: حتمية الإصلاح الاقتصادي في الدول النامية.....
146	ثالثاً: البرامج المقترحة في برامج صندوق النقد الدولي.....

152 رابعاً: الأدوات المستخدمة في علاج الاختلالات.....

154 المحور الرابع:

المنهج النقدي لميزان المدفوعات

154 أولاً: أسعار الصرف الحقيقية.....

156 ثانياً: السلع الغير قابلة للتجارة ونظرية تعادل القوة الشرائية.....

162 ثالثاً: اللاتأكد في الأسواق المالية الدولية.....

172 رابعاً: المخاطر السيادية والديون السيادية.....

176 خامساً: النقود وأسعار الصرف النماذج - التقليدية.....

182 سادساً: التدخلات في أسواق الصرف الأجنبي.....

189 سابعاً: الدورات الاقتصادية في الاقتصاد الحقيقي وانتقال الصدمات.....

199 ثامناً: الهجمات المضاربة.....

201 تاسعاً: نتائج وتكاليف الأزمات الاقتصادية.....

207 خاتمة عامة.....

208 قائمة المراجع.....

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الجداول:

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
01	تصنيف التمويل حسب الجهة المانحة والجهة المتلقية للتمويل	36
02	يوضح سلة العملات المكونة لوحدات حقوق السحب الخاصة ووزنها واضافة اليوان الصيني للسلة	55
03	الفروقات الرئيسية بين صندوق النقد والبنك الدوليين	77
04	جولات الجات التفاوضية وإنشاء منظمة التجارة العالمية	79
05	المؤتمرات الوزارية لمنظمة التجارة العالمية	79
06	أهم الاختلافات بين الجات ومنظمة التجارة العالمية	81
07	مقارنة بين الأسهم الممتازة والعادية	106
08	مقارنة بين الأسهم والسندات	109
09	الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة	113
10	خصائص خيارات الشراء والبيع لطرفي العقد	116
11	لمحة حول أهم أزمات الأسهميات للعقود الماضية	203

قائمة الأشكال:

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
01	عناصر النظام المالي الدولي	06
02	ملخص لأهم مراحل تطور النظام المالي الدولي	10
03	الإطار الزمني لإجمالي التدفقات الرأسمالية على المستوى الدولي	36
04	إجمالي التدفقات الرأسمالية على المستوى الدولي حسب المصدر	42
05	الهيكل التنظيمي لصندوق النقد الدولي (حسب الوضع في 22 أبريل 2021)	61
06	الهيكل التنظيمي للبنك الدولي اعتباراً من 1 جوان 2023	69
07	مؤسسات مجموعة البنك الدولي	72
08	الهيكل التنظيمي لمنظمة التجارة العالمية (WTO)	91
09	هيكل الأسواق المالية	94
10	ملخص عن أنواع الأسواق المالية	99
11	مخطط لألية التعامل وفقاً للعقود المستقبلية	111
12	ألية التعامل وفق عقود الخيارات المالية	117
13	مجالات الربح والخسارة لمشتري وبائع عقد خيار الشراء	117
14	مجالات الربح والخسارة لمشتري وبائع عقد خيار البيع	118
15	آليات تأثير أسعار الفائدة بالارتفاع والانخفاض على سوق النقد	121
16	آليات تأثير أسعار الفائدة بالارتفاع والانخفاض على سوق رأس المال	123
17	أقسام السوق المالية الدولية	124
18	مراحل الدورة الاقتصادية	192
19	القنوات المحتملة لإنشاء الأزمات المالية في سوق النقد وسوق رأس المال والاستثمار	197

مقدمة عامة

تمهيد:

بفعل العولمة الاقتصادية وتحديدًا المالية شهد العالم ولا يزال تطوراً في العلاقات الاقتصادية والمالية وتربطاً يزداد تعقداً وتشابكاً يوماً بعد يوم، لتجد كل دول العالم نفسها منخرطة في هذا التشابك بصفة أو بأخرى وبدرجات متفاوتة، فقد أصبح الوقت الحالي أكثر من أي وقت مضى أكثر حرية في نقل السلع والخدمات ورؤوس الأموال بين دول العالم من خلال علاقات تجارية ومالية متعددة.

تتناول هذه المطبوعة الموضوع المتعلق بالمالية الدولية وهي مجال يتناول العلاقات المالية والنقدية على المستوى الدولي ومدى ارتباطه بالاقتصاديات الوطنية من خلال عدة مواضيع مترابطة، وهي موجهة بالأساس لطلبة سنة أولى ماستر علوم تجارية تخصص مالية وتجارة دولية حسب البرنامج الوزاري والمحاور المحددة به مدعمة برسوم وأشكال توضيحية وبعض التمارين، كما تم اعتماد البساطة في شرح نقاط متفرقة من برنامج المقياس وذلك من خلال التطرق للمحاور الرئيسية التالية:

المحور الأول: التمويل الدولي

المحور الثاني: المؤسسات المالية والدولية

المحور الثالث: الإصلاح الاقتصادي والمالي

المحور الرابع: المنهج النقدي لميزان المدفوعات

المحور الأول: التحويل الدولي

المحور الأول:

التمويل الدولي... المفهوم والعناصر

يعتبر التمويل العامل الأساسي لعملية التنمية الاقتصادية ومفتاحها في مختلف دول العالم وهو الأمر الذي يحتاج إلى وجود فوائض مالية ناجمة عن ادخارات حقيقية، للوصول إلى استغلال أمثل لعوامل الإنتاج وزيادة حجم الاستثمارات الحقيقية.

أولاً: ماهية التمويل الدولي

بصفة عامة التمويل هو مجموع العمليات التي تبقى من خلالها المؤسسة قادرة على تلبية كل احتياجاتها من رؤوس الأموال¹، أما التمويل الدولي هو توفير المبالغ النقدية اللازمة في أوقات الحاجة إليها. ما يعني وجود ندرة المعروض من رأس المال في دولة ما مقارنة بالقدر المطلوب منه فيها، ويستدعي ذلك سد هذه الفجوة بواسطة القيام بعملية التمويل.

تشمل حركة رأس المال الدولية التدفق الدولي للأرصدة بهدف شراء وبيع الأصول التمويلية عبر الحدود القومية، والأصول هنا تعتبر ذات تعريف واسع حيث تشمل السندات المالية طويلة وقصيرة الأجل، بالإضافة إلى الأسهم والأصول المادية مثل الآلات والعقارات...

ويتمثل مفهوم التمويل الدولي في تدفق الموارد المالية بكافة أشكالها عبر الحدود الوطنية من دول فائض المالي نحو دول العجز المالي، 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، ويعد أهم أهداف هذا الانتقال هو الحصول على أكبر عائد ممكن على هذه الأموال، وعليه فالانتقال الدولي لرأس المال يتحرك وفقاً لمقدار العائد المحقق مقارنة بالعوائد الأخرى التي يمكن تحقيقها من التوظيفات الاستثمارية الأخرى.

ويشير التمويل الدولي إلى عمليات انتقال رؤوس الأموال السائلة التي تتم بين الدول بعضها ببعض لتلبية احتياجاتها المالية العاجلة ودعم توازن المدفوعات وذلك من خلال البنوك المركزية وبينها وبين مؤسسات مالية دولية، مثل الصناديق السيادية والبنك وصندوق النقد الدوليين والمؤسسات المالية الدولية الأخرى وذلك في شكل عمليات اقراض واقتراض أما انتقال رؤوس الأموال العينية في شكل آلات ومعدات وأصول مختلفة، فتدخل في مجال التجارة الدولية للسلع وتقيد في موازين مدفوعات الدول على هذا الأساس.

ويلعب التمويل الدولي دورًا هامًا في تعزيز التنمية الاقتصادية والتجارة الدولية، وتعزيز التكامل الاقتصادي العالمي. كما يساهم في دعم الدول النامية وتعزيز الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي في المجتمعات العالمية. ومن خلال ما سبق نستخلص ما يلي:

- التمويل يتعلق بالمبلغ النقدي " الأموال السائلة " وليس العينية و المعنوية " السلع و الخدمات " .
- ويعد الغرض الأساسي للتمويل تغطية الاحتياجات المالية لمختلف الأعوان الاقتصادية " دول , مؤسسات اقتصادية"
- يتحرك التمويل بصفة عامة وفقا للعائد الذي سيحققه.

يتم تحقيق التمويل الدولي من خلال مجموعة متنوعة من الآليات والأدوات المالية، بما في ذلك:

1. القروض الدولية: حيث تقدم الدول قروضًا للدول الأخرى لتمويل مشاريع التنمية أو لتلبية احتياجاتها المالية العاجلة. تشمل هذه القروض البينية والقروض المقدمة من المؤسسات المالية الدولية.
2. المساعدات الدولية: تتضمن المساعدات المالية والتقنية التي تقدمها الدول للدول الأخرى لتعزيز التنمية الاقتصادية والاجتماعية وتعزيز القدرة التنافسية وتحقيق التوازن في الاقتصادات الضعيفة.
3. الاستثمار الأجنبي المباشر: حيث يستثمر الأفراد والشركات من دولة في مشاريع وأعمال في دولة أخرى. يعزز الاستثمار الأجنبي المباشر التحويل التكنولوجي ويعزز النمو الاقتصادي ويعزز التكامل الاقتصادي العالمي.
4. السيولة الدولية: تشير إلى تدفق الأموال الدولية بين الدول لتلبية احتياجاتها المالية العاجلة ودعم توازن المدفوعات. تشمل آليات السيولة الدولية، مثل القروض القصيرة الأجل، والاحتياطات الأجنبية، وتسهيلات الائتمان.

ثانيا: أهمية التمويل الدولي

لكل دولة في العالم سياسة اقتصادية وتنموية تتبعها أو تعمل على تحقيقها من أجل تحقيق الرفاهية لأفرادها، وتتطلب هذه السياسة التنموية وضع الخطوط العريضة لها والمتمثلة في تخطيط المشاريع التنموية وذلك حسب احتياجات وقدرات البلاد التمويلية، فان عجزت الدولة عن تغطية احتياجاتها

التمويلية لجأت للتمويل من الخارج بما يسمى التمويل الدولي، ومن هنا تظهر أهمية التمويل الدولي الذي يساهم في تحقيق سياسة البلاد التنموية وذلك عن طريق تأمينه وتسهيله لانتقال الفوائض النقدية والقدرة الشرائية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز الأمر يعطي الحركية والحيوية اللازمة والضرورية لتحقيق وتيرة نمو اقتصاد مقبول وتنمية شاملة ومن ثم تحقيق الرفاهية للمجتمع، وتختلف أهمية تحركات رأسمال بين الدول باختلاف وجهات نظر كل طرف بين الدول المتلقية لرؤوس الأموال والدول المقدمة لهذا الأموال لعل من أبرز العناصر الدالة على أهمية التمويل حسب وجهة كل نظر هي ما يلي:

1. من وجهة نظر الدول المتلقية تكمن أهمية التمويل فيما يلي:

- توفير المبالغ النقدية اللازمة للوحدات الاقتصادية ذات العجز وقت الحاجة؛
- توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنجاز المشاريع؛
- مواجهة العجز في موازين المدفوعات وسد الفجوة بين الاستثمارات المطلوبة والمدخرات المحققة.
- زيادة حجم الاستثمارات الحقيقية ما يعني زيادة استغلال عناصر الإنتاج المتاحة؛
- دعم الاستهلاك المحلي في حال كانت الموارد الخارجية للدولة غير كافية لتمويل الواردات الاستهلاكية، وذلك للمحافظة على مستوى معيشي مقبول؛
- زيادة مستوى معيشة ورفاهية السكان؛
- مواجهة العجز في ميزان المدفوعات؛
- دعم خطط ومشاريع التنمية الاقتصادية؛
- تحقيق النمو الاقتصادي والاجتماعي للبلاد بما يساهم في تحقيق التنمية الشاملة؛
- جذب التكنولوجيا المتقدمة والمعارف والخبرات الإدارية والانتاجية، ما يؤدي إلى زيادة إنتاج السلع القابلة للتصدير، وتوفير فرص توظيف وتحسين جودة الإنتاج.

2. أما بالنسبة للدول المانحة:

في أغلب الأحيان هناك سيادة للأهداف والدوافع السياسية في تدفق التمويل من المصادر الرسمية الثنائية ومتعددة الأطراف. في تحديد الدولة المتلقية من ناحية وفي تحديد حجم تدفقات الرأسماليين المتدفقة إليها من ناحية أخرى.

- تحسين صورة القوة الاقتصادية والسياسية للدولة أمام الدول الأخرى؛

- استغلال الأموال الفائضة من خلال استثمارها وتوظيفها في الخارج وعدم تركها غير مستغلة؛

- الحصول على عائد توظيف الأموال؛

- تصريف الفوائض السلعية فأغلب الدول تشترط على الدول المتلقية توظيف الأموال داخلها من خلال شراء المواد الأولية والسلع الزراعية والإنتاجية المختلفة منها وكذا القيام بخدمات النقل والتأمين ... من شركاتها الخاصة وهو الأمر الذي يساعد اقتصادها على تصدير الإنتاج الفائض واستمرارية حركة الاقتصاد؛

- حماية بعض القطاعات التي تنتج بكميات كبيرة في الداخل سواء كانت قطاعات صناعية أو الزراعية فتعطل تصدير سلعها يؤدي إلى انخفاض أسعارها مما يضر المنتجين، الأمر الذي قد يدفع البعض من التوقف عن النشاط نتيجة الخسارة.

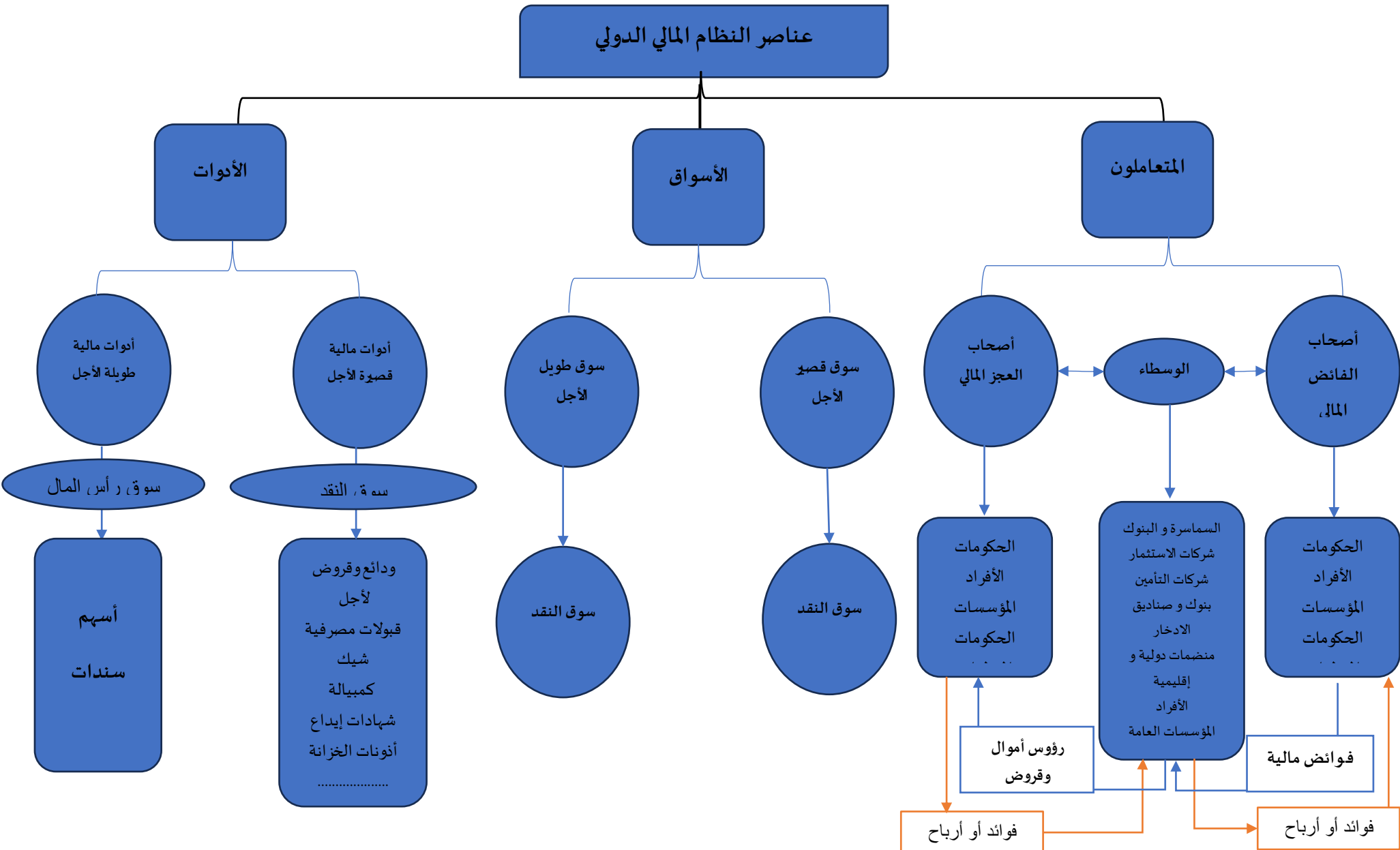
3. أهمية التمويل على مستوى العالم:

- الإيفاء بالمبادلات التجارية بين مختلف الدول؛
- استمرارية حركة الأموال على المستوى الدولي تؤدي إلى استمرارية وتطور التجارة الدولية واستمرارية العلاقات الاقتصادية المتعلقة بعرض وطلب السلع والخدمات على المستوى الدولي مما يؤدي إلى استمرارية هذه الأنشطة ونموها؛
- استمرارية حركة ودوران الفوائض المالية واستغلالها على المستوى الدولي يؤثر على زيادة حجم النمو العالمي ويمنع من / يقلل من حدوث الانكماش الاقتصادي والأزمات الاقتصادية ويخفف من حدة أثارها؛

ثالثاً: عناصر النظام المالي

تتعدد عناصر النظام المالي الدولي حسب التصنيف المأخوذ منه بين متعاملين وأسواق وأدوات، مشكلة بذلك نظام مالي متكامل، ويعد النظام المالي كفوفاً إذا حقق تمويلاً للنظام التجاري واستقراراً للنظام النقدي الدوليين، والتنسيق بين هذه الأنظمة يؤدي إلى تعظيم الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية وتحقيق النمو في معظم بلدان العالم، ويلخص الشكل التالي العناصر المختلفة للنظام المالي الدولي

الشكل 1: عناصر النظام المالي الدولي



يتضح من الشكل السابق أن العناصر الأساسية التي يشتمل عليها النظام المالي الدولي تتكون من:

1. المتعاملون:

هم الركيزة الأساسية للنظام المالي الدولي ويتكون المتعاملون في ظل النظام الدولي من أصحاب الفائض وأصحاب العجز والوسطاء بينهما، ويتمثلون في:

أ- أصحاب الفائض المالي: وهم الأفراد والمؤسسات العامة والخاصة وحكومات الدول المختلفة والمنظمات الدولية والإقليمية والأشخاص على اختلاف طبيعتهم القانونية الذين يملكون أرصدة فائضة من الأموال ويرغبون في استثمارها أو في توظيفها. توظيفاً مالياً من خلال التداول في إحدى الأصول المالية كالأسهم والسندات أو غيرها من الأدوات المالية الأخرى والأوراق التجارية والتي تدر عائداً مالياً آخر لصاحب هذا المال.

أو توظيفاً حقيقياً للأموال من خلال انشاء استثمار في دول مختلفة والقيام باستغلال عوامل انتاج جديدة بهدف زيادة الطاقة الإنتاجية.

أو بادخارها من خلال إيداع الأموال في أحد الأوعية الادخارية كبنوك الأوفشور وبنوك اليورو دولار والبنوك الدولية.

ب- أصحاب العجز المالي: هم الأفراد والمؤسسات العامة والخاصة وحكومات الدول المختلفة والمنظمات الدولية والإقليمية الذي يحصلون على قروض من الأسواق المالية الدولية أو يقومون بطرح أسهم وسندات في هذه الأسواق أو يقومون بالاقتراض المباشرة من المصارف والمنظمات الدولية أو من الحكومات المختلفة.

ج- الوسطاء: وهم السماسرة والتجار الذين يتعاملون في الأسواق لحساب الغير مقابل عمولة يتقاضونها أو لحسابهم الخاص مثل البنوك، شركات التأمين، صناديق التقاعد وصناديق الادخار والمنظمات الدولية والإقليمية المختلفة.... حيث يتعاملون في الأسواق المالية الدولية باستثمار أموال أو الحصول على قروض أو طرح سندات دولية، بلعب دور القناة وحلقة الوصل بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي الدوليين، بحيث من الممكن أن يلعب الوسيط دور صاحب الفائض بالنسبة لأصحاب العجز المالي ويلعب دور صاحب عجز بالنسبة لأصحاب الفائض المالي مقابل عمولة يتلقاها الوسيط وعند انتهاء الآجال يتم استرجاع القروض في شكل فوائد مالية إضافة إلى الأرباح أو الفوائد لصاحب الفائض المالي.

2. الأسواق:

تمثل الأسواق المالية الدولية الشبكة الأساسية التي تنتقل من خلالها رؤوس الأموال القصيرة والطويلة الأجل بين الأعوان الاقتصاديين الدوليين، وتنقسم الأسواق المالية من وجهة نظر الآجال الزمنية والأدوات المستخدمة إلى: سوق نقد وسوق رأس المال.

3. الأدوات:

تختلف الأدوات باختلاف نوعية السوق. ففي أسواق النقد تكون أدوات التعامل في معظمها قصيرة الأجل تتراوح آجال استحقاقها بين يوم وأقل من سنة، وتتأثر أسواق النقد بالتغيرات الطارئة على الأسعار الصرف لأن التعامل فيها يكون بالعملات الدولية المختلفة والتي تتغير قيمها مع مرور الزمن ومن أمثلتها: أدوات الخزينة. القبولات المصرفية. الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول. شهادات الإيداع المخزنة والودائع لأجل وصكوك الديون المختلفة.

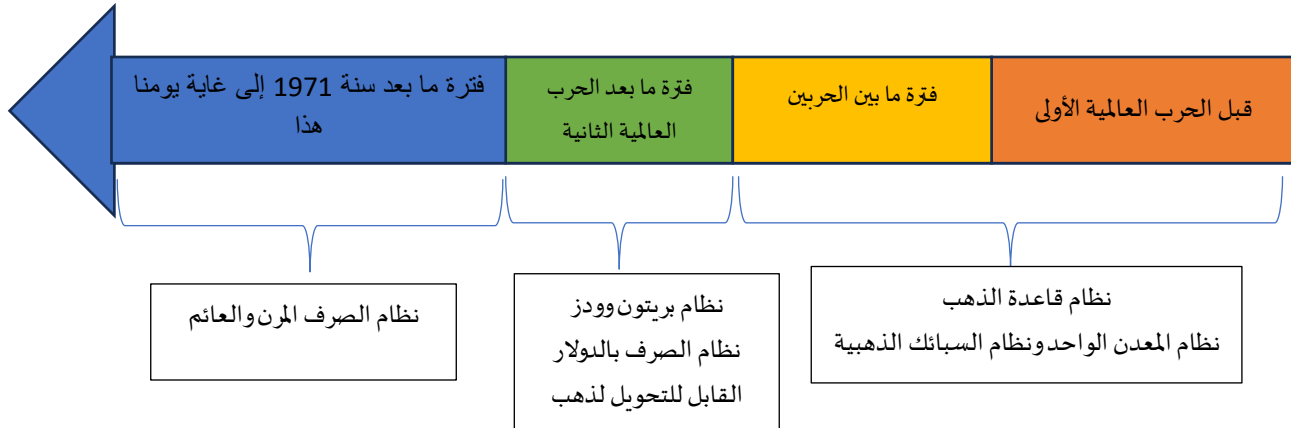
أما أسواق رأس المال فالأدوات المستخدمة فيها تعكس غالباً حقوق الملكية مثل الأسهم التي تصدرها الشركات الدولية والمتعددة الجنسيات . كما تعكس كذلك ديونا طويلة الأجل مثل السندات التي تقوم بطرحها شركات دولية ومتعددة الجنسيات وكذا حكومات الدول المتخلفة قصد تمويل تنميتها المحلية، وتتأثر أيضاً بأسعار صرف العملات وتقلبات أسعار الفائدة بدرجة كبيرة.

رابعا: تطور التمويل الدولي

ظهور النظام النقدي ووجوده على أرض الواقع هو نتيجة اتساع المبادلات والعلاقات الاقتصادية الدولية، وكذا بحثاً عن استقرار أسعار صرف التعداد الواسع للعملات إزاء بعضها البعض، ويؤخذ اسم النظام النقدي من السلعة التي تثبت وحدة النقد بدلالته فإذا ما تم تثبيت عملة دولة ما بالنسبة للذهب قيل أنها تتبع قاعدة الذهب وإذا تم ربط العملة بالذهب والفضة قيل أنها تتبع نظام المعدنين وإذا تم ربطها بالفضة قيل أنها تتبع قاعدة الفضة وإذا لم يتم ربط عملة الدولة بأي معدن قيل أنها تتبع النظام الورقي.

تطور النظام المالي الدولي هو عملية تاريخية طويلة متكونة من عدة مراحل مهمة تعكس التغيرات في هياكل وأنظمة النظام المالي على مر الزمن، استجابةً للتغيرات الاقتصادية والسياسية، حيث تتميز كل مرحلة بخصائص وأحداث معينة. الشكل الموالي ملخص لنظرة عامة على بعض هذه المراحل:

الشكل 2: ملخص لأهم مراحل تطور النظام المالي الدولي



1. مراحل تطور النظام النقدي في ظل قاعدة الذهب: يأخذ نظام الذهب أشكالاً ثلاثة متمثلة في نظام

المسكوكات الذهبية، نظام السبائك الذهبية، ونظام الصرف بالذهب:

1. مرحلة النظام الذهبي (النظام الذهبي الكلاسيكي) (قبل الحرب العالمية الأولى) (1870-1944):

كان الذهب خلال القرن التاسع عشر والنصف الأول من القرن العشرين، يلعب دوراً مركزياً في النظام المالي حيث كانت العملات ترتبط مباشرة بوزن معين من الذهب. وكان الذهب هو الأساس الأساسي للنظام المالي الدولي، فسار العالم طيلة فترة القرن التاسع عشر حتى بداية الحرب العالمية الأولى ملتزماً بقاعدة الذهب التي جاءت إلى التطبيق بشكل تلقائي وبتوافر مجموعة معينة من القواعد مهدت الطريق لسيطرة قاعدة الذهب على النظام النقدي العالم.

إذ كانت تمثل الأوراق القانونية التي تصدرها المصارف عبارة عن أوراق نائبة عن الذهب بنسبة 100% بذلك فنظام النقد الدولي لا يعترف بهوية وليس له وطن معين لقيامه على الحيادية وعدم التحيز والكل يسعى لتوفير هذا المعدن لتقوية اقتصاده وتغطية أوراقه المصدرة، وتتمثل هذه القواعد بصفة أساسية في التزامات حكومات الدول المختلفة:

① تحديد وزن وعيار الوحدة النقدية ويطلق على سعر الصرف في هذه الحالة سعر التعادل أو التوازن فإذا افترضنا أن الحكومة البريطانية حددت الجنيه الإسترليني بغرامين من الذهب الصافي والحكومة الأمريكية حددت الدولار بغرام من الذهب الصافي فيكون سعر الصرف بين البلدين واحد جنيه يساوي اثنان دولار؛

② حرية استيراد وتصدير الذهب أي حرية نقله بين مختلف الأقطار دون أي قيود وهذا للحفاظ على استقرار أسعار الصرف لعملة الدولة؛

- ③ حرية تحويل السبائك الذهبية إلى قطع نقدية ذهبية دون أن يتحمل حامل السبيكة أية نفقات عن هذا التحويل حتى لا تختلف القيمة الاسمية عن القيمة السلعية للوحدة النقدية الذهبية؛
- ④ حرية تحويل المسكوكات الذهبية إلى سبائك ذهبية حتى لا تصبح القيمة الاسمية اقل من القيمة السلعية للوحدة النقدية (الذهب كسلعة والذهب كعملة)؛
- ⑤ يضمن البنك المركزي شراء وبيع الذهب بكميات غير محدودة بسعر ثابت.

إن هذه الشروط التي فرضت على نظام الذهب أكسبته ثقة الجمهور مما جعل الذهب يلعب دورا رئيسيا كوسيلة تسوية المبادلات الدولية حيث أصبح هو العنصر الأساسي في التنظيم الذاتي للأوضاع الاقتصادية الدولية حيث كانت جميع الحسابات التجارية بين مختلف الأقطار تسوى من خلال مبادلات الذهب.

حيث كانت الحسابات التجارية بين الأقطار يتم تسويتها وفقا للآلية التالية: مثلا: حينما تستورد بريطانيا سلعا من فرنسا فهذا يعني تدفق الذهب من بريطانيا إلى فرنسا فينتج عنه عجزا في بريطانيا وفائض في فرنسا. وان انخفاض احتياط الذهب في بريطانيا سوف ينتج عنه انخفاض في عرض النقد فسيؤدي ذلك إلى انخفاض أسعار السلع فيها وبالتالي تكون أقل من أسعار السلع في فرنسا أو في الخارج مما يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع البريطانية فترتفع صادراتها حتى يعود التوازن إلى الميزان التجاري وبالمقابل فان تدفق الذهب إلى فرنسا سوف يؤدي إلى ارتفاع احتياطاتها من الذهب وبالتالي زيادة العرض النقدي ومنه ارتفاع الأسعار وبالتالي انخفاض القدرة التنافسية لسلعها فيتجه الميزان التجاري إلى وضع التوازن، إن أساس الذهب يعد من الناحية النظرية آلية لتصحيح الاختلالات في موازين مدفوعات الدول.

وكانت بريطانيا من أولى الدول التي تبنت هذا النظام من بداية القرن 19 وفقا لقانون صدر في 1819 وأصبح ساري المفعول في سنة 1821، باعتبارها المركز الأول للاقتصاد العالمي لما لها من قوة اقتصادية وعسكرية في معسكراتها التابعة لها مما جعل الجنيه الإسترليني عملة قابلة للصرف بالذهب ومقبولة في تسوية الالتزامات والمعاملات الدولية في تلك الفترة حيث اعتمدت وزنا معيننا من الذهب ليمثل الوحدة النقدية الأساسية وبحلول عام 1870 انتشر نظام الذهب ليشمل دول أخرى مثل ألمانيا فرنسا الولايات الأمريكية حتى جاء عام 1900 أصبح فيه القسم الساحق من دول العالم قد أخذ بقاعدة الذهب باستثناء الصين والمكسيك اللتان فضلتا الاستمرار في العمل بقاعدة الفضة، ليكون بذلك هذا النظام هو نظام الداخلي والدولي على حد سواء.

ووفقاً لقاعدة الذهب كانت كل دولة تحدد قيمة الوحدة الواحدة من عملتها الوطنية بوزن معين من الذهب وفي الوقت نفسه تكون الدولة مستعدة لشراء أو بيع كمية من الذهب لقاء سعر عملتها الذي أعلنته، ما جعل الدول تحتفظ باحتياطيات من الذهب لضمان استمرارية تحويل قيمة عملاتها إلى الذهب.

وبالتالي فإن هذه القاعدة كانت تضمن حرية عملية التبدل بأشكال النقد المتداول بالذهب، كما تضمن أيضاً على الصعيد الخارجي، حرية تصدير واستيراد الذهب من دون قيد أو شرط، ويتميز نظام الذهب بعدة مميزات تتلخص في:

- ★ هذا النظام قدم استقراراً للعملة والتجارة، ما أعطاه ميزة الاستقرار والقوة كنظام؛
- ★ يقود إلى استقرار مستويات الأسعار العالمية في الأمد الطويل، فقد تنحرف مستويات الأسعار عن مستوياتها الاعتيادية، إلا أن مثل هذا الانحراف يكون مؤقتاً؛
- ★ تتضمن الميكانيكية المادية الموجودة في نظام الذهب إمكانية انتقال الموارد الحقيقية بين دول العالم؛
- ★ يؤدي نظام الذهب عمله ذاتياً دون الحاجة إلى تدخل الحكومات؛
- ★ دعم الثقة في النظام النقدي.

التحركات الدولية لرؤوس الأموال خلال الفترة (1870-1914):

في ظل سيادة قاعدة الذهب وثبات أسعار الصرف يندرج انتقال رؤوس الأموال في شقين:

- الشق الأول: يتعلق بانتقالات الذهب من وإلى الدولة وفقاً لحالة ميزان المدفوعات، إذا كان الميزان يتوازن بصورة تلقائية من خلال خروج ودخول الذهب بحرية، فتحركات رؤوس الأموال كانت تابعة لحركة التجارة الدولية ووضع موازين المدفوعات.
 - أما الشق الثاني لانتقال رؤوس الأموال: يتعلق بنمو حركة الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وهذا نتيجة للظروف التي وفرتها أسعار الصرف الثابتة والأمان ووجود الفرص الاستثمارية المربحة في المستعمرات التابعة من ناحية وانتشار النظم الاستعمارية من ناحية أخرى.
- وتعتبر لندن المركز الأساسي للتجارة والتمويل، وكان معظم التجار والبنوك في معظم دول العالم يودعون أرصدهم المالية في لندن على شكل ودائع، وكان انتقال رأس المال من وإلى بريطانيا شديداً الحساسية لتغيرات أسعار الفائدة في بريطانيا.

2. نظام النقد الدولي خلال فترة ما بين الحربين العالميتين (1914-1944)

فرضت الحرب العالمية الأولى على الدول المشاركة فيها ضرورة التوسع في الإصدار النقدي من أجل تمويل نفقاتها الحربية الباهظة على عكس ما تقتضيه قاعدة الذهب وهو الإصدار النقدي الصارم الذي يتوافق مع كمية الذهب ونظراً لمحدودية كمية الذهب المتوفرة في العالم كان من المستحيل توفير هذه الكمية الكبيرة من القطع النقدية الذهبية لذلك اضطرت أغلب الدول الخروج عن هذه القاعدة والتخلي عن نظام المسكوكات الذهبية وسحبها من التداول والقيام بإصدار نقود ورقية ومعدنية إلزامية وطرحها في التداول، وإتباع سياسات نقدية مستقلة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي الداخلي كأول هدف لها، وقد نظرت جميع الأطراف المتخلفة عن قاعدة الذهب على أنها خطوة مؤقتة حيث كان من المتوقع أن تعود قاعدة الذهب للعمل بكل مظاهرها بانتهاء الحرب.

وبعد أن خرجت كل الدول عن قاعدة الذهب، انهارت الأسواق المالية وانكمش حجم التجارة الدولية بشكل كبير وتم وقف تحويل العملات الورقية إلى ذهب ومنع عمليات استيراد وتصدير الذهب واتجهت أسعار صرف العملات المختلفة إلى التقلب المستمر، كما ظهرت مشكلة تعويضات الحرب التي فرضت على ألمانيا من ناحية ومشكلة الديون المستحقة للولايات المتحدة من ناحية أخرى. حيث تغيرت مراكز القوة الاقتصادية في العالم بظهور الولايات المتحدة الأمريكية بعد الحرب كأكبر دولة دائنة وذات فوائض مالية كبيرة وأرصدة ذهبية ضخمة، وكمركز جديد للقوى المالية الرائدة في العالم لها هيمنتها ودورها الفعال في الاقتصاد العالمي.

فسادت خلال هذه الفترة أسعار صرف متذبذبة إلى غاية 1925 (باستثناء الولايات المتحدة الأمريكية التي عادت إلى الذهب في 1919) ومنذ 1920 والجهود جثية لإعادة إحياء معيار الذهب، حيث كانت أغلب العملات مقومة تقويم خاطئ نظراً للحجم الكبير من الأوراق النقدية الموجودة في التداول كما أن ميزان مدفوعات أغلب الدول في وضعية مختلة، فقد تم الاتفاق بين الدول في المؤتمر الذي أُنْعِد بمدينة بروكسل عام 1920 ثم مؤتمر "جنوة" عام 1922 على العودة إلى نظام قاعدة الذهب باعتباره النظام الأمثل الذي يؤمن استقرار الوحدة النقدية (سعر الصرف، والاستقرار الاقتصادي والمالي والنقدي وتنشيط حركة التجارة الدولية إلا أن المشكلة التي واجهت المؤتمرين تلك الفترة تمثلت في أن أرصدة الدول الأوروبية المتحاربة من الذهب كانت موجودة بحوزة الولايات المتحدة الأمريكية لتغطية الاستيراد كما أن الحجم الكبير من الأوراق النقدية الموجودة في التداول عرض اقتصاديات العالم لحالة تضخم نقدي، منع من

العودة لنظام قاعدة الذهب كونه يعتمد على قاعدة نقدية معتبرة، فاقترح المؤتمر شكلاً آخر والمتمثل في نظام السبائك الذهبية.

لم تعد في ظل هذا النظام العملة المتداولة ذهباً بل يتم تداول الأوراق النقدية والقطع النقدية المساعدة الإلزامية بدل الذهب وترتبط هذه العملة بمقدار معين من الذهب في خزائن البنك المركزي وهذه العملة غير قابلة للإبدال بالذهب، أي أن الفرد لا يستطيع أن يتقدم إلى السلطات النقدية ويسلمها أوراقاً نقدية ويطلب بدلها الحصول على سبيكة ذهبية، وعليه يكتفي البنك المركزي بالاحتفاظ بكمية من السبائك الذهبية في خزائنه مقابل الكتلة النقدية الورقية والمعدنية المساعدة المطروحة في التداول سواء بما يعادله من الذهب أو أن يكون الغطاء الذهبي بنسبة محددة منها، كما كانت تلزم المواطنين بيع ما لديهم من أرصدة النقد الأجنبي المتولدة عن نشاطهم التصديري مقابل حصولهم على عملة وطنية.

وتمثلت أهم المبادئ التي تبناها الاقتصاديون المؤتمر في جنوة للعودة مرة أخرى إلى قاعدة الذهب في:

- ★ ضرورة تحديد قيمة النقود الورقية بالنسبة للذهب؛
- ★ إعادة قابلية صرف النقود الورقية بالذهب؛
- ★ إعادة التوازن للموازنة العامة للدولة، وأن تكف الحكومة عن الاقتراض من الجهاز المصرفي؛
- ★ بذل الجهود من أجل تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات حتى يمكن المحافظة على سعر صرف ثابت للعملة؛
- ★ زيادة كمية الذهب في بنك الدولة؛
- ★ العمل على توفير ثقة الأفراد من جديد في العملة عن طريق مكافحة التضخم؛
- ★ ضرورة إحداث نوع من التوافق بين القوة الشرائية للنقود في الداخل والخارج.

رغم أن المبادئ السابقة كانت السائدة في كل الجهود المبذولة للإصلاح النقدي في مختلف دول العالم إلا أن الإجراءات اختلفت من بلد لآخر بسبب تباين الأحوال الاقتصادية والاجتماعية والسياسية.

وعلى هذا الأساس تطورت قاعدة المسكوكات الذهبية إلى قاعدة السبائك الذهبية والتي تختلف عن الأولى في عدم تداول المسكوكات من يد إلى يد بين الناس وإنما يمكن مبادلة البنكنوت مقابل الذهب من بنك الإصدار حيث يوجد سعر محدد وثابت للذهب مقابل العملة الوطنية.

لوحظ قلة إقبال الناس على تحويل البنكنوت التي في حوزتهم إلى سبائك ذهبية وذلك لتحديد وزن مرتفع لسبائك ذهبية التي تلتزم السلطات النقدية بتحويلها. الأمر الذي يتطلب تدبير مبالغ مالية كبيرة من البنكنوت قد لا تكون متوفرة لدى أغلب الناس، كما لا يشترط في ظل هذه القاعدة أن يحتفظ البنك المركزي باحتياطي يعادل نسبة معينة من البنكنوت المصدرة سواء على شكل عملة ذهبية أو سبائك وإنما يشترط احتفاظه باحتياطي من العملات الأجنبية القابل للصرف بالذهب. كما أنه لا يلتزم بصرف الذهب وإنما هو مطالب بصرف العملة القابلة للتحويل إلى ذهب يستلزم توفر مجموعة من الشروط للقيام بوظائفه:

- تحديد سعر صرف ثابت للعملة الوطنية بعملة أجنبية قابل للصرف بالذهب.

- التزام السلطات النقدية ببيع وشراء حوالات العملة الأجنبية بذلك السعر الثابت.

عادت المملكة المتحدة لنظام الذهب خلال الفترة 1925-1931 وتمسكت بنفس سعر التعادل القديم بالنسبة للدولار (1 ج = \$ 4.87) ولم يكن هذا السعر منصفاً بالنسبة للدولار الذي كان أقوى بكثير من الجنيه 44%، كما عادت فرنسا إلى نفس القاعدة عام 1928، أما ألمانيا فقد دمر التضخم قيمة عملتها وثقل حملها بتعويضات الحرب واضطرت إلى تغيير عملتها عام 1923، ولجأت إلى عقد قروض خارجية ساعدتها على العودة إلى قاعدة الذهب سنة 1924، وهكذا عاد عدد كبير من الدول إلى قاعدة الذهب لفترة محدودة.

بالرغم من أن قاعدة الذهب قد استطاعت التعايش مع ظروف الحرب الأولى والتغيرات الاقتصادية بعد الحرب فإنها لم تستطع تحمل صدمة الكارثة الاقتصادية والأزمة المالية المدمرة، أزمة 1929 أزمة الكساد العظيم فباقتراب نهاية العشرينات كانت اقتصاديات الدول الصناعية تتجه نحو الركود فقد أدى انخفاض مستوى الدخل الأمريكي إلى انخفاض كبير في واردات أمريكا ويعني ذلك تقلصاً في صادرات الدول الأخرى ما أدى إلى انكماش في اقتصاداتهم ولم تنخفض واردات أمريكا فحسب بل انخفض أيضاً تدفق رأس المال الأمريكي للخارج ووجدت معظم الدول الأجنبية موازين مدفوعاتها في عجز وتزايد تدفق ذهبيها إلى الخارج بسرعة مخيفة، حيث أخذ الأفراد يسحبون أرصدهم نتيجة الفزع من البنوك النمساوية الكبيرة وانتشرت بعدها إلى البنوك الأخرى على طول البلاد ومن ثم انتشر الفزع إلى البنوك الألمانية فواجهت الحكومة الألمانية ذلك بفرض قيود على الصرف وتبعها عدد من الدول الأخرى في ذلك ثم امتد الفزع إلى إنجلترا فقررت إلغاء التزامها ببيع الذهب وتركت الإسترليني معوم وقامت دول عديدة أخرى تربطها علاقات تجارية ومالية مع

انجلترا بتعويم عملاتها مع الإسترليني مقابل الدولار والذهب، واتسعت الأزمة لتعم العالم بأسره وبقيت هكذا مستعصية عن العلاج حتى بدأت الحرب العالمية الثانية.

فانهارت على إثرها قاعدة الذهب بحلول العام 21 سبتمبر 1931 عند إعلان بريطانيا توقفها عن قابلية تحويل الجنيه الإسترليني إلى ذهب، بعد فقدانها حوالي 27 مليون إسترليني كما فقدت الكثير من استثماراتها في الخارج، وبإعلان انجلترا انهيار قاعدة الذهب تبعها بقية الدول، وفي 14 أبريل 1933 خرجت أكبر قوة مساندة لقاعدة الذهب وهي الولايات المتحدة وتخفيض قيمة الدولار في 1934 من أجل تشجيع صادراتها وخاصة بعد انهيار (وول ستريت) في أكتوبر 1929 وقد تجمع معظم الرصيد أو الاحتياطي الذهبي في يد الحكومة الأمريكية بعد فرضها على مواطنيها تسليم ما يملكون من نصب مقابل شهادات.

لم يتبقى سوى خمس دول فقط ظلت ملتزمة بقاعدة الذهب هي وفرنسا، بلجيكا، هولندا، إيطاليا، سويسرا. وكان يطلق عليها (جبهة دول الذهب Gold Bloc) إلا أنه بحلول عام 1936 خرجت فرنسا وسويسرا من هذه الجبهة وقامت بتخفيض عملتها كما قامت بعض الدول بإتباع نظام الرقابة على الصرف لتخفيف حدة الأزمات التي تواجهها مستهدفة بذلك توفير احتياطات من النقد الأجنبي لسداد مدفوعاتها الخارجية حيث قامت الحكومات هذه الدول بفرض رقابة على خروج ودخول النقد الأجنبي لكي تحد من تصدير رؤوس الأموال إلى الخارج كي لا تتعرض لحدوث عجز في ميزان مدفوعاتها مما يشكل ضغطاً على سعر صرف العملة يهدد بتخفيضها. هذا من جانب ولتعمل على الحد من استيراد السلع غير الضرورية وادخار رؤوس الأموال الأجنبية لاستيراد السلع الإنتاجية.

وهكذا فإن الخروج عن قاعدة الذهب كان مرفقاً بتخفيضات كبيرة لأسعار صرف العملات المختلفة مما أثر بشكل كبير على حركة التجارة الدولية وأصبح نظام التعويم هو الأساس الذي ارتكز عليه النظام النقدي العالمي في فترة ما بين الحربين.

وأصبح النظام النقدي الدولي قائماً على حرية تعويم العملات حيث شهدت تلك الفترة تنافساً محموماً بين الدول في تخفيض قيمة عملاتها من ناحية وفرض القيود الحمائية من ناحية أخرى (سياسة افقار الجار).

وهكذا انهارت قاعدة الذهب وانتهى العمل بها كنظام نقدي دولي مما أدى إلى البحث عن نظام نقدي بديل، باقتراب الحرب العالمية الثانية التي اندلعت في 02 في سبتمبر 1939، وتوقفت بعد ست سنوات بعد استسلام ألمانيا في ماي 1945 واليابان في سبتمبر من نفس العام، وقد تم بالفعل التوجه نحو تشكيل نظام نقدي دولي وتم تبنيه بنهاية الحرب العالمية الثانية وعرف بنظام "بريتون وودز".

طبيعة التمويل الدولي فيما بين الحربين:

تميزت فترة ما بين الحربين بصفة عامة بظروف فوضوية في التجارة الدولية والتمويل الدولي إذ بانتهاء الحرب العالمية الأولى سنة 1918 تم التخلي عن نظام الذهب الكلاسيكي فأخذت التدفقات الدولية لرؤوس الأموال في تلك الفترة تتجه نحو الضمور، كما ظهر نوع جديد من التمويل وهو القروض الحكومية التي حلت محل الإقراض الخاص والاستثمارات المباشرة التي انكشفت لحد كبير بسبب ضعف الثقة في كفاءة عمل الأسواق المالية

وتغيرت كذلك المراكز المالية الرائدة في العالم وترك الجنيه الاسترليني مكانه للدولار الأمريكي وقامت الولايات المتحدة بدور جديد وقوي في الساحة الدولية، في مجال الاستثمارات الخارجية، حيث شهدت الاستثمارات الأمريكية تزايداً سريعاً في دول أمريكا اللاتينية وكندا كما أن التمويل كان عبارة عن إصدارات السندات طويلة الأجل الأمريكية فأصبحت أمريكا بمثابة الدائن الرئيسي لمعظم دول العالم وصاحبة أكبر رصيد ذهبي، ومالكة لمعظم الاستثمارات المباشرة في العالم.

3. تقييم نظام المعدن الواحد وأسباب انهياره

عمل نظام النقد الدولي على مدى نصف قرن سابقة للحرب العالمية الأولى وفق قواعد الذهب الكلاسيكي مرتكزاً في نجاحه على مصداقية الدول حول ضمانها غير المشروط لتحويل عملتها إلى ذهب بسعر ثابت، وقد تميزت هذه المرحلة بتجارة حرة نسبياً وتحركات دولية غير مقيدة لرأس المال، إلا أن محدودية موجوداتها من الذهب دفعت الدول وخصوصاً خلال فترات الحروب إلى التمويل بواسطة التضخم مما رفع من كلفة القروض الحكومية أكثر مما قد تجنيه من عدم التزامها بقاعدة الذهب نظراً لانخفاض مصداقيتها.

فخلال السنوات التي تلت الحرب العالمية الأولى عانت الكثير من دول أوروبا الغربية من التضخم وانخفضت قيم عملات الكثير من هذه الدول فحاولت العودة إلى نظام الذهب لدعم استقرار قيم عملاتها داخلياً وخارجياً وبالفعل عادت المملكة المتحدة إلى نظام الذهب عام 1925 وفرنسا عام 1926. فقد عادت المملكة المتحدة بنفس القيمة التي كان عليها الباوند الإسترليني قبل عام 1914 رغم أن التضخم خلال سنوات الحرب قد قلل كثيراً من القيمة الداخلية للباوند إلا أن القيمة الخارجية له لم تنخفض بنفس المقدار.

أما فرنسا فقد عادت بقيمة منخفضة للفرنك الفرنسي مما ساعدها على انتعاش تجارة صادراتها وتدفق الذهب إليها عكس إنجلترا التي تضررت تجارة صادراتها بسبب عودتها بقيمة مرتفعة للباوند وبالإضافة إلى مشكلة إعادة تقييم العملة حصلت مشكلة أخرى أدت إلى الخروج عن قواعد نظام الذهب، ومنها التحركات

الكبيرة لرؤوس الأموال القصيرة الأمد التي كانت تنتقل من مركز إلى آخر فتسبب في إعاقه نظام النقد الدولي، هذا وقد تميز النظام الجديد بإتباع الإجراءات من أجل المحافظة على الاحتياطيات الذهبية لدى بلدان العالم والحيلولة دون نزوحه منها.... هذه المشكلات وغيرها دعت إلى شجب عام لنظام الذهب والرغبة في التخلي عنه، فقد تركته المملكة المتحدة في 1931 واتبعها دول أخرى غير أن فرنسا وقليل من الدول الأخرى بقيت عليه حتى عام 1936.

وبعد انهيار هذا النظام بدأت الدول بفرض قيود على تجارتها وفرض الرقابة على الصرف وانقسم العالم إلى عدة مناطق نقدية مثل منطقة الدولار (أمريكا)، منطقة الإسترليني (إنجلترا)، كتلة الذهب (فرنسا وبعض الدول الأخرى)، ثم مجموعة ألمانيا ودول أوروبا الوسطى. ولعل من أهم الأسباب التي أدت إلى انهيار قاعدة الذهب:

- زوال عصر حرية التجارة.
- كان هذا النظام يعتمد بشكل كبير على توفر مخزونات كبيرة من الذهب؛
- كان النظام يتسبب أحياناً في تقلبات اقتصادية بسبب تقلب أسعار الذهب؛
- التفاوت بين إنتاج الذهب ونمو التجارة الدولية، ففي الوقت الذي ينمو فيه إنتاج الذهب سنوياً بمعدل 2% تنمو التجارة الدولية بمعدل 11%؛
- نشوب الحرب العالمية الثانية أدى إلى تركيز الذهب بيد الدول المتقاربة لغرض استخدامه للمشتريات العسكرية؛
- ظهور القوى الاحتكارية كالكثير من الشركات الاحتكارية وشبه الاحتكارية التي تتحكم في الأسعار والإنتاج، وظهور الكثير من النقابات العمالية القوية التي تعمل دائماً على رفع مستويات الأجور ولا تقبل أي تخفيض فيها، هذا ساعد على ضعف العلاقة بين مستويات الأسعار وكمية النقود والذهب الموجود في الدول؛
- بعد أن اتخذ الذهب كقاعدة للنقد، قام الناس بتداول مسكوكاته من يد إلى يد وأصبح للذهب وظيفة مزدوجة. فعلى الصعيد الدولي اعتبر الذهب وسيلة لتسوية الالتزامات الدولية، وعلى المستوى المحلي كانت العملات الذهبية هي وسيط الدفع المقبول تداوله في الأسواق المحلية، وهو ما خلق مع مرور الوقت اختلاف بين قيمة الذهب كسلعة وقيمه كعملة؛
- التضحية باعتبارات الاستقرار الداخلي في سبيل تحقيق التوازن الخارجي من خلال إحجام بعض من الدول الرأسمالية عن رسم سياستها الاقتصادية والنقدية الداخلية على أساس

التوافق بين مستويات الأسعار المحلية والأسعار العالمية ومن هنا قامت بعزل تأثير حركة دخول وخروج الذهب على كمية النقود المتداولة؛

■ الخلل الواضح الذي طرأ على هيكل أسعار الصرف بين العملات القوية بعد العودة لقاعدة الصرف بالذهب فالدول التي عادت إلى القاعدة الذهبية على أساس تثبيت سعر صرفها عن مستواه السابق قبل الحرب عرفت عجزاً شديداً في ميزان مدفوعاتها وكابد اقتصادها مشاكل البطالة وتدهور معدلات النمو (حالة بريطانيا) أما الدول التي عادت لقاعدة الذهب بعد أن خفضت سعر صرفها عن مستواه السابق للحرب فقد استفادت من ذلك حيث زادت قدراتها التنافسية على التصدير وعلى جذب الذهب إليها (حالة فرنسا)؛

■ النظام الشاذ للمدفوعات الخارجية الذي نشأ نتيجة لديون وتعويضات فمعظم دول أوروبا خرجت من الحرب دائنة لألمانيا ومدينة للولايات الأمريكية ومن هنا نشأت صعوبات واضحة لكل هذه الدول في كيفية إدارة وتمويل التحويلات التي تلزم لحساب العمليات الرأسمالية؛

■ خلقت آلية عملية قاعدة الصرف بالذهب بعد العودة إليها مشكلة حادة في السيولة الدولية بسبب سوء توزيع الذهب بين الدول أي تكديس الذهب تركزه في خزائن بعض الدول مثل أمريكا وفرنسا، بحيث فقدت بقية الدول الأخرى جزء كبيراً من احتياطياتها مثل ألمانيا بسبب دفع التعويضات للحلفاء، هذا العامل قضى على أحد مقومات نظام الذهب (حرية دخول وخروج الذهب).

4. النظام المالي الدولي في ظل اتفاقية بريتون وودز (Bretton Woods) (نظام ما بعد الحرب العالمية الثانية 1944 – 1971).

سميت فترة ما بين الحربين العالميتين "بالفوضى الاقتصادية" لما احتوته من كساد، فقدان رأس المال البريطاني لهيمنته على الاقتصاد الدولي، قيام التنافر بين الدول وإقامة القيود في وجه التجارة الدولية والعقبات أمام حركة رأس المال، وانقسام العالم إلى كتل نقدية مع فرض نوع أو آخر من الرقابة على الصرف الخارجي.

فخلال فترة ما بين الحربين الأولى والثانية قامت الدول في عديد من الحالات بتخفيضات في قيمة عملاتها بشكل تنافسي نتيجة خروجها عن قاعدة الذهب، وذلك بهدف حماية صادراتها وتقييد الواردات خصوصاً منها العملات الرئيسية (الجنيه الإسترليني، الدولار الأمريكي، الفرنك الفرنسي والمارك الألماني)، وبعد انتهاء الكساد وباقتراب الحرب العالمية الثانية شعر معظم المراقبين أن العودة للأوضاع المضطربة التي سادت في الثلاثينات لن يكون مقبولا ومن الضروري تصميم نظام نقد دولي يضمن قابلية التحويل للعملات

والاستقرار النقدي ولعبت الرغبات دورها في تشكيل نظام بريتون وودز للنقد الدولي الذي تم تبنيه بنهاية الحرب العالمية الثانية، التي خرجت بفعلها معظم دول أوروبا باقتصاد محطم وبنية مهدمة، كما شهد الاقتصاد العالمي بعد الحرب هزات واضطرابات عنيفة في نظامه النقدي ومعدلات منخفضة لحركة التجارة العالمية، وارتفع معدل التضخم في مختلف اقتصاديات دول العالم .

تم تأسيس نظام بريتون وودز في عام 1944 بناءً على نتائج المؤتمر النقدي والمالي الدولي المنعقد في بريتون وودز، وجمع بين الثبات النقدي والسيولة الدولية. تم تحويل الدولار الأمريكي إلى العملة المرجعية وتم تحديد سعر صرف ثابت للدولار مقابل الذهب. وربط باقي العملات بالدولار. هذا النظام سهل التبادل وساعد في تحفيز النمو الاقتصادي بعد الحرب، لكنه أثبت عدم قدرته على التعامل مع التضخم والتحديات الاقتصادية الأخرى، وفيما يلي سنتناول المراحل التي عرفها النظام المالي خلال هذه الفترة:

أ. المقدمات التاريخية لنظام بريتون وودز:

أراد ممثلو رأس المال الدولي المنتصر في الحرب – بعد ظهور الولايات المتحدة الأمريكية كمرشح للهيمنة – أن يقوم الاقتصاد على حرية السوق الدولية (حرية أسواق الصرف، حرية التجارة الدولية، حرية حركة رأس المال الدولي)، لذا بدأوا في بناء مشروعاتهم الخاصة بإعادة تنظيم الاقتصاد الدولي، منذ أبريل 1942 حتى أبريل 1943 فظهر إلى الوجود كل من المشروع البريطاني (مشروع كينز) تضمن إنشاء اتحاد للمقاصة (Clearing Union) والمشروع الأمريكي (مشروع هوايت) المرتكز على إنشاء صندوق النقد الدولي وهذان المشروعان يهدفان إلى :

① إعادة تنظيم النظام الاقتصادي الدولي على أساس نوع من قاعدة الصرف الخارجي بالذهب؛

② إعادة تنظيم السوق المالية الدولية للائتمان قصير الأجل، على نحو يضمن استقرار أسعار الصرف واستقرار الائتمان وتوازن موازين المدفوعات والائتمان طويل الأجل على نحو يضمن حرية الاستثمار الدولي؛

③ إعادة تنظيم التجارة الدولية على نحو يضمن حرية انسياب السلع في السوق الدولية.

وقد تم طرح المشروعين ضمن مؤتمر بريتون وودز 1944 أين ركز جل اهتمام ممثلو الدول الكبرى المجتمعون على تلافي تكرار توقف نظام النقدي الدولي عن العمل كما حدث بين الحربين العالميتين وما أدى إليه من كوارث اقتصادية سادت جميع أنحاء العالم.

• المشروع البريطاني:

وبلوره الاقتصادي الشهير كيز من منطلقات تتمثل في أن النظام النقدي الجديد يجب أن يكون صالحا من الناحية الفنية للأخذ به، وأن يكفل عدم التدخل في السياسات الداخلية للدولة وأن يحقق هذا النظام المصلحة العامة لكل الدول المشاركة وأن لا يكون هناك تضحيات خاصة ولا أعمال لا تتفق مع مصلحة الدول الفردية لذا فهو يتطلب تكوين مؤسسة دولية ذات طابع مركزي عالمي "اتحاد المقاصة الدولي" حيث يكون لكل دولة مشتركة فيها حصة تحدد مسؤولياتها في إدارة شؤون هذه المؤسسة وتكون مهمتها كمهمة البنك المركزي في النظام النقدي المحلي مع ترك الحرية لكل دولة عضو تحديد سياستها بما يناسب ظروفها، لذا يمكن تلخيص أهدافه في:

- ★ توفير عملة دولية ذات قبول دولي في معاملاتها مع قصر استخدامها على المستوى الرسمي؛
- ★ توفير طريقة ملائمة لتحديد القيم النسبية لعملات الدول المختلفة لضمان عدم لجوءها إلى سياسة التخفيض؛
- ★ توفير كميات ملائمة من النقد الدولي والتحكم فيها حسب مستوى التجارة الدولية ومواجهة حالات التضخم والانكماش على المستوى الدولي؛
- ★ توفير نظام دولي لاستعادة التوازن للدول التي تصاب باختلال خارجي؛
- ★ إيجاد خطة لتوفير كميات ملائمة من الأموال للدول التي خربتها الحروب؛
- ★ إنشاء مؤسسة ذات صيغة فنية ومهمتها الأساسية إدارة النظام بطريقة سليمة.

وتقوم الأفكار الأساسية عند كينز على إنشاء اتحاد دولي للمقاصة بحيث يدير النقود الدولية بحجم يتفق مع تحقيق مستوى مرتفع من النشاط الاقتصادي في دول العالم، وتتكون هذه النقود الدولية من وحدات أطلق عليها اسم بانكور تتمثل في مجموع مسحوبات من الدول الأعضاء من الإتحاد الدولي للمقاصة حيث يجوز لدولة العجز أن تسحب ربع حصتها في السنة بدون قيود أما إذا زاد العجز على ذلك فإن الاتحاد يجوز له أن يطلب من هذه الدولة إما تخفيض عملتها أو فرض رقابة على حركات رؤوس الأموال أو أن تتنازل للاتحاد عن جزء من احتياطياتها من الذهب والعملات الأجنبية ولم يسمح للدولة بأي حال من الأحوال بسحب ما يزيد عن حصتها، وقد تضمنت اقتراحات كينز معاملة خاصة للدولة التي تحقق فائضا بصفة مستمرة فإذا استمر هذا الفائض قائما لمدة طويلة فإن الحقوق المقابلة بالاتحاد تلغى.

وتستخدم كل دولة حصتها من السحب من وحدات البانكور لاستخدامه مع الذهب في تسوية مدفوعاتها الدولية ويقوم هذا الاتحاد على مبدأ المقاصة ويجوز للاتحاد أن يفتح اعتمادات للأعضاء بالسحب من البنك في حدود معينة ولا يحتاج الاتحاد لبدأ عمله إلى أي ودائع ذهبية أو من العملات فأصوله عبارة عن القيود الحسابية التي تقيد في الحساب الدائن فيه باسم البنوك المركزية للدول المختلفة.

• المشروع الأمريكي:

كان جوهره يتلخص في محاربة النظام النقدي الدولي لكافة أشكال القيود على المدفوعات الخارجية والعمل على استقرار أسعار الصرف، وتجنب أساليب إفقار الجار لذلك تم اقتراح صندوق دولي لتثبيت قيم عملات الدول الأعضاء، تملك فيه الدول حسابات دائنة ومدينة وتفيد فيها الأرصدة باليونيتاس وهي وحدة مثلها مثل البانكور، وتقوم الدول الأعضاء بإيداع حصص تقيم على أساس دخلها القومي وما في حوزتها من ذهب وعملات أجنبية بحيث تتكون جزئيا من الذهب ومن عملاتها المحلية ومن بعض اذونات الحكومات لدى الصندوق وتستطيع التي تعاني من عجز في موازين مدفوعاتها أن تسحب منه لمواجهة هذا العجز ولا تستطيع الدولة الاستمرار في شراء عملات أجنبية من الصندوق إذا زاد ما يحوزه الصندوق من عملة هذه الدولة 200 % من حصتها ويستطيع الصندوق أن يفرض على الدولة المفترضة اتخاذ بعض الإجراءات التي يراها ضرورية وعلى عكس اقتراحات كينز فإن اقتراحات هوايت لم تفرض أي عقوبات على الدولة التي يستمر ميزان مدفوعاتها في فائض مدة طويلة ونلاحظ أن مشروع هوايت يقوم على مبدأ الإيداع في حين أن مشروع كينز كان يقوم على فكرة فتح الاعتماد، وقد اهتمت خطة هوايت بضرورة حماية أسعار الصرف والعمل على تثبيتها.

واقترح هوايت أن يكون حجم الحصص لأي دولة على أساس دخلها القومي وما في حوزتها من ذهب وعملات أجنبية وهو ما يعبر عن مصالح الولايات المتحدة الأمريكية التي كانت تمتلك آنذاك أكبر كمية من الذهب وتنتج أعلى دخل في العالم.

ولعل من أهم ما نصت عليه اتفاقية إنشاء صندوق النقد الدولي:

- دعم وتنشيط التعاون النقدي الدولي؛
- تشجيع النمو المتوازن في التجارة الدولية وإزالة الحواجز بأمل تأمين العمالة الكاملة في الداخل وتأمين ثبات سعر الصرف؛

- تجنب حروب تخفيض العملات التي تهدف إلى تنشيط الصادرات ودعم المنافسة على المستوى الدولي؛
- حرية تحويل العملات بين الدول وإقامة نظام متعدد الأطراف للتسويات الدولية؛
- تقديم المساعدة لتصحيح الخلل المؤقت في موازين المدفوعات؛

ب. نظام بريتون وودز:

نتيجة للأوضاع الاقتصادية بين الحربين وتدايعات الحرب العالمية الثانية فكرت كل من أمريكا وبريطانيا في أوائل عام 1943 في خلق نظام نقدي جديد يكون أساسا لعلاقات نقدية دولية لعالم لفترة ما بعد الحرب وإيجاد الصيغة الملائمة لإدارة النظام النقدي الدولي ولهذا الغرض تم عقد مؤتمر بريتون وودز في فندق بريتون وودز بولاية نيوهاامشير بالولايات المتحدة في جويلية 1944 ولمدة ثلاثة أسابيع وحضر هذا المؤتمر 300 شخص يمثلون 44 دولة تمثل أغلب شعوب العالم لمنع تكرار الظروف الفوضوية في التجارة الدولية والتمويل الدولي التي سادت بعد الحرب العالمية الأولى، وقد دعا النظام الجديد إلى إنشاء صندوق النقد الدولي لمراقبة إتباع الأقطار لمجموعة متفق عليها من القواعد في سلوكها المتعلق بالتجارة والتمويل الدوليين وكذا لوضع تسهيلات افتراضية للأقطار التي تواجه مصاعب مؤقتة في ميزان المدفوعات، وقد استمر هذا النظام حتى 1971، وكان مهندسا المؤتمر هما الاقتصادي الإنجليزي جون ماينارد كيز ووزير المالية الأمريكي هاري ديكسترو واتيت وحاول المؤتمر تكريس مجموعة من الأفكار وتحقيق أهداف هامة:

- ضمان حرية التحويل بين العملات الدول المختلفة.
 - وضع نظام لأسعار الصرف يمنع التقلبات العنيفة فيما بينها.
 - تحقيق التوازن في موازين المدفوعات.
 - النظر في موضوع الاحتياطات الدولية لتوفير السيولة الدولية.
 - الإدارة الدولية للنظام النقدي العالمي الجديد.
- كما أسفرت جهود هذا المؤتمر إلى تحقيق نتيجتين مهمتين هما:
- إنشاء صندوق النقد الدولي FMI، الذي باشر مهامه بعد 1947، لتقديم وإدارة الائتمان قصير الأجل

- إنشاء البنك الدولي للتعمير والإنشاء أو ما يعرف باسم البنك العالمي والغرض منه هو مساعدة الدول الأوروبية التي دمرتها الحرب ثم مساعدة الدول الأخرى على التنمية الاقتصادية، من خلال تقديم وإدارة الائتمان طويل الأجل

وبالإضافة إلى المؤسسات السابقتان فقد انبثقت من مؤتمر فكرة إنشاء منظمة التجارة العالمية ولكن لم تنفذ مباشرة وإنما ابتدأت بـ GATT عام 1948.

ويمكن تلخيص خصائص هذا النظام في النقاط التالية:

- ① ربط أسعار عملات الدول إلى الدولار وبالتبعية إلى الذهب؛
- ② أن تلتزم كل دولة بالتدخل في سوق الصرف الأجنبي للحفاظ على سعر الصرف في حدود $\pm 1\%$ عند سعر التعادل في مواجهة الدولار؛
- ③ يمكن للدول أن تمول عجزها المؤقت في موازين مدفوعاتها باستخدام احتياطياتها الدولية وبالاقتراض من صندوق النقد الدولي، أما في حالة وجود اختلال هيكلي، أي وجود عجز أو فائض بشكل كبير ومستمر في ميزان المدفوعات، فإنه يسمح للدولة بأن تغير السعر الاسمي لعملتها في حدود 10% دون اشتراط الموافقة المسبقة للصندوق؛
- ④ استخدام الدول لما لديها من أرصدة دولارية لشراء عملتها المحلية عندما تميل قيمتها للتدهور بأكثر من 1% من سعر التعادل أو التدخل ببيع عملتها وشراء الدولار عندما تتحسن قيمتها بما يفوق 1% من سعر التعادل؛
- ⑤ فرض القيود على تحركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل وذلك لتفادي تأثيرها على نظام أسعار الصرف الثابتة.

وتعتبر هذه الأفكار بمثابة الأهداف الأساسية التي خرج بها مؤتمر "بريتون وودز" والتي أوكلت مهمة الإشراف على تطبيقها لصندوق النقد الدولي الذي انبثق عن المؤتمر المذكور وكذلك البنك الدولي للإنشاء والتعمير.

وعليه أصبح النظام يعتمد على ربط عملة بلد ما بالذهب عن طريق ربط عملته بعملة بلد آخر يسير على نظام الذهب (الدولار)، ويتم ذلك عن طريق احتفاظ البلد التابع بعملة وسندات أجنبية للبلد المتبوع كغطاء للعملة في التداول فتتحدد عملة البلد التابع بعملة البلد المتبوع وليس بالذهب مباشرة. يعتبر هذا

النظام خروج غير مباشر من نظام قاعدة الذهب، حيث تكون وحدة النقد فيه غير قابلة للتحويل إلى ذهب، ولكن تكون قابلة للتحويل إلى عملة دولة أخرى مرتبطة ارتباطاً مباشراً بالذهب وقابلة للتحويل له.

وقد بُوشر العمل باتفاق بريتون وودز ابتداءً من سنة 1946 أين كان الدولار مغطى بالذهب بنسبة 100% وبقي كذلك حتى سنة 1960، وقد سار نظام النقد الدولي طوال الفترة الممتدة من نهاية الحرب العالمية الثانية إلى نهاية الخمسينيات سيراً حسناً إلا أن الوضع قد انقلب منذ نهاية الخمسينيات وأوائل الستينيات وتعاقبت الأزمات والاضطرابات النقدية والتي بدأت بالانفجار فعلياً من 1967 هذا وقد بدأت الولايات المتحدة الأمريكية في خسارة أرصدها الذهبية وازدادت كمية الدولارات في الخارج بنسبة محسوسة وبدأ عجز ميزان المدفوعات الأمريكي بالظهور مما زعزع الثقة في الدولار وازداد الطلب على الذهب والمصارعة إلى اكتنازه عندها أخذت الولايات المتحدة الأمريكية تسدد عجز ميزان مدفوعاتها بالدولار فقط دون استعمال الذهب، وهو ما دفع إلى فقدان الثقة بالدولار أي تزعزع نظام النقد الدولي وقصد معالجة ذلك تم إنشاء "مجمع الذهب"، وكنوع من التخلص من نظام النقد الدولي قامت الولايات المتحدة بإجراء دخل حيز التطبيق في أول 1970 ويعرف هذا الإجراء "بحقوق السحب الخاصة" أو الذهب الورقي والغرض من ذلك إبقاء سيطرة الدولار على النقد الدولي والتخلص من التزامها بتحويل الدولار إلى ذهب.

ج. دور صندوق النقد الدولي في النظام النقدي:

من بين الأهداف التي وردت في اتفاقية إنشاء صندوق النقد الدولي ما يلي:

- تشجيع التعاون النقدي الدولي عن طريق التشاور في المسائل النقدية الدولية؛
- تسهيل النمو المتوازن في التجارة الدولية؛
- تحقيق الاستقرار في أسعار الصرف، وتجنب التنافس بين الدول في تخفيض قيم العملات؛
- تجنب فرض قيود على الصرف؛
- توفير عوامل الثقة والأمان في النظام النقدي الدولي باستخدام موارد الصندوق لمساعدة الدول الأعضاء على تصحيح الاختلالات الخارجية.

ولأجل تحقيق أهداف نظام بريتون وودز اقتبس الصندوق بعض ميزات نظام الذهب فيما يخص تحديد أسعار ثابتة لجميع عملات الدول الأعضاء بالنسبة للدولار على أن لا تتقلب هذه العملات صعوداً أو هبوطاً

عن 1% من سعر التعادل، وتلتزم الدول الأعضاء بالمحافظة على هذا السعر وعدم تغييره إلا في حالة إصلاح اختلال هيكلي في ميزان مدفوعاتها، وبعد التشاور مع الصندوق، وفي حالة عدم الامتثال لقرارات الصندوق فإن الدولة تكون معرضة لفقدان حقها في الامتيازات التي يمنحها لها الصندوق أو الفصل نهائياً من عضويته.

كما كان الدولار بدوره مرتبطاً بالذهب بسعر صرف ثابت قدره 35 \$ للأوقية أي أن سعر الدولار الأمريكي الواحد يقدر بـ 0.888671 غ من الذهب وكانت البلدان الأعضاء ملزمة بإبلاغ الصندوق بسعر صرف عملتها بالنسبة للدولار الذي اعتبر بمثابة سعر التعادل وحجر الأساس لاستقرار أسعار الصرف، وهو الأمر الذي أعطاه دوراً جوهرياً يعود لما تملكه الولايات المتحدة الأمريكية (المنتصر الأكبر من الحرب العالمية) من الذهب وقابلية تحويل الدولار إلى ذهب إلى ذهب.

وقصد تحقيق الاستقرار لأسعار الصرف أقام الصندوق نظام للمدفوعات متعددة الأطراف أي جعل عملات الدول قابلة للتحويل لبعضها البعض وإلغاء الرقابة والقيود على الصرف الذي يقف في وجه نمو التجارة العالمية، كما منع الصندوق الدول التي تطبق نظام الرقابة على الصرف فترة انتقالية لخروج من هذا النظام مدتها خمس سنوات تنتهي في عام 1932.

د. طبيعة التمويل الدولي بعد الحرب العالمية الثانية:

عرفت الفترة التي أعقبت الحرب العالمية الثانية تطوراً وتوسعاً كبيراً لأنماط التمويل الرسمي إضافة لظهور أنماط التمويل المتعدد الأطراف والخاص والثنائي والإقليمي والدولي.

وساعد في ذلك اعتماد الولايات المتحدة برنامجاً للإنعاش الاقتصادي ضمن مشروع مارشال سنة 1947 فالدول الأوروبية خرجت محطمة ومعطلة القوة الانتاجية من الحرب بحيث لم يكن بوسعها انتاج أو تصدير أي سلعة، في حين نمت صادرات أمريكا بشكل كبير فقد حققت فائض في ميزانها التجاري قدر بـ 10 بليون دولار عام 1947 الأمر الذي أدى لندرة في الدولار بالنسبة للدول الأوروبية، ما شكل عائقاً لعجلة التجارة الدولية.

أمام هذا الوضع لم يمكن لأمريكا سوى اقتراح خطة مارشال والتي عرفت باسم برنامج الإنعاش الأوروبي وعليه تم تقديم مقدار 11.6 مليار دولار لأوروبا الغربية خلال الفترة (1948-1951)، شريطة النهوض بالصناعات التصديرية وتشجيع الصادرات الأوروبية اتجاه أمريكا مقابل خفض قيم عملات الدول

الأوروبية، حيث قامت بريطانيا والسويد وهولندا بتخفيض أسعار صرف عملتها بنسبة 30%، ألمانيا 20%، بلجيكا 12% وفرنسا خفضت عملتها مرتين أولي 5% والثانية 15% 1958.

كما تم تقديم مبلغ إضافي قدره 2.6 مليار دولار خلال الفترة (1951-1953)، وبدأت على إثر ذلك البنوك الأوروبية خاصة في لندن وسويسرا بالتعامل بالدولار ايداعاً واقراضاً منذ نهاية الخمسينات، لتنشأ بذلك ما يسمى بأسواق الأورو دولار، وهو الأمر الذي أنعش الاستثمارات والصناعات الأمر الذي أنعش اقتصاديات دول أوروبا تدريجياً وتحسنت موازين مدفوعاتها وزادت الاحتياطات الخارجية لها، وأعلنت قابلية عملاتها للتحويل.

لوحظ زيادة صادرات الدول الأوروبية بحوالي 60% خلال الفترة (1952-1960)، مما أدى لتحسين موازين مدفوعات الدول الأوروبية وزيادة احتياطياتها النقدية كما جلب رؤوس الأموال الأمريكية، مما أدى لنمو العجز في ميزان مدفوعات أمريكا تدريجياً ووضع هذا الأمر حداً أمام ندرة الدولار وأصبح العالم يعرف وفرة فيه حيث تراكم الدولار في خزائن مختلف دول العالم خاصة الدول الأوروبية. وأدى ذلك إلى زيادة معدلات التضخم العالمي.

كما ظهرت في تلك الفترة مؤسسة التمويل الدولي سنة 1956، وهيئة التنمية الدولية سنة 1960 وتم ظهور العديد من المنظمات الاقليمية وبنوك التنمية التي عملت في مجال منح القروض متعددة الأطراف، كما شهدت ستينات وسبعينات القرن العشرين تراكم شديد في المديونية الخارجية لبعض الدول وانفجار الأزمة في عقد الثمانينات.

5. النظام المالي الدولي عقب نظام بريتون وودز التحول إلى نظام صرف مرن (أوائل السبعينيات إلى يومنا هذا):

أ. بداية سقوط نظام بريتون وودز:

عندما حقق نظام بريتون وودز هدفه وهو قابلية العملات للتحويل بدأت الثقة فيه في التدهور، فتراكم الاحتياطات الدولارية الذي مكن أوروبا من تحقيق قابلية تحويل عملاتها خلال الخمسينات قد أدى خلال الستينات إلى زعزعة الثقة في الدولار كعملة رئيسة في النظام وبحلول عام 1959 أخذت تراكمات البنوك الأوروبية المركزية من الدولار تتجه نحو مستويات خلقت عجزاً حاداً في ميزان المدفوعات الأمريكي، ووجدت البنوك المركزية الأجنبية قد تراكم عندها دولارات بسرعة أكبر مما ترغب فيه، وفي النصف الثاني من عام 1965 وبعد تصاعد الحرب الفيتنامية زادت معدلات التضخم في الولايات الأمريكية بسرعة وكثف ذلك من

الضغط لتخفيض قيمة الدولار ورغم قيام مجمع الذهب* ببيع الذهب للوقوف في وجه الزيادة في الأسعار إلا أنه تزايد الضغط نتيجة تزايد عجز ميزان المدفوعات الأمريكية وزيادة حدة التضخم.

أدى زيادة التضخم وتزايد تكاليف الحرب في فيتنام ونمو الديون الأمريكية إلى فقدان الثقة في الاحتياطات الدولارية لدول الفائض، واثارة شكوك حول قيمة الدولار وقدرة الولايات المتحدة على تعويض الدول الأخرى بالذهب، ومن ثم عمدت الدول إلى تحويل فوائضها إلى ذهب وبدأت بذلك أسعار الذهب بالارتفاع في الأسواق، وأدى إلى هبوط مخزون الرصيد الذهبي الموجود في حوزة الولايات المتحدة حيث انخفض من 18 بليون دولار إلى 11 بليون دولار خلال الفترة 1960-1970، ومع تزايد الضغوط على الدولار الأمريكي أصبحت مستحقات الدول اتجاه أمريكا تفوق ما لديها من رصيد ذهبي الشيء الذي طرح الكثير من التساؤلات فيما يخص قدرتها على تحويل الدولار إلى ذهب، وما زاد الطين بله انخفاض أسعار الفائدة في الولايات المتحدة مع بقائها مرتفعة في أوروبا الأمر الذي أدى إلى هروب رؤوس الأموال من أمريكا إلى أوروبا حيث عمق الأزمة (زيادة عرض الدولار الأمريكي ما يعني انخفاض قيمته الفعلية).

وسعى منه للتخفيف من حدة الأزمة قام البنك المركزي الألماني (البوندرز بنك) بشراء ما يزيد على 2 بليون دولار (من 3 ماي إلى 5 ماي 1971) كما ارتفعت احتياطات البنوك السويسرية خلال أيام (ثلاثة) اللاحقة حوالي 800 مليون دولار ثم في 5-5-1971 توقفت كل من ألمانيا وهولندا وسويسرا عن التدخل في أسواق الصرف.

ثم في 9 ماي 1971 رفعت كل من سويسرا والنمسا من قيمة عملتهما بنسبة 7.1% و 5.1% بينما قررت ألمانيا وهولندا تثبيت قيمة عملتهما أمام الدولار في ذلك الوقت وأمام هذه الأوضاع المتأزمة في أسواق الصرف والحالة التي وصل إليها الدولار الأمريكي واحتياطات أمريكا الذهبي قامت الحكومة الأمريكية بالتدخل لإصلاح الأوضاع وذلك بإقرار مجموعة من قرارات على لسان رئيسها ريتشارد نيكسون في 15 أوت 1971 في خطابة الأمة تحت عنوان السياسات الاقتصادية الجديدة، كان محتواها ينص على:

- أولاً وقف تحويل الدور إلى ذهب لأي من التزاماتها الدولية؛
- ثانياً خفض الإنفاق العمومي والمساعدات الاقتصادية الخارجية بقيمة 10%؛
- ثالثاً فرض ضريبة على السلع التي تدخل إلى أمريكا سعياً إلى رفع تنافسية السلع الأمريكية.

* شكلت الولايات الأمريكية وعدة دول صناعية أخرى ما يسمى " بمجمع ذهب لندن " نهاية 1961 للدفاع عن 35 دولار للأوقية من الذهب للحفاظ على مستوى الثقة في الدولار.

كما قامت بإلغاء مجموعة من الرسوم المفروضة على الصناعات الأمريكية ولعل أخطر قرار، وبعد هذه القرارات الصارمة والجريئة من طرف أمريكا شهدت أسواق الصرف اضطرابات كبيرة، حيث خرجت معظم أسعار الصرف عن حدود الهامش المسموح به في نظام بريتون وودز $\pm 1\%$ وهو ما أدى إلى انهيار نظام بريتون وودز، وتحول النظام إلى نظام صرف مرن، حيث أصبحت العملات عائمة تعتمد قيمتها على قوى العرض والطلب في الأسواق،

ب. محاولة احياء نظام بريتون وودز (اتفاق سميثسونيان) :

سادت ظاهرة اللاتيقين نظام النقد الدولي ولمدة خمس أشهر تقريباً بعد اعلان ريتشارد نيكسون وقف تحويل الدولار إلى ذهب حيث عرفت هذه الفترة العديد من الاجتماعات للمجموعة العشرة (G10) (الدول الصناعية الكبرى)، انتهت باتفاقية سميثسونيان هي اتفاقية تم التوصل إليها في ديسمبر 1971 لتعديل أسعار الصرف الثابتة التي أرسيت في مؤتمر برتون وودز عام 1944. وتمثلت في اجتماع وزراء المالية مجموعة الدول العشر ومحافظي البنوك المركزية لكل من الولايات المتحدة واليابان والمملكة المتحدة وفرنسا وألمانيا وهولندا، بلجيكا، السويد، كندا، في مبنى سميثسونيان في واشنطن 17-18 ديسمبر 1971 وتضمن مجموعة من القرارات أهمها:

- تعهدت الولايات المتحدة على إثرها بربط الدولار بسعر الصرف 38 دولار/الأوقية (بدلاً من 35 دولار/الأوقية؛ أي أن الدولار فقد 7,9 % من قيمته)؛
- تسمية سعر الصرف الجديد الدولار الأمريكي بالسعر المركزي بدلاً من سعر التعادل؛
- وافقت البلدان الأخرى على رفع قيم عملاتهم مقابل الدولار الأمريكي: الين + 16,9 %؛ المارك الألماني + 13,6 %، الجنيه الإسترليني والفرنك الفرنسي + 8,6 %، الليرة الإيطالية + 7,5 %، الفرنك السويسري 13,9 %، الفرنك البلجيكي والجيلدر الهولندي 11,6 %؛
- وافقت الولايات المتحدة على إلغاء الضريبة المفروضة على السلع المستوردة ونسبتها 10 % وهو ما يعني عملياً تخفيض قيمة الدولار، وارتفاع سعر الذهب؛
- الاتفاق مؤقتاً للسماح بتقلبات أسعار الصرف بنسبة $\pm 2.25\%$ من السعر المركزي (أسعار التعادل الجديدة) بعد أن كانت هذه الحدود تمثل $\pm 1\%$ حسب اتفاقية بريتون وودز؛
- إعفاء أمريكا من التزامها بتحويل الدولار إلى ذهب عند الطلب؛
- تكوين لجنة من قبل صندوق النقد الدولي تتولى تقديم اقتراحات حول إصلاح النظام.

ج. الملامح الرئيسية للنظام النقدي خلال هذه الفترة:

تم تشكيل لجنة العشرين: في 07 فيفري 1972 وبعد مرور سنتين في 1974 قدمت تقرير بعنوان "المخطط التمهيدي للإصلاح" في 19-6-1974 واكتفت بالإشارة إلى السمات الرئيسية لإصلاح نظام النقد الدولي وكانت كالتالي:

① إقرار مبدأ المسؤولية المشتركة في تحقيق التوازن الخارجي وبالتالي يتعين العمل على إعادة النظر في حالة موازين المدفوعات، ليس فقط بالنسبة للدول ذات العجز، بل أيضا بالنسبة للدول ذات الفائض مع الأخذ في الحسبان الأوضاع الخاصة للدول النامية والدول المنتجة للبترول؛

② اقتراح حل وسط بين جمود نظام بريتون وودز من حيث الاحتفاظ بمبدأ أسعار التعادل الثابتة وبين نظام تعويم العملات فاقترحت اللجنة التوسع في مدى التقلبات من 1 إلى 2.25%؛

③ بالنسبة لتسوية الحسابات الدولية رأت اللجنة أن تكون عن طريق أصول احتياطية لها قبول دولي عام وليس من خلق الدولة ذاتها كما كانت الحال بالنسبة للولايات الأمريكية التي كانت تمول العجز في ميزان مدفوعاتها بالدولار وهذه الأصول الاحتياطية قد تكون ذهباً أو حقوق السحب الخاصة أو عملات أخرى قابلة للتحويل؛

④ وبالنسبة للسيولة الدولية من حيث كفايتها ومكوناتها فقد رأت اللجنة ضرورة زيادة الأهمية النسبية لحقوق السحب الخاصة وقيامها بالدور الرئيس في مكونات السيولة الدولية في المستقبل؛

⑤ وبالنسبة للدول النامية وتمكينها من الحصول على قدر أكبر من الموارد الحقيقية رأى أن يكون عن طريق زيادة إفادتها من نظام حقوق السحب الخاصة.

لم يكن اتفاق سميثسونيان ناجحاً في تحقيق أهدافه، وتم التخلي عنه في عام 1973. وكان من أهم أسباب فشله عدم قدرة البلدان على الحفاظ على أسعار صرف ثابتة في ظل ظروف اقتصادية متقلبة، وتعد اتفاقية سميثسونيان علامة بارزة على نهاية نظام برتون وودز، الذي كان النظام النقدي الدولي السائد بعد الحرب العالمية الثانية. وقد أدى فشل الاتفاقية إلى الانتقال إلى نظام أسعار صرف أكثر مرونة ضمن اتفاقية جاميكا التي كانت بمثابة التعديل الثاني لاتفاقية بريتون وودز.

د. اتفاقية جاميكا:

لم يعالج اتفاق سميثسونيان الأزمة النقدية الدولية لاتسامه بضعف المحتوى فقد استمر الدولار غير قابل للتحويل إلى ذهب بعد تخفيضه وظلت البنوك المركزية للدول غير قادرة على مبادلة الدولار بالذهب على أساس السعر الجديد. كما لوحظ ارتفاع سعر الذهب في الأسواق الحرة، وبدأت حركات المضاربة في

الاشتعال مرة أخرى. ففي عام 1972 وقعت ضغوط شديدة على الجنيه الإسترليني الأمر الذي أدى بالحكومة للعودة إلى التعويم مرة أخرى في حين قامت كل من هولندا وسويسرا واليابان إلى اتخاذ إجراءات تهدف إلى وقف تدفق الدولارات إلى أسواقها، كما أن نتائج الميزان التجاري لسنة 1972 جاءت مخيبة للأمل فقد استمر العجز في الميزان التجاري حتى وصل إلى 6.8 مليار دولار مقابل 2.7 مليار دولار للعام السابق. وفي يناير 1973 حدث تدفق شديد من الدولارات على سويسرا مما دفعها إلى التوقف عن تدعيم الدولار وأعلنت في 23-01-1973 تعويم الفرنك السويسري. وفي 12 فبراير 1973 تم اعلان إقفال الأسواق النقدية في مختلف الدول الأوروبية كما أعلنت اليابان تعويم الين.

نتيجة لذلك أعلنت الولايات المتحدة تخفيض ثاني في قيمة الدولار بنسبة 10% وهذا التخفيض فقد الدولار تماما مكانته كنقطة ارتكاز في النظام النقدي.

في ظل هذه الأوضاع تم في عام 1976 عقد مجلس محافظي صندوق النقد الدولي اجتماعا في "جاميكا" وتم فيه التعديل الثاني لاتفاقية بريتون وودز حيث جاءت اتفاقية جاميكا للتأكد على ضرورة الإصلاح النقدي ولعل أهم إصلاح قامت به هو إلغاء المادة الرابعة من اتفاق الصندوق التي كانت تلزم بتحديد أسعار الصرف الخاصة بعملات الدول وفقا لنظام استقرار أسعار الصرف أو أسعار التعادل بمادة أخرى تنص على حرية أسعار الصرف نظام تعويم العملات وقد اعتبر هذا التعديل مجرد تحصيل حاصل لأن أغلب الدول قامت بذلك بدون اللجوء إلى الصندوق، ومن أهم القرارات الأخرى التي تضمنها هذا التعديل ما يلي:

① إلغاء سعر الصرف الثابت: الاستقرار والحرية في نظام الصرف هما دعامة النظام الجديد فقد نصت هذه الاتفاقية على إن كل دولة من الدول الأعضاء أن تتعهد بالتعاون مع صندوق النقد الدولي ومع الدول الأخرى بوضع نظام مستقر لسعر الصرف عن طريق تعديل سياساتها الاقتصادية والنقدية والمالية كما أن لكل دولة حرية اختيار الإجراءات الخاصة بالصرف كان تناسب قيمة عملتها في سوق الصرف والتقييد الوحيد هو عدم الاستناد إلى الذهب تحت أي شكل من أشكاله؛

② إنهاء الدور الرئيسي للذهب كوحدة مرجعية لتقييم حقوق السحب الخاصة والعملات الوطنية للدول الأعضاء فالبنوك المركزية تستطيع أن تباع وتشتري الذهب في السوق الحرة وفقا للأسعار السائدة ففي ظل نظام بريتون وودز كان محظور عليها شراء أو بيع الذهب في السوق الحرة بالسعر الرسمي هذا من ناحية ومن ناحية أخرى تم إلغاء السعر الرسمي بمعنى أنه لم يعد يحق للبنوك المركزية التدخل في السوق لتحقيق الاستقرار في سعر الذهب حيث يتعين عليها الأخذ بالسعر الذي تحدده السوق والموافقة عليه؛

③ قيام صندوق النقد الدولي برد سُدس من مخزونه الذهبي إلى الدول الأعضاء وتخليه عن سُدس آخر يباع في السوق الحرة عن طريق المزايمة على أن تخصص الزيادة في قيمته للدول المتخلفة بالإضافة إلى عدم التزامه ببيع الذهب للدول الأعضاء ولكن يمكنه التخلي عن حقوق السحب الخاصة بغرض حصول الدول على عملات أجنبية؛

وكانت هذه الخطوة من إلغاء دور الذهب كأساس في نظام أسعار تعادل صرف العملات وإنهاء العمل بالسعر الرسمي للذهب وإنهاء استعماله من قبل صندوق النقد الدولي في معاملاته هو لدعم الدور الذي يمكن أن تلعبه حقوق السحب الخاصة في السيولة الدولية لتصبح الاحتياط الرئيس في نظام النقد الدولي فقد انخفضت نسبة الذهب في الاحتياطيات الدولية من 59% عام 1964 إلى 15% عام 1977؛

④ أن تكون وحدة حقوق السحب الخاصة هي الأصول الاحتياطية الأساسية في نظام النقد الدولي؛

⑤ تدعيم سلطة الصندوق بإنشاء مجلس دائم للمحافظين يراد به الإشراف العام على النظام وتطويره ومراقبة تطور موازين مدفوعات مختلف الدول ومتابعة تطور حجم السيولة الدولية كما أن للصندوق وسائل ضغط يمكن ممارستها ضد الدول التي لا تنصاع لتعليماته.

ومنذ اتفاقية جمايكا أصبح التعويم هو السمة السائدة للعملات القوية وانتهى تماماً عصر الثبات والاستقرار في أسعار الصرف وخرج الذهب من نظام النقد وأصبح سعره يتحدد بناء على أحوال الطلب والعرض، وفي 1978 تم تعديل اتفاقية الصندوق بحيث جعلت أسعار الصرف العائمة أمراً مشروعاً وقللت من دور الذهب ودعمت دور حقوق السحب الخاصة في نظام النقد الدولي وزادت من الحصص في الصندوق من 29 مليار وحدة إلى 39 مليار وحدة، وقد كان أهم تغير متمثلاً في جعل تعويم أسعار الصرف عملاً مشروعاً وقد سمح ذلك للأقطار الأعضاء أن تختار من نظم بديلة عديدة لأسعار الصرف :

سعر صرف عائِم حر، تعويم مدار (يمكن في ظلّه التدخل في سوق العملة من قبل السلطات النقدية حسب مؤشرات يضعها الصندوق وتحت رقابته)، سعر صرف ثابت (يمكن في ظلّه تحديد سعر التعادل في إطار حقوق السحب الخاصة أو أي موجود آخر ولكن ليس في إطار الذهب).

أما بالنسبة للدولار الأمريكي فقد تم تقليل دوره إلا أنه يبقى مع ذلك أكثر العملات الدولية استعمالاً في المعاملات وأكثر العملات التي يتم التثبيت بها في الأقطار النامية، فقد يبقى الدولار مستعملاً على نطاق واسع كما لا يزال الدولار أكثر العملات استعمالاً كعملة احتياطية دولية.

ومن هنا فقد جاء الانتقال من نظام أسعار الصرف الثابتة إلى أسعار الصرف المعومة لمعالجة عدم قدرة نظام بريتون وودز على استيعاب الوفورات النفطية في بداية السبعينيات ونهايتها وما ترتب عليها من عجوزات هائلة في موازين مدفوعات وموازنات العديد من الدول وكان لابد من اتفاق الدول الكبرى على التعاون من خلال اتفاقيتي بلاتزا والوفور لإدارة نظام أسعار الصرف المرنة وعدم تركه لقوى السوق وما يعتريها من مضاربات دائمة تشتت تأثير العوامل الأساسية في تحديد أسعار الصرف.

هـ. أسباب فشل نظام بريتون وودز:

لقد فشل نظام بريتون وودز بسبب ما احتواه من تناقضات في سيره وتنفيذه مثل:

- لم يسمح في ظل هذا النظام للدول بالقيام بإجراءات تصحيحية لعجز في ميزانيتها كما كان الحال في نظام الذهب؛
- عانى النظام من مشكل رئيسي تمثل في ارتكازه على عملة واحدة وهي الدولار هذا يعني أن استقرار النظام ككل متوقف على استقرار الدولار فحدث أي هزة فيه تنعكس على النظام ككل؛
- كما أنه لم يأخذ في الحسبان تزايد أهمية العملات الأخرى الين الياباني والعملات الأوروبية؛
- كما أن تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات الأمريكي يعني تثبيت حجم السيولة الدولية أما إذا تحقق العجز في ميزان مدفوعاتها فهذا يؤدي إلى توفير سيولة دولية كافية ولكن يؤدي إلى إهدار الثقة في العملة الوسيطة وتحويلها إلى ذهب.

إن نظام بريتون وودز كان صالحا في ظل ظروف معينة (الفترة التي عقت الحرب فقط) والسبب الرئيسي في تقويض دعائم هذا النظام هو التضخم السريع الذي أثر في حركات التبادل التجاري الدولي.

و. التمويل الدولي في ظل نظام بريتون وودز وما بعدها

شهد التمويل الدولي خلال هذه الفترة تصاعداً أهمية حقوق السحب الخاصة التي تمثل مصدراً إضافياً للسيولة الدولية أوجدها صندوق النقد الدولي 1969 من أجل حل مشكلة قلة السيولة الدولية في مواجهة النمو السريع للمعاملات التجارية الدولية. إلا أنها لا تستخدم مباشرة في المعاملات التجارية الدولية وإنما تستخدم من قبل الحكومات والبنوك المركزية للأقطار الأعضاء في الصندوق للحصول على قيادية مقابل هذه الوحدات.

وحقوق السحب الخاصة ليست نقوداً ورقية بل هي قيود دفترية تفتح بها حسابات دائنة بحصص الدول الأعضاء لدى صندوق النقد الدولي وهذه الحسابات الدائنة تعطي الدول الحائزة عليها الحق في الحصول

على تسهيلات ائتمانية بعملات قابلة للتحويل من الدول الأخرى الأعضاء في الصندوق وتستمد حقوق السحب الخاصة قوة إبرائها في مجال المدفوعات الدولية من قبول كل عضو مشترك يقع عليه اختيار الصندوق للأصول الجديدة إذا ما قدمها له عضو آخر. وإن يدفع مقابلها عملة قابلة للتحويل، بذلك يعد القبول هو العامل الرئيسي الذي يعطيها قيمتها كأصول نقدية.

ز. التطورات الراهنة في النظام المالي الدولي:

تشهد المرحلة الراهنة تطورات تكنولوجية سريعة، وتحولات في التجارة العالمية والابتكارات المالية وتغييرات في التكنولوجيا تؤثر على كيفية التداول والاستثمار، كما عرف التمويل الدولي ظهور نوع جديد من التمويل تمثل في العملات الافتراضية وهي نوع من العملات الرقمية التي تُستخدم لإجراء المعاملات المالية عبر الإنترنت. فهي ليست مدعومة بأي من الأصول المادية، مثل الذهب أو العملات الورقية، بل تعتمد على تقنية التشفير، ظهرت للوجود مع ظهور عملة البتكوين سنة 2008 ومنذ ذلك الحين، انتشرت العملات الافتراضية الأخرى، مثل الإيثيريوم واللايتكوين....

في السنوات الأخيرة، زادت شعبية العملات الافتراضية بشكل كبير. ومع ذلك، فإنها لا تزال تمثل جزءاً صغيراً من النظام المالي العالمي. من المتوقع أن تستمر العملات الافتراضية في التطور في السنوات القادمة، ومن الممكن أن تصبح أكثر أهمية في النظام المالي العالمي، لما تتمتع به العملات الافتراضية من مزايا، مثل:

- السرعة والسهولة في الاستخدام: يمكن استخدام العملات الافتراضية لإجراء المعاملات المالية عبر الإنترنت بسرعة وسهولة. هذا يمكن أن يوفر الوقت والمال للمستثمرين والتجار.
 - عدم التدخل الحكومي: العملات الافتراضية لا تخضع للسيطرة الحكومية. هذا يمكن أن يوفر مزيداً من الحرية للمستثمرين والتجار.
 - الأمان: العملات الافتراضية تعتمد على تقنية التشفير، مما يجعلها آمنة من التزوير.
- ومع ذلك، فإن العملات الافتراضية لها أيضاً بعض المخاطر، مثل:

- التقلبات الشديدة في الأسعار: العملات الافتراضية عرضة للتقلبات الشديدة في الأسعار، مما يعني أن قيمتها يمكن أن ترتفع أو تنخفض بشكل كبير في فترة زمنية قصيرة. هذا يمكن أن يعرض المستثمرين للخسائر الكبيرة.
- عدم الاستقرار القانوني: العملات الافتراضية غير قانونية في بعض البلدان، وقد تكون عرضة للتنظيم في البلدان الأخرى. هذا يمكن أن يخلق عدم اليقين للمستثمرين ويجعل من الصعب استخدام العملات الافتراضية للتجارة.

■ إمكانية استخدامها في الأنشطة غير القانونية: يمكن استخدام العملات الافتراضية في الأنشطة غير القانونية، مثل غسل الأموال والتجارة بالمخدرات. هذا يمكن أن يضر بسمعة العملات الافتراضية ويجعل من الصعب قبولها من قبل المؤسسات المالية.

من المحتمل أن تحدث العملات الافتراضية ثورة في النظام المالي الدولي. فهي لا تخضع للسيطرة الحكومية أو المصرفية المركزية، مما يعني أنها يمكن أن تكون أكثر كفاءة وأماناً من العملات التقليدية، فيمكن أن تجعل العملات الافتراضية المعاملات المالية أسرع وأسهل وأرخص، وأكثر كفاءة، كما يمكن أن تجعل العملات الافتراضية المعاملات المالية أكثر شمولية، حيث يمكن استخدامها من قبل أي شخص لديه اتصال بالإنترنت، بغض النظر عن مكان وجوده أو وضعه الاقتصادي.

عموماً يعد دور العملات الافتراضية في النظام المالي الدولي غير واضح بعد، ومن المحتمل أن تستمر العملات الافتراضية في التطور في السنوات القادمة، ومن الممكن أن تصبح أكثر أهمية في النظام المالي العالمي.

خامساً: مصادر التمويل الدولي

من الطبيعي أن تعتمد أي دولة في تمويل حاجياتها على مصادرها الذاتية (الداخلية) أولاً سواء كانت ادخارات محلية أو ضرائب أو تمويل بالعجز (الإصدار النقدي) وعند عدم كفاية هذه المصادر تلجأ إلى التمويل الخارجي بشتى أنواعه (التمويل الدولي) والذي ينقسم إلى قسمين رئيسيين كالتالي:

1. حسب الأجل:

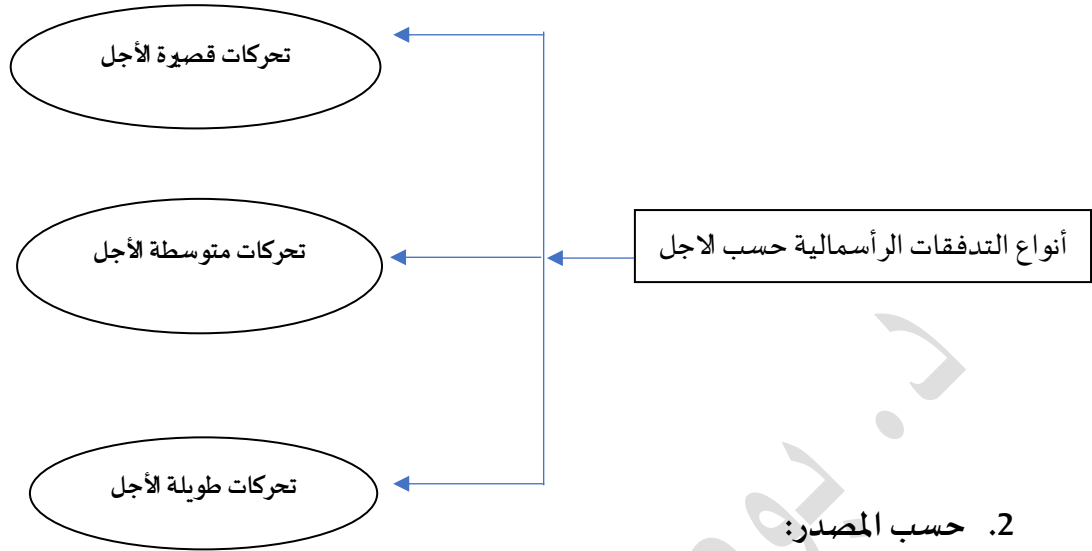
تنقسم التدفقات الرأسمالية الدولية من حيث الأجل الزمنية إلى:

- تدفقات قصيرة الأجل؛
- تدفقات متوسطة الأجل؛
- تدفقات طويلة الأجل.

تتحرك تدفقات رأس المال الدولي طويلة الأجل لشراء وبيع الأسهم والسندات في الأسواق الدولية بهدف تحقيق عائد دون اكتساب الحق في إدارة ورقابة المؤسسات أو الهيئات التي تصدر هذه الأصول، أو للقيام بالاستثمار الأجنبي المباشر من خلال إنشاء شركات جديدة مع امتلاك أسهمها وإدارتها ومراقبتها وتنفيذ العمل بهذه الشركة.

أما التدفقات قصيرة الأجل فتتحرك قصد تحقيق الفوائد كالقروض، والتسهيلات....

شكل 3: الإطار الزمني لإجمالي التدفقات الرأسمالية على المستوى الدولي



2. حسب المصدر:

تنقسم حسب الجهات المانحة (الدائنة) إلى:

- مصادر رسمية؛
- مصادر غير رسمية.

الجدول 1: تصنيف التمويل حسب الجهة المانحة والجهة المتلقية للتمويل

الجهة المتلقية	الجهة المانحة	نوع التمويل	
حكومية	حكومية	رسمية ثنائية	رسمية
حكومات أفراد شركات مؤسسات بنوك....	جهة إقليمية متعددة الأطراف	رسمية متعددة الأطراف	
	جهة دولية متعددة الأطراف		
	أفراد شركات مؤسسات بنوك....	خاصة	

المصدر: من اعداد الباحثة.

أ. المصادر الرسمية لرؤوس الأموال: هي مصادر القروض التي تعقد بين حكومات الدول المقرضة، وحكومات الدول المقرضة أو إحدى هيئاتها العامة أو الخاصة، كما تشمل القروض التي تعقد بين الحكومات المقرضة والمنظمات الدولية والإقليمية ومتعددة الأطراف، وعلى ذلك فإن التحركات الرسمية تأخذ أحد الأشكال التالية:

- قروض حكومية ثنائية؛

- قروض دولية متعددة الأطراف؛

- قروض إقليمية متعددة الأطراف.

✓ مصادر التمويل الثنائية:

وتتمثل في تلك القروض والمساعدات والمنح التي تعقد بين الحكومات المختلفة ويتم منح هذه القروض على أسس تفضيلية. بعد عدة مفاوضات بين حكومات الدول المانحة وحكومات الدول المتلقية للقرض حول: قيمة القرض، أجل استحقاقه، معدل الفائدة، مصاريف الارتباط، طريقة الاتفاق والسحب من القرض، كيفية السداد، وفترة السماح إن وجدت.

وظهر هذا النوع من التمويل بعد الحرب العالمية الثانية، بعد تقديم الو.م.أ قروضها ومعوناتها لدول غرب أوروبا في إطار مشروع مارشال الأمريكي، وحينما قررت الأمم المتحدة اعتبار الفترة (1960-1980) بمثابة عقدي التنمية العالمية، وتتميز هذه القروض بالخصائص التالية:

- طول الأجل، حيث تتراوح فترات السداد من 5 سنوات إلى 40 عاما، حيث تدرج هذه القروض تحت بند القروض السهلة (soft loans)، أي أن خدمة الدين المرتبطة أساسا بأصل القرض تكون منخفضة إلى حد كبير.

- تفرض على هذه القروض أسعار فائدة منخفضة مقارنة بالمصادر الخاصة للتمويل؛

- تحتوي هذه القروض على فترة سماح قبل البدء في سداد أصل القرض عادة تتراوح بين 3-10 سنوات، (أي قيام المدين المقترض باستخدام القرض دون الالتزام بسداد أقساطه إلا بعد مرور فترة معينة تسمى بفترة السماح وهي تخفيف حقيقي تكلفة الاقتراض).

✓ مصادر التمويل متعددة الأطراف:

تتمثل المصادر الرسمية للتمويل الدولي متعدد الأطراف في مصدرين أساسيين هما: مؤسسات التمويل الدولية ومؤسسات التمويل الإقليمية.

مؤسسات التمويل الدولية:

ويقصد بها تلك المؤسسات التابعة لهيئة الأمم المتحدة والتي تضم في عضويتها معظم دول العالم وتتعامل في مجال الإقراض الدولي ولا يقتصر تعاملها على مجموعة من الدول دون غيرها، وتضم (سيتم التفصيل فيهم في محور لاحق):

- الصندوق الدولي للتنمية الزراعية (IFAD)

- صندوق النقد الدولي IMF

- مجموعة البنك الدولي:

▪ مؤسسة التنمية الدولية (IDA)

▪ البنك الدولي للإنشاء والتعمير (IBRD)

▪ مؤسسة التمويل الدولية (IFC)

▪ الاتحاد الدولي للاتصالات (ITU)

مؤسسات التمويل الإقليمية:

هي مؤسسات ذات نشاط تمويل إقليمي تهدف إلى تمويل مجموعة معينة من الدول، ترتبط ببعضها جغرافيا، وتقوم أحيانا بتقديم مساعدات للغير من الدول النامية بغض النظر عن موقعها، وتتكون من مجموعة من بنوك التنمية الإقليمية وصناديق التمويل الأخرى، وأهمها هي:

- البنك الإسلامي للتنمية: (IDB) هو بنك دولي يمول المشاريع التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية، ويقع مقره الرئيسي في جدة، المملكة العربية السعودية.
- بنك التنمية الآسيوي: (ADB) هو بنك دولي يمول المشاريع في منطقة آسيا والمحيط الهادئ، ويقع مقره الرئيسي في مانيلا، الفلبين.
- البنك الأوروبي للإنشاء والتعمير: (EBRD) هو بنك دولي يمول المشاريع في دول أوروبا الوسطى والشرقية وآسيا الوسطى، ويقع مقره الرئيسي في لندن، المملكة المتحدة.
- البنك الأوروبي للاستثمارات: (EIB) هو بنك دولي يمول المشاريع في دول الاتحاد الأوروبي، ويقع مقره الرئيسي في بروكسل، بلجيكا.
- البنك الأفريقي للتنمية (AfDB): يركز على دعم التنمية في القارة الإفريقية من خلال توفير التمويل والمشاريع التي تعزز البنية التحتية والنمو الاقتصادي.
- البنك الأمريكي للتنمية (IDB): يسعى لتعزيز التنمية الاقتصادية والاجتماعية في مناطق أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي.

- البنك العربي للتنمية الاقتصادية في أفريقيا (BADEA): يهدف إلى تعزيز التنمية الاقتصادية والاجتماعية في دول إفريقيا من خلال تقديم التمويل والدعم الفني.
- صندوق النقد العربي (AMF). هو مؤسسة مالية إقليمية تأسست في عام 1976 بهدف تعزيز التعاون الاقتصادي والنقدي بين الدول العربية. يهدف الصندوق إلى تقديم الدعم المالي والتقني للدول الأعضاء لمساعدتها على تحقيق الاستقرار الاقتصادي وتعزيز نموها المستدام.
- صناديق التنمية الإقليمية: وهي مؤسسات عادة ما تكون أصغر من البنوك الإقليمية وتهدف إلى دعم التنمية الإقليمية والاقتصادية والحد من الفقر في مناطق محددة حول العالم من خلال التركيز على تمويل مشاريع معينة، مثل البنية التحتية أو الطاقة وعادة ما تكون مدعومة من قبل الحكومات، تختلف هذه الصناديق في نطاقها ومجال عملها، ومن بينها:
 - صندوق الاستثمار الاستراتيجي للخليج (صندوق الاستثمار السيادي)، صندوق التنمية الاقتصادية والاجتماعية للأمم المتحدة (UNDP)، صندوق تنمية الشرق الأوسط، صندوق الأوبك للتنمية الدولي، صندوق التنمية الصيني (CDF)، صندوق الاستثمار الاستراتيجي للتنمية، صندوق تنمية الجنوب الأفريقي...
- ب. المصادر الخاصة لرأس المال: هي كل القروض الممنوحة من جهات خاصة (أفراد ومؤسسات) إلى حكومات الدول الأجنبية أو المؤسسات العامة أو الخاصة بها، ويأخذ هذا النوع من التحركات أحد الأشكال التالية:
 - تسهيلات الموردين؛
 - تسهيلات مصرفية؛
 - أسواق المال الدولية والمحفظة الاستثمارية؛
 - الاستثمار المباشر؛
 - القروض التجارية الدولية.

✓ تسهيلات موردين Supplier Credits:

ويطلق عليها أحيانا قروض التصدير، وهو 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 سنة إلى 10 سنوات، وبأسعار فائدة تعتمد في تحديدها على أسعار الفائدة السائدة في سوق الاقتراض الدولي طويل الأجل، ويوجد نوعان من قروض التصدير:

- الأول: عبارة عن ائتمان يقدمه المصدر إلى المستورد مباشرة.
- الثاني: تمنحه غالبا مؤسسة مالية في بلد المصدر للمشتري ويطلق عليه ائتمان المشتري (Buyercredit).

✓ تسهيلات مصرفية Banc crédit:

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 فائدها 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، وهي قسمين رئيسيين:

- السوق النقدية الدولية: تشمل التعامل بين البنوك التجارية في الودائع ذات المبالغ الكبيرة والمدة القصيرة (تتراوح من يوم إلى سنة)، وتتأثر هذه السوق بتقلبات أسعار الصرف، لأن التعامل فيه يجري بالعملات الأجنبية.

- سوق رأس المال الدولية: وتتمثل هذه السوق في أسواق الأوراق المالية (البورصات) الدولية، يتم فيها بيع وشراء وتداول أسهم الشركات الكبرى ومتعددة الجنسيات وكذا سندات وسندات الحكومات على اختلاف مدتها وحجمها.

ويشارك في التعامل في هذه السوق الحكومات، والأفراد، وصناديق الاستثمار والشركات الدولية، وشركات التأمين والبنوك المتخصصة وصناديق التقاعد... إلخ، وتكون الفترة الزمنية للسندات المصدرة بين 3-5 سنوات، ويتم التعامل في هذه السوق بعقد القروض المشتركة إضافة إلى إصدار وتداول السندات الأوروبية والأجنبية، وتتأثر هذه السوق بتغيرات أسعار الفائدة بالإضافة إلى تغيرات أسعار صرف العملات.

✓ الاستثمار الأجنبي المباشر:

ويقصد بهذا النوع تملك أصحاب رأسمال الأجنبي للمشاريع المقامة ملكية تامة يتم فيها استغلال موارد اقتصادية جديدة من رأس مال وعمل ومواد أولية مما يخلق إضافة حقيقية للناتج الوطني الإجمالي للبلد

المتلقي لهذا النوع من التمويل وقد تكون هذه الاستثمارات استثمارات أجنبية مباشرة خاصة أو تكون استثمارات أجنبية مباشرة ثنائية فضلا عن الشركات المتعددة الجنسيات ويأخذ أحد الأشكال التالية:

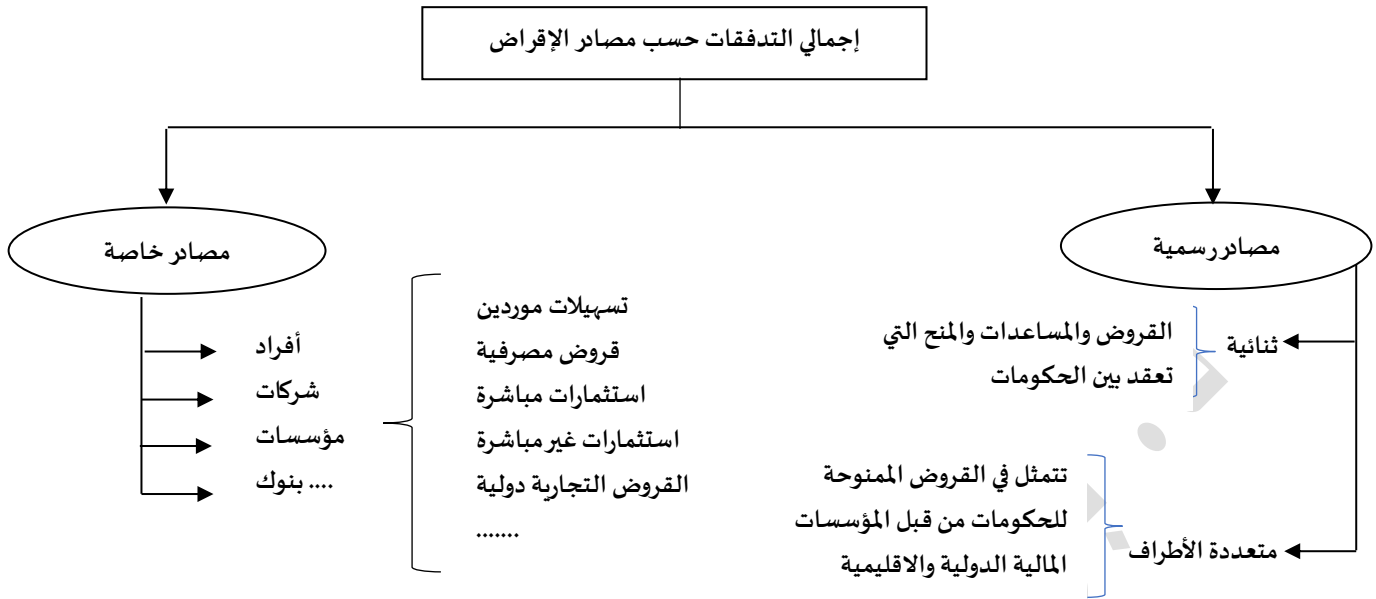
- شركة تنوع فيها الملكية بين رأسمال الأجنبي والرأسمال الوطني العام - الحكومي -؛
- شركة تنوع فيها الملكية بين الرأسمال الأجنبي والرأسمال الوطني الخاص؛
- شركة تنوع فيها الملكية بين الرأسمال الأجنبي والرأسمال الوطني الخاص والعام.

✓ القروض التجارية الدولية:

القروض التجارية الدولية هي أنواع من التمويل المالي التي تتم بين كيانات تجارية (شركات، مؤسسات، وحدات تجارية) من دول مختلفة. هذه القروض تستخدم لتمويل الأنشطة التجارية والاستثمارات عبر الحدود الوطنية، وتسهم في تعزيز التجارة الدولية وتحقيق فوائد اقتصادية للأطراف المعنية. ومن أمثلتها ما يلي:

- قروض الاستثمار: هذه القروض تُقدّم لتمويل مشاريع استثمارية كبيرة مثل إنشاء مصانع، وبنية تحتية، ومشاريع طاقة. تهدف هذه القروض إلى تعزيز النمو الاقتصادي وتطوير البنية التحتية في البلدان المستفيدة.
- قروض التجارة والتصدير: تُستخدم هذه القروض لتمويل عمليات الشراء والتصدير بين البلدان، حيث تساعد في تيسير عمليات التجارة وتقديم التمويل للمشتريين الدوليين لشراء السلع والخدمات.
- قروض الشراء المشترك: يمكن لشركات من دول مختلفة التعاون للحصول على قروض مشتركة من البنوك الدولية أو المؤسسات المالية لتمويل مشروع مشترك أو لتحقيق أهداف مشتركة.
- قروض العملاء: تمنح هذه القروض للشركات الدولية لتمويل احتياجاتها التشغيلية أو لتنمية أعمالها الحالية.
- قروض الاستدانة: يمكن أن تُستخدم هذه القروض لتمويل الحكومات الدولية لمشاريع عامة كبيرة مثل بنية تحتية وخدمات عامة.

شكل 4: إجمالي التدفقات الرأسمالية على المستوى الدولي حسب المصدر



المحور الثاني: المؤسسات المالية الدولية

المحور الثاني:

المؤسسات المالية والدولية

أولاً: مدخل للمؤسسات المالية والدولية

خلال فترة ما بين الحربين العالميتين، اشتهرت السياسة الاقتصادية المعروفة بـ "سياسة إفقار الجار"، حيث كانت هذه السياسة تستهدف حلاً للمشكلات الاقتصادية الداخلية، مثل مشكلة البطالة، على حساب الدول الأخرى. تضمنت هذه السياسات تنفيذ تخفيضات تنافسية في قيمة العملات الوطنية، بهدف تحقيق تفوق اقتصادي على حساب الدول الأخرى، من خلال تشجيع الصادرات بجعلها تبدو أرخص بفعل سعر الصرف المنخفض للعملة المحلية، وفرض في ذات الوقت العديد من القيود التجارية على الواردات لتقليل الاستيراد ومنع خروج الأموال للخارج. وقد أُقرت.

كما تميزت هذه الفترة كما سبق وأسلفنا في المحور السابق بالعديد من الظروف الغير مستقرة والتغير السلبي في الأوضاع الاقتصادية، وفشل نظام الصرف بالذهب وكل محاولات الرجوع اليه، الأمر الذي أدى إلى اجتماع ممثلي الدول في بريتون وودز للبحث عن حلول لهذه الأوضاع ولبحث أسس نظام النقد الدولي في أعقاب الحرب العالمية الثانية، وقواعد التعاون الدولي والذي انتهى بتوقيع اتفاقية "بريتون وودز" التي اعتبرت بمثابة إعلان للنظام النقدي العالمي الجديد، وإنشاء أهم المؤسسات المالية والاقتصادية في العالم: صندوق النقد الدولي والبنك العالمي، واعتبرا مؤسستين دوليتين لأن أساس قيامهم تعبئة عجوزات موازين الدول، وأنشئت جراء هاتين المؤسستين العديد من المؤسسات الدولية أخرى، وهدفها التمويل، كما تم في مؤتمر بريتون وودز زراعة بذور منظمة التجارة العالمية من خلال الاتفاقية العامة للتعريف الجمركية والتجارة GATT.

والمؤسسات المالية والدولية هي مؤسسات تعمل على مستوى دولي أو عالمي في مجال الأمور المالية والاقتصادية. أنشأتها مجموعة من الدول للتعاون في مجال التمويل والتنمية الاقتصادية. وهي مملوكة للدول الأعضاء بها، تلعب هذه المؤسسات أدواراً مهمة في تعزيز التعاون الدولي، وتنظيم الأنشطة المالية، وتعزيز الاستقرار الاقتصادي والنمو على الصعيدين الوطني والعالمي، من خلال توفير التمويل، والمعونة الفنية، والمشورة في مجال السياسات، والأبحاث، وغيرها من أشكال الدعم غير المالي للحكومات في الدول النامية والانتقالية كما يعمل العديد من المؤسسات الدولية على توفير التمويل للشركات العاملة في مجال الاستثمار بالدول النامية، وتقوم هذه المؤسسات بشكل عام بثلاثة أدوار هامة كما يلي:

- **الإقراض والاستثمار:** تعتبر المؤسسات المالية الدولية ومن أهمها البنك وصندوق النقد الدوليين، أكبر مصدر لتمويل عمليات التنمية في العالم، حيث يتغير حجم الإقراض السنوي للبنك الدولي (World Bank) وصندوق النقد الدولي (IMF) من عام لآخر حسب الاحتياجات والظروف الاقتصادية للدول الأعضاء. وبالإضافة إلى ذلك، تعتمد كمية الإقراض على البرامج والمشاريع المحددة التي تدعمها هذه المؤسسات، ويمكن أن يتراوح إجمالي الإقراض السنوي للبنك وصندوق النقد الدوليين بين عدة عشرات من مليارات الدولارات إلى أكثر من مائة مليار دولار في بعض الأعوام حسب الحاجة، ففي سنة 2022، قدم البنك الدولي قروضاً بقيمة 63.2 مليار دولار أمريكي، وقدم صندوق النقد الدولي قروضاً بقيمة 65.9 مليار دولار أمريكي. وقد تم تخصيص هذه القروض لتمويل مجموعة متنوعة من المشاريع والبرامج في البلدان منخفضة ومتوسطة الدخل، كما تقوم هذه المؤسسات المالية الدولية بأدوار مختلفة تتمثل في توفير القروض، والمنح لصالح مشروعات محددة أو لتصرف في مجال الإصلاحات السياسية والمعونة الفنية كما تقوم مؤسسات أخرى بالاستثمار في مشروعات القطاع الخاص أو توفير الضمانات لمشروعات القطاع الخاص؛
 - **وسطاء معرفة:** تعتبر المؤسسات المالية الدولية وعلى رأسها البنك الدولي أحد المصادر الهامة للمعرفة في مجال التنمية والسياسات على المستوى الدولي، كما تعد في الحقيقة الجهة المنوطة بإعداد المقاييس الخاصة بالتمويل الدولي، والاستثمار ونظراً للدور الذي تقوم به المؤسسات الدولية في مجال الإقراض والمعرفة، فهي تتمتع بأثر كبير على عملية رسم السياسات في معظم الدول في مناطق أمريكا اللاتينية وآسيا وأفريقيا والشرق الأوسط وشرق أوروبا؛
 - **حارس البوابة:** تؤثر المؤسسات المالية الدولية على إجمالي قيمة التمويل الموجه للتنمية المتاحة أمام الدول ومكوناته سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، فالبحوث والتحليلات الصادرة من البنك الدولي وصندوق النقد الدولي حول سياسات الدول الاقتصادية تؤثر عادة على حجم مساهمات التي يجوز أن ترد من الجهات المانحة أو حجم الاستثمار الذي يمكن القيام به في هذه الدول، كما أن دور البنك والصندوق المتمثل في حراسة بوابة التمويل والائتمان الدوليين أقوى بالنسبة للدول التي تعتمد على المعونات منه بالنسبة للدول التي لديها إمكانية الوصول إلى أسواق رأس المال .
- وفيما يلي عرض عام للبنك الدولي وصندوق النقد الدولي وأهدافهما وسياستهما الإقراضيتين وكذا عرض عام للمنظمة العالمية للتجارة وأهم وظائفها:

ثانياً: صندوق النقد الدولي

1. المفهوم والنشأة:

أ. المفهوم:

صندوق النقد الدولي هو مؤسسة نقدية دولية تعمل بمثابة بنك مركزي دولي أو اتحاد البنوك المركزية في النظام النقدي الدولي أي نظام المدفوعات الدولية وأسعار صرف العملات الذي يسمح بقيام المعاملات التجارية بين البلدان المختلفة بسلاسة، هو وكالة متخصصة من وكالات منظومة الأمم المتحدة، مقره العاصمة واشنطن، بالولايات المتحدة.

يهدف لتعزيز التعاون النقدي الدولي وتدعم الاستقرار والنمو الاقتصادي العالمي، واستقرار أسعار الصرف ويكافح التضخم من خلال الإشراف على النظام النقدي والمالي الدولي بمراقبة السياسات الاقتصادية والمالية للدول الأعضاء ويقدم المشورة بشأن السياسات القائمة للمساعدة على الاستقرار الاقتصادي لهذه الدول وتقديم القروض للدول التي تواجه صعوبات في ميزان المدفوعات.

ب. النشأة والتطور:

تأسس صندوق النقد الدولي بعد الحرب العالمية الثانية كمنظمة دولية ذات سيادة، تبلورت فكرة إنشائه أثناء مؤتمر بريتون وودز في جويلية 1944 بهدف تجنب الأخطاء التي أدت إلى الكساد العظيم سنة 1929م والحرب العالمية الثانية، وإعادة بناء النظام الاقتصادي الدولي الذي هُدم إثرهما. (تم التطرق له بالتفصيل ضمن عنصر تطور النظام المالي العالمي في محور النظام المالي العالمي) وكانت البلدان الأربعة والأربعين الحاضرة في المؤتمر تهدف لوضع إطار للتعاون الاقتصادي الدولي وتجنب تكرار التخفيضات التنافسية لأسعار العملات (سياسة افقار الجار) التي ساهمت في حدوث الكساد الكبير في ثلاثينات القرن الماضي، ووضع أسس تكفل حسن سير النظام النقدي العالمي وتهيئة المناخ النقدي الملائم لتوسيع حجم ونطاق التبادل التجاري الدولي والحفاظ على استقرار أسعار صرف عملات العالم.

تم اعتماد فكرة إنشاء الصندوق بمصادقة 29 دولة حاضرة في المؤتمر على اتفاقيته ليبدأ نشاطه في 27 ديسمبر 1945 ثم عملياته (تقديم القروض والمشورة...) في مارس 1947، وعدلت اتفاقية إنشاء الصندوق في 28 جويلية 1969، ثم في أول أبريل 1978 ثم 11 نوفمبر 1992، ثم في 10 أوت 2009، و18 فيفري 2011، وكان آخرها في 2016، وتعددت أسباب قيام مجلس محافظي الصندوق بهذه التعديلات منها:

- تطور الاقتصاد العالمي باستمرار، ما يحتم على الصندوق أن يغير سياساته وإجراءاته لتتماشى مع هذا التطور؛

- زيادة عضوية الصندوق التي دفعت لإجراء تعديلات لضمان كون الصندوق قادرًا على التعامل مع احتياجات أعضائه؛

- التغييرات السياسية العالمية والأزمات الاقتصادية تؤدي إلى الحاجة إلى إجراء تعديلات على اتفاقية صندوق النقد الدولي لتوائم الوضع الجديد من حيث وسائل تسوية المدفوعات فيما بين الدول الأعضاء كتعديل إنشاء وحدات حقوق السحب الخاصة، أو عند إلغاء دور الذهب كوسيط لتقييم عملات الدول الأعضاء، أو لزيادة حجم احتياطات الصندوق وتوسيع نطاق برامجه، أو لتعزيز شفافية الصندوق وزيادة مسؤولية الدول الأعضاء.

وفتحت العضوية لجميع الدول دون استثناء، فعلى مدى التسع والسبعين عاما الماضية ظل الصندوق في حالة تغيير وتكيف دائمة، ويتم انتخاب الدول الراغبة في عضويته من جميع أنحاء العالم ليصبح في الوقت الحالي بعضوية 190 دولة (2023)، والصندوق تديره بلدانه الأعضاء وهو مسؤول أمامها.

2. الرسالة (الأهمية والأهداف):

تتعاون الدول الأعضاء من خلال الصندوق في الشؤون النقدية الدولية، لتيسير التوسع المتوازن في التجارة العالمية وتحقيق استقرار أسعار الصرف وتجنب التخفيض التنافسي لقيم العملات وإجراء تصحيح منظم لاختلالات موازين المدفوعات، لضمان استقرار النظام النقدي الدولي وزيادة توظيف العمالة والنمو الاقتصادي القابل للاستمرار، ويساعد في جهود الحد من الفقر على مستوى العالم، وعليه فللصندوق ثلاث مهمات حيوية:

- تعزيز التعاون النقدي الدولي بما يكفل تحقيق الاستقرار النقدي وسعر الصرف والمدفوعات الدولية؛

- تشجيع التوسع التجاري والنمو الاقتصادي، والعمل على زيادتها وتنشيطها وتسهيل مجرى النمو للتجارة العالمية؛

- وتثبيط السياسات التي من شأنها الإضرار بالرخاء وتقليل درجة الاختلال في ميزان المدفوعات وتقصير مدى هذا الاختلال.

ولتحقيق هذه المهمات الثلاث، تعمل البلدان الأعضاء في الصندوق على أساس تعاوني فيما بينها ومع الهيئات الدولية الأخرى لتحسين حياة المواطنين.

أ. أهداف الصندوق:

تنص المادة (1) من اتفاقية الصندوق على تحديد أهدافه وتحديد الأغراض المتوخاة من تأسيسه كما يلي:

- ترويج التعاون النقدي الدولي من خلال مؤسسة دائمة توفر الآلية للتشاور والتعاون حول المشاكل النقدية الدولية.
- تسهيل وتوسيع النمو المتوازن للتجارة الدولية والمساهمة في زيادة فرص العمل ورفع مستوى الدخل الحقيقي، وتنمية الموارد الإنتاجية لكافة الأعضاء في الصندوق كهدف أساسي للسياسة الاقتصادية.
- العمل على تحقيق استقرار الصرف ودعم ترتيبات منظمة له بين عملات الدول الأعضاء، وتجنب تخفيض قيمة صرف العملات التنافسي بين الدول.
- المساعدة على تأسيس نظام المدفوعات متعددة الأطراف بخصوص الصفقات الجارية بين الأعضاء والعمل على إلغاء قيود الصرف الأجنبي التي تعيق نمو التجارة الدولية.
- توفير الثقة بين البلدان الأعضاء بتوفير موارد الصندوق العامة لهم بصفة مؤقتة وبضمانات كافية، ومن ثم تقديم الفرصة للدول لتصحيح الاختلالات التي تطرأ على موازين مدفوعاتهم دون اللجوء لتدابير تضر الرخاء على المستوى الوطني أو الدولي؛
- تقصير أمد الاختلال في موازين المدفوعات الدولية للدول الأعضاء وتخفيف حدته.

كما ورد في المادة 07 التي هي عبارة عن تقوية لمادة 01، الفقرة 04 التي تطلب من الدول الأعضاء تفادي فرض القيود على المدفوعات الجارية والقيود في العملات، أي تفادي القيود التمييزية لعملة، وتزويد الصندوق بالمعلومات المالية والاقتصادية بكل أنواعها.

ب. وظائف الصندوق:

يعمل صندوق النقد الدولي على تحقيق النمو والرخاء على أساس مستدام لكل بلدانه الأعضاء. وهو يقوم بهذه المهمة عن طريق دعم السياسات الاقتصادية التي تعزز الاستقرار المالي والتعاون في المجال النقدي التي تمثل ضرورة للإنتاجية وخلق الوظائف والرفاهية الاقتصادية، لكي يحقق الصندوق أهدافه فإنه يقوم بالوظائف التالية:

- تدعيم استقرار أسعار الصرف ومنع لجوء الدول إلى التنافس على تخفيض قيم عملاتها. وفرض مجال التعديل بـ 10 % صعوداً أو هبوطاً؛
- إقامة نظام المدفوعات متعدد الأطراف وجعل عملات الدول الأعضاء قابلة للتحويل بين بعضها البعض من خلال التخلص من قيود الصرف التي تحول دون نمو وتنشيط التجارة الدولية؛
- منح قروض للدول الأعضاء، وتوفير السيولة الدولية اللازمة لتسوية المدفوعات من خلال زيادة إتاحة تسهيلات وموارد مالية للدول الأعضاء لإصلاح الخلل في موازين مدفوعاتها، بما يسمى " بحقوق السحب الخاصة "؛
- مراقبة النظام النقدي الدولي ومتابعة الاقتصاديات القطرية والاقتصاد العالمي وإطلاق إشارات التحذير عند استشعار بوادر الخطر في إدارة الصندوق تعطي تقارير للدول الأعضاء عن حالة الاقتصاد العالمي والاقتصاد داخل الدولة لمدة 06 أشهر بشكل دوري؛
- إيجاد حلول للمشكلات الاقتصادية والمالية بما يحقق صالح الجميع، ثم إقناع الحكومات والبلدان ذات السيادة بفائدة تنفيذ تلك الحلول، واقتراح السياسات التصحيحية التي يجوز للدولة العضو إتباعها وتطبيقها لتحقيق التوازن الخارجي والمرتبط بتحقيق التوازن الداخلي؛
- إبداء المشورة للدولة العضو بشأن السياسات الاقتصادية، والعمل على ارساء معايير جيدة لها وكذا تقديم المشورة حول الأمور النقدية والاقتصادية ذات العلاقة؛

- يركز صندوق النقد الدولي في معالجته للسياسات الاقتصادية الكلية على الفترة القصيرة، وأحياناً على الفترة المتوسطة ويطلق عليها "سياسات التثبيت"؛

- اقراض البلدان الاعضاء التي تمر بمصاعب في ميزان المدفوعات، مما يساعدها على تمويل عجز الحساب الجاري وتعزيز الاستقرار الاقتصادي. لتيسير قيامها بالتصحيح اللازم ومساعدتها في علاج المشكلات الاقتصادية طويلة الاجل من خلال الإصلاحات؛

- تقديم المساعدة الفنية والتدريب لحكومات البلدان الاعضاء وبنوكها المركزية.

ونشاطه يذهب إلى حد أبعد من ذلك، من خلال التكامل والتشاور مع البنك العالمي، في تحسين نوعية المصارف والاستهلاكات العمومية بدون الاستغناء عن وسائل الصحة، والهيكل الكبري هي مكلفة ولكنها تخدم التوجه والهدف العام للبنك والصندوق.

3. العضوية:

لكي تصبح دولة ما عضواً في صندوق النقد الدولي، يجب أن تفي بالشروط التالية قبل تقديمها لطلب العضوية في صندوق النقد الدولي:

- يجب أن تكون الدولة التي تتقدم بطلب للحصول على عضوية صندوق النقد الدولي دولة ذات سيادة، أي دولة مستقلة ذات حكومتها ودستورها وسلطاتها الخاصة؛
- أن تكون عضواً في الأمم المتحدة: يجب أن تكون الدولة التي تتقدم بطلب للحصول على عضوية صندوق النقد الدولي عضواً في الأمم المتحدة، وذلك لأن صندوق النقد الدولي هو منظمة دولية، ويجب أن تكون الدول الأعضاء فيه عضواً في الأمم المتحدة؛
- أن توافق على اتفاقية صندوق النقد الدولي إذ يجب على الدولة المتقدمة بطلب الحصول على عضوية صندوق النقد الدولي أن توافق على اتفاقيته المحددة لأهدافه ومبادئه وتنظيمه، المنصوص عنها في مؤتمر بريتون وودز السابق ذكره (مع تعديلاتها السارية المفعول أثناء تقديم الطلب)؛

- تقديم البيانات يشترط على كل بلد طالبة للعضوية تقديم بيانات عن اقتصاده، تتم مقارنتها مع بيانات البلدان الأعضاء الأخرى التي تتماثل اقتصاداتها معه من حيث الحجم. ومن ثم، تُخصص حصة لهذا البلد تعادل نسبة اكتتابه في الصندوق، ويحدد ذلك قوته التصويتية في الصندوق؛

- أن تدفع حصة العضوية في الصندوق: وتعد حصة العضوية مساهمة كل دولة عضو في احتياطات صندوق النقد الدولي.

وتهدف هذه الشروط إلى ضمان أن تكون الدول الأعضاء في الصندوق ملتزمة بأهداف ومبادئ الصندوق، وأن تكون قادرة على المساهمة في تمويل الصندوق.

بعد أن تستوفي الدولة جميع الشروط، يتم التصويت على طلبها للانضمام إلى صندوق النقد الدولي من قبل مجلس المحافظين ويتم تحديد النتيجة وفقاً لأغلبية الأصوات.

وقعت على اتفاقية الصندوق في مؤتمر بريتون وودز 29 دولة من إجمالي 44 دولة حاضرة وتزايدت طلبات العضوية تدريجياً ليبلغ عدد أعضائه سنة 2016م 189 دولة عضو، ليبلغ في 1 جويلية 2023 بانضمام جمهورية الكوسوفو 190 دولة.

4. موارد الصندوق واستخدامات صندوق النقد الدولي:

أ. موارد الصندوق:

الصندوق مؤسسة تعاونية مالية تشبه الاتحاد الائتماني من بعض الأوجه، يتكون رأس ماله من حصص الدول الأعضاء بالإضافة إلى الموارد الأخرى مثل الاقتراض وموارد أخرى مستحدثة سنة 1969 مثل حقوق السحب الخاصة.

فعند الانضمام لعضوية الصندوق تلتزم الدولة العضو بدفع اشتراك يسمى "الحصة" وتحدد حصة كل دولة عضو استناداً إلى وضعها الاقتصادي وبيانات الناتج المحلي الإجمالي (PIB) ونصيب الدولة من التجارة الدولية وحجم الاحتياطات الرسمية، ويتم دفع حصة الدولة كما يلي:

25 % من الحصة عملات أجنبية قابلة للتحويل كالدولار الأمريكي، اليورو، اللين، الجنيه الإسترليني (كان يدفع الذهب وذلك حتى التعديل الثاني لمواد الاتفاقية 1978) وتسمى الشريحة الذهبية قبل الغاء تحويل الدولار إلى ذهب /حاليا تسمى الشريحة الأساسية؛

75 % من الحصة تدفع بالعملة الوطنية للدولة العضو وتسمى بالشريحة الائتمانية، ولكل دولة 250 صوتاً أساسياً، يضاف إليها صوت عن كل 100 ألف وحدة حقوق سحب خاصة من حصتها، وقد تم إدراج إصلاحات عامي 2008 و 2010 يزيد بمقتضاها تمثيل البلدان النامية في الصندوق، والقوة التصويتية

للاقتصادات الناشئة ومنحهم المزيد من التأثير على سياساته بحيث تصبح البرازيل وروسيا والهند والصين ضمن البلدان العشرة الاولى من حيث قوة التصويت.

وتضع الحصص حدود للقروض التي يمكن للدولة العضو الحصول عليها من الصندوق وتساعد الحصص أيضا بتحديد القوة التصويتية لكل عضو، فالدول ذات الحصص الكبرى في رأس المال الصندوق تصبح ذات قوة تصويتية أكبر من غيرها من الأعضاء ويمنحها حقا أكبر في اتخاذ قرارات الصندوق وإمكانية الحصول على تسهيلات من الصندوق كلما كانت الحصة أكبر.

ويراجع المجلس التنفيذي حصص البلدان الأعضاء على فترات منتظمة لا تزيد على خمس سنوات ويقرر ما إذا كان سيقترح على مجلس المحافظين تعديلها على ضوء تطورات الاقتصاد للأعضاء مقارنة بغيرهم.

كما يحصل الصندوق على دخل إضافي من الفوائد والرسوم التي يقوم بتحصيلها على ما يمنحه من قروض، ويمكن للصندوق أن يقتض عند الضرورة لاستكمال الموارد المتوفرة من حصصه، ولدى الصندوق اتفاقان دائمان للاقتراض من البلدان الأعضاء إذا لزم الأمر لمواجهة أي تهديد للنظام النقدي الدولي. وبموجبهما يمكن للصندوق أن يقتض 34 بليون وحدة حقوق سحب خاصة كحد أقصى، كما يمكنه أن يحصل على منح واعانات مالية لتقديم مساعدات خاصة للبلدان منخفضة الدخل.

ب. استخدامات موارد الصندوق (المصروفات):

وتستخدم حصيلة موارد الصندوق في تقديم مساعدات مؤقتة للبلدان التي تمر بعسر مالي لإدارة التقلبات المالية فيها الناتجة عن الروابط العالمية المتبادلة والتخفيف حداثها، وذلك في حدود 1 ترليون دولار كقيمة كلية للقروض الممنوحة للدولة العضو، وتسمح هذه الموارد لصندوق بتمويل ميزان المدفوعات لمساندة البلدان القائمة بتنفيذ برامج للتصحيح والإصلاح الاقتصادي، كما يستخدم في تغطية تكاليف التمويل وسداد المصروفات الإدارية (بما فيها رواتب موظفي الصندوق ومعاشاتهم التقاعدية، مصروفات السفر والمشتريات) وتكوين أرصدة وقائية.

5. تسهيلات الصندوق:

صندوق النقد الدولي لا يفرض القروض على أعضائه بل يقدم الدعم المالي عند محدودية الحصول على التمويل من اسواق رأس المال الدولية بسبب مصاعب الدولة الاقتصادية وعند حاجتها الحقيقية للمساعدة وبعد دراسة طلب المساعدة من الدولة العضو، وتختلف اسعار الفائدة حسب نوع القرض لكنها

أفضل من اسعار السوق بشكل ملموس، وبوسع اي بلد عضو الاقتراض من الصندوق إذا ما واجه مشكلات في المدفوعات مع بقية العالم اي اذ بدأت أمواله وارصدته تنفذ نتيجة لشرائه سلعا او خدمات من الخارج أكثر من السلع والخدمات التي يمكنه تصديرها او نتيجة لنقل المستثمرين رؤوس أموالهم الي الخارج وفيما يلي أبرز التسهيلات التي يقدمها الصندوق للدول الأعضاء:

1. حقوق السحب العادية: هي تلك الحقوق التي أقرتها اتفاقية إنشاء الصندوق ويستطيع العضو

أن يشتري وليس يقترض عملات أجنبية من الصندوق مقابل تقديم عملته الوطنية، وتكتسب الدولة العضو هذا الحق في السحب من حصتها في راس مال الصندوق، والتي تتكون من 25 % ذهب وعملات أجنبية قابلة للتحويل و75 % عملات وطنية وهناك شروط لاستخدام هذا الحق وهي:

- لا يستطيع العضو سحب عملات أجنبية من الصندوق بما يجاوز 25 % من قيمة حصته في راس مال الصندوق خلال سنة (الشريحة الذهبية)، وبهذا تصبح العملة الوطنية للدولة العضو تساوي 100 % من حصته؛
- يمكن للدولة أن تسحب عملات أجنبية إضافية تحت بند الشريحة الائتمانية وتصبح العملة الوطنية للدولة العضو 125 % من الحصة، وتتعهد الدولة ببذل الجهود اللازمة لحل المشاكل المالية لها؛
- يفقد العضو حقه في السحب من الصندوق متى بلغ رصيده من العملة الوطنية 200 % من قيمة حصته في راس مال الصندوق ويدخل تحت بند الشريحة الائتمانية العليا. حيث يتشدد الصندوق في هذا وتقدم الدولة المعنية برنامجا تصحيحيا يبرر استخدام هذه التسهيلات؛
- تلتزم الدولة العضو بسداد (بشراء) ما سبق أن سحبته من عملات أجنبية مقابل حصولها على عملتها الوطنية خلال فترة تتراوح بين 3 إلى 5 سنوات، وتدفع الدولة على هذه المسحوبات عمولة قد تصل إلى ¼ %؛
- يشترط لاستخدام حقوق السحب العادية أن يكون الهدف من السحب علاج عجز مؤقت في ميزان المدفوعات (ليس للاستثمارات أو لتمويل عجز هيكلي من ميزان المدفوعات).

2. تسهيلات التمويل التعويضي: يمنح الصندوق هذا النوع من التسهيلات لمواجهة العجز الطارئ في ميزان المدفوعات والنتائج عن انخفاض حصيلة الصادرات من المواد الأولية وتم استخدامه أول مرة سنة 1963؛

ج. حقوق السحب الخاصة (SDR): تم إصدارها كأصل احتياطي دولي موسع سنة 1969، لتكملة الاحتياطيات الرسمية للبلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي، وحقوق السحب الخاصة ليست عملة، بل وحدة محاسبية لمعاملات صندوق النقد الدولي مع البلدان الأعضاء. وأصل ثابت في الاحتياطيات الدولية لهذه البلدان وهي مطالبة محتملة على العملات القابلة للاستخدام بحرية لأعضاء صندوق النقد الدولي، لا يمكن التعامل بها لغير الأغراض المصدرة لها.

ويعد الفرق الرئيسي بين وحدات حقوق السحب العادية والخاصة أن حقوق السحب العادية هي حقوق يشترى بمقتضاها العضو عملات أجنبية مقابل تقديم عملته المحلية في حدود 200% من حصتها في رأس مال الصندوق أما حقوق السحب الخاصة فهي استحقاق محتمل على عملات البلدان الأعضاء القابلة للاستخدام الحر وتستخدم كاحتياطي تكميلي

يمكن للعضو بمقتضى وحدات حقوق السحب الخاصة التقدم للصندوق بطلب شراء كمية معينة من عملات الدول الأخرى الأعضاء مقابل تقديم حقوق السحب الخاصة الخاصة به وذلك من أجل مواجهة العجز في ميزان مدفوعاته، على أن تلتزم برد الكمية من عملات الدول التي حصلت عليها خلال فترة تتراوح بين ثلاثة وخمس سنوات من تاريخ قيامها بالسحب ويتم السداد بالذهب أو العملات القابلة للتحويل.

بعدها يقوم الصندوق بتعيين الدولة التي سوف تقوم بتوفير هذه العملات مقابل حصولها على وحدات حقوق السحب الخاصة من الدولة المقترضة، ويكون اختيار الدولة على أساس ميزان مدفوعاتها وكفاية احتياطياتها.

كما يمكنها أيضاً استخدام حقوق السحب الخاصة بها في مجموعة من العمليات مع بلدان أخرى أو لتسوية التزاماتها المالية تجاه الصندوق، وقد استخدمت العديد من البلدان الأعضاء التي لا تحتاج إلى الدعم حقوق السحب الخاصة لدعم التمويل الميسر للبلدان المنخفضة الدخل.

أي أن الصندوق لا يستخدم موارده الخاصة لتمويل العجز في ميزان مدفوعات العضو وإنما على عاتق الدول المشتركة والتي تتمتع بصحة مالية ويشترط على الدولة التي تقدم العملات أن تكون عملاتها قابلة للتحويل.

ويوجد حد أقصى لما يقبله العضو من حقوق السحب الخاصة مقابل العملة وهي ثلاثة أضعاف حصته المقررة من هذه الحقوق، فإذا خصص للعضو 100 وحدة حقوق للسحب الخاصة فإنه ملزم بقبول 300 وحدة (SDRS) كحد أقصى.

وطبعا هناك شروط لمنح هذا السحب حتى لا تقوم الدول الأعضاء بالإفراط في استخدامها وبالتالي تفقد مصداقيتها وقبولها عند الأعضاء، كأن لا يستخدم هذه الحقوق إلا لمواجهة العجز في ميزان المدفوعات أو لتعويض نقص كبير في احتياطياتها، وتقديم الدولة التي تحتاجه المبررات الكافية للصندوق وكذلك أن يكون الهدف منه تحقيق أهداف تتماشى مع بنود اتفاق الصندوق. كما أن لا تكون الدولة قد ارتكبت مخالفة سابقا كما أنه لا يترتب على ذلك امتلاك الصندوق أكثر من 200% من عملة هذه الدولة.

وفي حال ما إذا استنفدت الدولة العضو كل حصتها من حقوق السحب الخاصة فإنها لا تحصل على المزيد منها خلال فترة ما لم تقدم عملات قابلة للتحويل غير أن هذا الالتزام يخص الجزء الذي يفوق 85% من حقوق التي تريد الحصول عليها أي أنها ملزمة بدفع عملات قابلة للتحويل مقابل 15% من الحقوق المحصل عليها فقط.

تقييم وحدات حقوق السحب الخاصة:

يتم تحديد قيمة حقوق السحب الخاصة يوميا من حيث الدولار الأمريكي بناءً على أسعار الصرف الفورية الملاحظة عند الظهر تقريباً بتوقيت لندن. ويقوم صندوق النقد الدولي بمراجعة سلة حقوق السحب الخاصة كل خمس سنوات، أو قبل ذلك إذا اقتضى الأمر، للتأكد من أنها تعكس الأهمية النسبية للعملات في الأنظمة التجارية والمالية العالمية. وفي المراجعة التي انتهت في عام 2015، قرر المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي أن الرمينبي الصيني يلبي معايير إدراجه في سلة حقوق السحب الخاصة. وفي أكتوبر 2016، انضم الرمينبي الصيني إلى سلة حقوق السحب الخاصة، وأضيف العائد على سندات الخزنة الصينية لثلاثة أشهر إلى السلة المستخدمة لتحديد أسعار الفائدة على حقوق السحب الخاصة.

الجدول 2: يوضح سلة العملات المكونة لوحدات حقوق السحب الخاصة ووزنها وازدادة اليوان الصيني للسلة

قيمة حقوق السحب الخاصة في 1 أوت 2022			قيمة حقوق السحب الخاصة في 30 ديسمبر 2016			قيمة حقوق السحب الخاصة في 1 سبتمبر 2016			
عدد وحدات ثابتة من العملة لمدة 5 سنوات	سعر الصرف مقابل \$	الوزن النسبي	عدد وحدات ثابتة من العملة لمدة 5 سنوات	سعر الصرف مقابل \$	الوزن النسبي	عدد وحدات ثابتة من العملة لمدة 5 سنوات	سعر الصرف مقابل \$	الوزن النسبي	العملة
1.0993	6.7522	%12.28	0.145958	6.97050	1.0174	/	/	/	اليوان الصيني
0.37379	1.0233	%29.31	0.408366	1.05600	0.38671	0.471687	1.11510	0.4230	اليورو
13.452	132.5	7.59%	0.408366	116.94500	11.900	0.116705	103.68000	12.1000	الين الياباني
0.080870	1.2244	7.44%	0.105731	1.23020	0.085946	0.147031	1.32460	0.1110	الجنيه الإسترليني
0.57813	1.00000	43.38%	0.582520	1.00000	0.58252	0.660000	1.00000	0.6600	الدولار الأمريكي
0.758594	SDR=\$1		0.743864	SDR=\$1		0.716629	SDR=\$1		قيمة حقوق السحب الخاصة
1.324750	\$=SDR1		1.344330	\$=1SDR		1.395420	\$=1SDR		

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على احصائيات الصندوق

يتم حساب قيمة الوحدة لكل عملة على أساس سعر صرفها مقابل الدولار الأمريكي، ثم يضرب الحاصل في الوزن الخاص بكل عملة، وثم يتم حساب متوسط هذه القى معاً، ويمكن حساب قيمة وحدة حقوق السحب الخاصة رياضياً باستخدام الصيغة التالية:

$$SDR = [(USD * weight_USD) + (EUR * weight_EUR) + (CNY * weight_CNY) + (JPY * weight_JPY) + (GBP * weight_GBP)] / 5$$

حتى الآن، تم تخصيص ما مجموعه 660.7 مليار وحدة حقوق سحب خاصة (أي ما يعادل حوالي 943 مليار دولار أمريكي). ويشمل ذلك أكبر تخصيص على الإطلاق يبلغ حوالي 456 مليار وحدة حقوق سحب خاصة تمت الموافقة عليها في 2 أغسطس 2021 (سارية في 23 أغسطس 2021). وكان هذا التخصيص الأخير يهدف إلى تلبية الحاجة العالمية طويلة الأجل للاحتياجات، ومساعدة البلدان على التكيف مع تأثير جائحة كوفيد-

تتكون وحدات حقوق السحب الخاصة من عملات قابلة للتداول الحر أي:

- عملة بلد عضو مستخدمة على نطاق واسع في المدفوعات الدولية؛
- متداولة على نطاق واسع في أسواق النقد الأجنبي الرئيسية؛
- حجم الاحتياطي الموجود من العملة المعينة لدى الصندوق.

ويعكس وزن كل عملة في تكوين سلة حقوق السحب الخاصة قوة اقتصاد هذه العملة على المستوى الدولي وعليه يعكس إضافة اليوان الصيني لوحدات حقوق السحب الخاصة ابتداء من أكتوبر 2016 بموافقة مجلس الصندوق التنفيذي وفعليا في 30 ديسمبر 2016 مستوى التقدم الاقتصادي المحرز من قبل الصين لتصبح عملتها من عملات التداول الحر وفقا للمتغيرات الاقتصادية الدولية.

وتظل مبالغ العملات ثابتة على مدى فترة تقييم حقوق السحب الخاصة البالغة خمس سنوات، لكن أوزان العملات في السلة تتقلب مع أسعار الصرف بين عملات السلة.

ويتم تحديد قيمة وحدات حقوق السحب الخاصة يوميا وفقا لسعر صرف العملات المكونة لسلة العملات الخاصة بها مقابل الدولار في المراكز المالية اللندنية ثم يضرب حاصل الصرف المقيم بالدولار بوزن العملة في السلة وعليه:

تحدد قيمة الوحدة من هذه الحقوق عند إصدارها أول مرة بحوالي 0.888671 غ من الذهب كانت تعادل في ذلك الوقت 35 دولار أمريكي. وقد تغيرت في جويلية بعد الغاء ربط الدولار بالذهب في 1974 ليصبح تقييمها على أساس متوسط مرجح لـ 16 عملات الدول التي لا يقل نصيب صادراتها من الصادرات العالمية 1% خلال الفترة 1968-1972

وفي بداية عام 1981 أعيد تقييم هذه الوحدات مرة أخرى على أساس المتوسط المرجح لسلة من العملات لـ 5 دول هي (الدولار، الجنيه الاسترليني، المارك، الفرنك الفرنسي، الين الياباني) /أصبحت 4 بظهور العملة الموحدة اليورو ويتحدد الوزن النسبي لكل عملة من هذه العملات الخمسة بأهميتها النسبية في مجال التجارة الدولية (الصادرات، ورصيد الدول الأعضاء من هذه العملات في الصندوق).

ومنذ ديسمبر 2016 يتم تحديد قيمة وحدة حقوق السحب الخاصة (SDR) على أساس سلة من العملات الرئيسية، وهي الدولار الأمريكي والين الياباني واليورو والجنيه الإسترليني واليوان الصيني. ويتم إعادة تقييم

قيمة السلة كل خمس سنوات، بناء على حجم التجارة الدولية، أهمية العملات في الاقتصاد العالمي، استقرار العملات.

د. التسهيلات البترولية: بسبب ارتفاع أسعار البترول نهاية السبعينات استحدث الصندوق هذه التسهيلات لمساعدة الدول التي تعاني من عجز في ميزان مدفوعاتها نتيجة هذا الارتفاع؛

هـ. التسهيلات الممتدة (الموسعة): استحدث الصندوق في سبتمبر 1974 تسهيلات جديدة أطلق عليها التسهيلات الممتدة لعلاج الاختلالات الهيكلية في ميزان المدفوعات، وتلتزم الدولة باتخاذ عدد من الإجراءات التصحيحية للنواحي المالية النقدية على أن يتم خلال فترة ما بين 2 أو ثلاثة أعوام وتصل الفائدة إلى 4% في السنة الأولى، وتزايد حتى تصل 6.5% في الفترات التالية وتلتزم بسداد الاقتراض خلال فترة تتراوح ما بين 4- إلى 8 أعوام (ومنحت الجزائر هذا النوع من التسهيلات في الفترة: (95-98)؛

و. تسهيلات صندوق الائتمان: وافق الصندوق على اقتراح لجنة التنمية بإنشاء صندوق ائتمان لمساعدة الدول الأعضاء ذات العجز في بداية 1977 وتمنح الدول المعنية قروضا ميسرة بفائدة بسيطة تصل إلى ½ % وأجال استحقاق تصل إلى 6 سنوات؛

ز. تسهيلات التمويل الإضافية: تم استحداث هذه التسهيلات عام 1979 لتقديم تمويل إضافي للدول الأعضاء لإصلاح الخلل الخارجي والداخلي ويتم بموجب اتفاق مساعدة أو ترتيبات موسعة؛

ي. تسهيلات التعديل الهيكلي: أنشأ المجلس التنفيذي للصندوق تسهيل التعديل الهيكلي في مارس 1986 بهدف تقديم العون المالي بشروط ميسرة للبلدان المؤهلة لهذا التعديل لإصلاح مسارها الاقتصادي وعلاج الاختلالات والتشوهات الهيكلية في بنية الاقتصاد الوطني، وقد قدم الصندوق. هذا النوع من التسهيلات بسعر فائدة ½ % سنويا وفترة سداد تتراوح بين 5 إلى 10 سنوات.

6. شروط الإقراض (المشروطة):

لكل نوع من التسهيلات الممنوحة من قبل الصندوق شروطها /ضوابطها الخاصة ليتم منحها للدولة طالبة القرض -كما سبق وأسلفنا- لكن قبل أن يتم تحديد القرض وشروطه يفرض الصندوق شروطاً عامة لضمان استعادة أمواله مستقبلا، قد تكون الشروط المفروضة على الدولة طالبة القرض صعبة التنفيذ أو غير شعبية. وقد تؤدي هذه الشروط إلى اضطرابات اجتماعية أو سياسية في الدول المقترضة.

ويقدم الصندوق تمويله في صورة أقساط متتالية أو شرائح تقدم باستمرار إذا ما تم الوفاء باشتراطات معينة متفق عليها بين السلطات الوطنية للدولة والصندوق، فبعد أن تقدم الدولة طلب قرض مع توضيح الحاجة إلى موارد إضافية لعلاج الاختلالات طويلة الأجل في ميزان المدفوعات مع ابداء استعدادها لتنفيذ برنامج الإصلاح يتم التشاور والتفاوض حول:

- السياسة المالية (تخفيض العجز من خلال خفض الانفاق العام مما قد يؤدي إلى خفض الخدمات العامة أو زيادة البطالة بالإضافة إلى زيادة الإيرادات (الضرائب)؛
- السياسة النقدية: (سياسة انكماشية للحد من الطلب الكلي، وتخفيض الائتمان والتوسع النقدي، رفع سعر الفائدة مما قد يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الاقتراض)؛
- سياسة سعر الصرف: أكثر واقعية بتخفيض قيمة العملة المحلية، وتحرير التجارة)؛
- وضع سياسات للحوافز (تحرير الأسعار والأسواق)، مما قد يؤدي إلى خسارة الوظائف أو زيادة عدم الاستقرار الاقتصادي.

7. الهيكل التنظيمي لصندوق النقد الدولي (إدارته):

يوجد بصندوق النقد الدولي (جوان 2023) حوالي 2,600 موظفًا، يعملون في مقره الرئيسي في واشنطن العاصمة، وفي مكاتبه الإقليمية في 100 دولة حول العالم، يمثلون 150 دولة عضو فيه، والعاملين في الصندوق هما إما اقتصاديين أو خبراء ماليين. يعملون في مجموعة متنوعة من التخصصات، بما في ذلك الاقتصاد والمالية والسياسة والإدارة، وعلى رأس هيكله التنظيمي يأتي

- أ- مجلس المحافظين: وهو أعلى هيئة لصنع القرار في صندوق النقد الدولي، يتألف من محافظ واحد ومحافظ مناب من كل بلد عضو وعادة ما يكونون من كبار المسؤولين في البلد كوزير المالية أو محافظ البنك المركزي يتم تعيينه من قبل الدولة العضو، جميع صلاحيات صندوق النقد الدولي منوطة بمجلس المحافظين الذي يجوز له أن يفوض للمجلس التنفيذي جميع السلطات باستثناء بعض الصلاحيات المحفوظة، يجتمع مجلس المحافظين مرة واحدة سنويا في سياق الاجتماعات السنوية المشتركة بين الصندوق والبنك الدولي.

- ب- اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية IMFC وتضم أربعة وعشرين من أعضاء مجلس المحافظين وتعمل على تقديم المشورة للمجلس التنفيذي حول مراقبة وإدارة النظام النقدي والمالي الدولي.

ج- المجلس التنفيذي ويشرف على العمل اليومي للصندوق ويضم المجلس 24 مديراً يمثلون أعضاء الصندوق يتم انتخابهم من قبل البلدان الأعضاء أو من قبل مجموعات من البلدان، ويديرها المدير العام كرئيس لها ورئيس المجلس التنفيذي، ويعاونه في أداء مهمته أربعة نواب، يجتمع المجلس عادة عدة مرات كل أسبوع، ويدعم المجلس التنفيذي خبراء الصندوق.

د- مجلس الإدارة وهو المسؤول عن تنفيذ سياسات الصندوق وبرامجه، يتكون من:

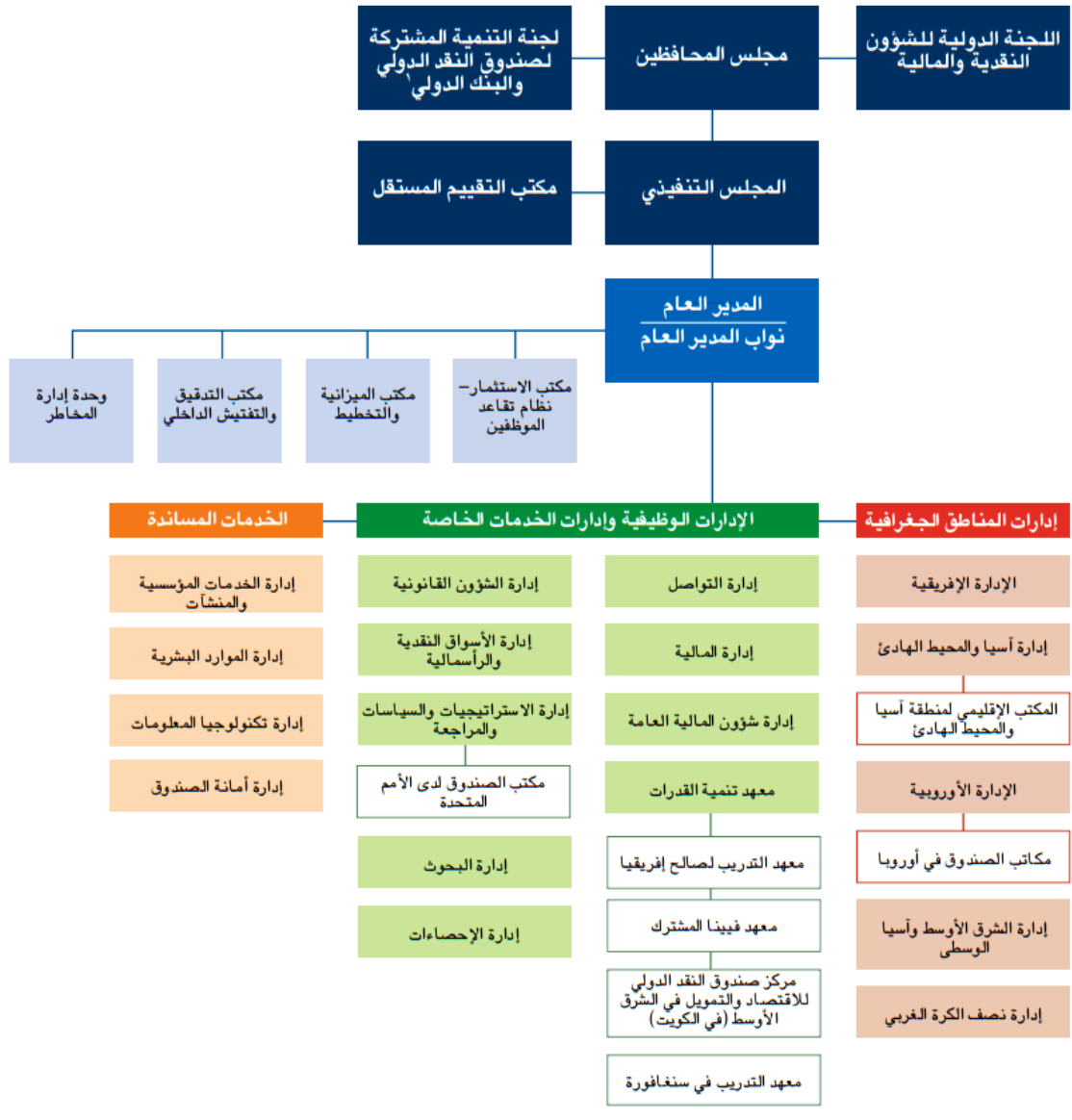
المدير العام هو رئيس موظفي الصندوق* يتم انتخابه من قبل المجلس التنفيذي بأغلبية الأصوات المدلى بها. وقد درج المجلس التنفيذي في السابق على اختيار المعينين في هذا المنصب بتوافق الآراء، ويعاونه في أداء مهمته أربعة نواب** هم أعضاء من الدول صاحبة الحصص الكبرى وهي (فرنسا، ألمانيا، بريطانيا، الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان/ قبل تعديلات 2016).

ورئيس المجلس التنفيذي، بالإضافة إلى عدد آخر يتم انتخابهم من بين الدول الأعضاء مع الأخذ بعين الاعتبار تحقيق التمثيل الجغرافي المتوازن واللجان المختلفة مثل لجنة 24، ولجنة التنمية.

* يشغل هذا المنصب حالياً كريستالينا غورغييفا وهو المنصب الذي اختيرت له في 25 سبتمبر 2019 وتشغله منذ الأول من أكتوبر 2019 لمدة 5 سنوات قابلة للتجديد وتعد أول مديرة لصندوق النقد الدولي من دولة ناشئة (بلغارية الأصل).

** وهم حالياً بالترتيب في النيابة غيتا غوبيناث، أنطوانيت مونسيو سايبه، بو لي، كنجي أوكامورا.

الشكل 5: الهيكل التنظيمي لصندوق النقد الدولي (حسب الوضع في 22 أبريل 2021)



المصدر: صندوق النقد الدولي، <https://www.imf.org/external/arabic/orgcharta.pdf>، 09-09-2023.

ثالثاً: البنك الدولي

1. مفهوم البنك الدولي ونشأته:

يمكن تعريف مجموعة البنك الدولي على أنها المؤسسات المالية العالمية المسؤولة عن إدارة النظام المالي الدولي والاهتمام بتطبيق السياسات الاقتصادية الكفيلة بتحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة

للدول الأعضاء، ومساعدة البلدان النامية على الحد من الفقر، وهي شبيهة بالمؤسسة التعاونية التي تعتبر البلدان أعضائها مساهمين فيها، ويُمثل المساهمون من خلال مجلس المحافظين.

وينظر للبنك الدولي على أنه المؤسسة العالمية التوأم لصندوق النقد الدولي لأنه تأسس تحت اسم البنك الدولي للإنشاء والتعمير (IBRD) على غرار الصندوق عام 1944 ضمن مؤتمر بریتون وودز، لإعادة اعمار أوروبا ومساعدتها على الانتعاش واستعادة عافيتها من الآثار المدمرة التي خلفتها الحرب العالمية الثانية، من خلال تقديم قروض طويلة الأجل، حيث يكمل البنك عمل صندوق النقد الدولي، كونه يركز على الفترة الطويلة ويشترط بالنسبة لعمليات التكيف الهيكلي أن يسبق ذلك مرحلة التثبيت التي هي الشغل الشاغل للصندوق.

وعليه تمت صياغة النظام الأساسي للبنك الدولي للإنشاء والتعمير في مؤتمر بریتون وودز، وأصبحت الوثيقة الحاكمة سارية المفعول في 27 ديسمبر 1945، وتم تعديلها ثلاث مرات: 17 ديسمبر 1965، 16 فيفري 1989 و 27 جوان 2012.

باشر البنك الدولي أعماله رسمياً في المركز الرئيسي في واشنطن في 1946 وتم ربط البنك بالاسم المحدد بموجب اتفاق في 15 نوفمبر 1947. وتزايد عدد أعضائه تدريجياً منذ نشأته ليلبلغ حالياً 189 دولة، ولكي تكون الدولة عضو في البنك يجب أن تكون عضو في الصندوق قبل ذلك. كما يتحدد الاكتتاب للدول الأعضاء في رأس مال البنك وفقاً لحصة كل دولة في الصندوق، حيث تبلغ قيمة السهم الواحد 100 وحدة من وحدات حقوق السحب الخاصة وينتج عن حصص الدولة العضو في البنك حقوقاً معينة وترتبط بعدد الأصوات والأثر على قرارات البنك.

وبمرور الوقت، تحول محور تركيز البنك الدولي من إعادة الإعمار إلى التنمية، مع التركيز على البنية التحتية مثل السدود وشبكات الكهرباء وشبكات الري والطرق. نظراً لبداية حصول الدول النامية على استقلالها السياسي واحتياجها الأشد لشروط أخف وطأة من تلك التي كان يقدمها البنك آنذاك، ليتسنى لها اقتراض رؤوس الأموال التي تحتاجها لتحقيق النمو.

وتحول اسم البنك من البنك الدولي للإنشاء والتعمير للبنك الدولي ليضم بذلك مجموعة من المؤسسات ضمنه ومع إنشاء مؤسسة التمويل الدولية في 1956، أصبحت مجموعة البنك الدولي قادرة على تقديم القروض لشركات القطاع الخاص والمؤسسات المالية في البلدان النامية. وجاء مع إنشاء المؤسسة الدولية للتنمية في 1960 المزيد من التركيز على البلدان الأشد فقراً، في إطار التحول المطرد نحو استئصال

الفقر الشديد، وهو ما أصبح الهدف الرئيسي لمجموعة البنك. وجاء إطلاق المركز الدولي لتسوية منازعات الاستثمار، والوكالة الدولية لضمان الاستثمار بعد ذلك بمثابة إثراء لقدرة مجموعة البنك على ربط الموارد المالية العالمية باحتياجات البلدان النامية.

2. العضوية والتصويت في البنك الدولي:

بموجب اتفاقية إنشاء البنك الدولي للإنشاء والتعمير، ينبغي لأي بلد يرغب في الانضمام إلى البنك أن يصبح أولاً عضواً في صندوق النقد الدولي. كما أن الانضمام إلى المؤسسة الدولية للتنمية، ومؤسسة التمويل الدولية، والوكالة الدولية لضمان الاستثمار مشروط بالانضمام إلى البنك الدولي للإنشاء والتعمير/ أي أن انضمام أي دولة لمجموعة البنك الدولي منوط بشكل رئيسي بتحقيقها للشروط الخاصة بالانضمام لصندوق النقد الدولي سالف الذكر.

وبالتزامن مع صندوق النقد الدولي، وفي إطار التشاور مع جهاز موظفي مجموعة البنك الدولي، يقوم مكتب نائب الرئيس والسكرتير المؤسسي بتنسيق إجراءات العضوية الجديدة، ويحتفظ بالمعلومات ذات الصلة بحالة العضوية التي تشمل قوائم الأعضاء*.

يحصل كل عضو في البنك الدولي للإنشاء والتعمير (IBRD) ومؤسسة التمويل الدولية (IFC) على أصوات تتكون من أصوات الأسهم (صوت واحد لكل سهم من أسهم رأس مال البنك التي يملكها العضو) بالإضافة إلى الأصوات الأساسية (محسوبة بحيث يكون مجموع جميع الأصوات الأساسية يساوي 5.55) في المائة من مجموع الأصوات الأساسية وتقاسم الأصوات لجميع الأعضاء).

أما في المؤسسة الدولية للتنمية (IDA) يحصل كل عضو على الأصوات المخصصة له بموجب عمليات تجديد موارد المؤسسة الدولية للتنمية وفقاً للقواعد المنصوص عليها في كل قرار من قرارات تجديد موارد المؤسسة الدولية للتنمية. تتكون الأصوات من أصوات الاشتراك وأصوات العضوية.

وفي كالة ضمان الاستثمار المتعددة الأطراف (MIGA) يحصل كل عضو على أصوات تتكون من أصوات الأسهم (صوت واحد لكل سهم من أسهم رأس مال الوكالة التي يملكها العضو) بالإضافة إلى أصوات التعادل، ويتم حسابها بحيث يكون إجمالي عدد أصوات أعضاء الفئتين 1 والفئة 2** هو نفس

* أصبحت الجزائر رسمياً عضواً في البنك الدولي بعد حصولها على استقلالها السياسي وذلك بتاريخ 26 سبتمبر 1963.

** تم تعريف أعضاء الفئة 1 في الأصل على أنهم دول متقدمة وأعضاء الفئة 2 على أنهم دول نامية.

الشيء. يختار الأعضاء الفئة التي يريدون الانضمام إليها في وقت العضوية.

وبما أن القوة التصويتية للدولة العضو محددة وفقاً لحصتها في رأس ماله، فإن (أمريكا، اليابان، ألمانيا، فرنسا، إنجلترا) تسيطر على أكثر من 1/3 رأس مال البنك، وهو ما يجعلها تؤثر مباشرة على قرارات البنك واستراتيجيته.

3. تمويل البنك الدولي

يتكون رأس مال البنك من مساهمة الأعضاء، حيث يدفع كل عضو 20% من قيمة حصته نقداً، والباقي يعتبر ضماناً للقروض التي يحصل عليها البنك، ويبلغ رأس مال البنك المصرح به 10.000.000.000 دولار أمريكي، بالوزن والقيمة المعمول بها في 1 جويلية 1944. وينقسم رأس المال إلى 100.000 سهم. بقيمة اسمية قدرها 100.000 دولار لكل منها، والتي ستكون متاحة للاكتتاب من قبل الأعضاء فقط، ويجوز زيادة رأس المال عندما يرى البنك ذلك مناسباً بأغلبية ثلاثة أرباع إجمالي قوة التصويت، وتقوم الدول الأعضاء بسداد حصصها في رأس مال البنك على النحو التالي:

- 10% تسدد بالذهب، أو بالدولار الأمريكي؛

- 90% تسدد بالعملة الوطنية للبلد العضو.

ويبلغ رأس مال البنك الدولي حالياً 233.6 مليار دولار أمريكي، منها 129.2 مليار دولار أمريكي للبنك الدولي للإنشاء والتعمير (IBRD) و104.4 مليار دولار أمريكي لمؤسسة التمويل الدولية (IFC). وقد تم زيادة رأس مال البنك الدولي بشكل كبير عام 2018، حيث وافق أعضاء البنك على زيادة رأس مال IBRD بقيمة 13 مليار دولار أمريكي ورأس مال IFC بقيمة 5.5 مليار دولار أمريكي.

وتتولى سكرتارية البنك مسؤولية تنسيق إجراءات الزيادة الدورية لرأس مال البلدان الأعضاء في البنك الدولي للإنشاء والتعمير، والمؤسسة الدولية للتنمية، ومؤسسة التمويل الدولية، والوكالة الدولية لضمان الاستثمار. وتسدي السكرتارية المشورة والنصح بشأن الإجراءات الخاصة بالاكتتاب في أسهم إضافية على النحو الذي تخوله قرارات مجالس المحافظين، بما في ذلك المستندات ومدفوعات الاكتتاب في رأس المال المطلوبة.

كما يمكن أن يحصل البنك الدولي على موارد مالية من الأسواق المالية العالمية من خلال الاكتتاب في سندات دولية، نظراً لتمتعته بدرجة تصنيف ائتماني عالي (AAA)* منذ عام 1959، كما يمكنه الاقتراض من البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأساسية.

فضلاً على إمكانية حصوله على تمويل مشترك عن طريق التنسيق مع عدد من الهيئات الأخرى مثل المنظمات المالية والنقدية الدولية.

كما يحقق البنك الدولي دخلاً سنوياً من العائد على حقوق ملكيته، ومن هوامش أسعار الفائدة الصغيرة التي يحتسبها على القروض التي يقدمها. وتغطي هذه العائدات المصاريف التشغيلية الخاصة بالبنك الدولي، وتذهب إلى الاحتياطات لتعزيز الموقف المالي له، كما أن جزءاً منها يتم تحويله سنوياً إلى المؤسسة الدولية للتنمية وتخفيف أعباء الديون.

4. أهداف ووظائف البنك:

أ. أهداف البنك الدولي:

إن الأهداف التي أنشئ من خلالها البنك هي مساعدة الدول على إعادة تعمير ما خربته الحرب العالمية الثانية وتحقيق معدلات معقولة من النمو الاقتصادي، وعليه فمسؤولية البنك الدولي تنصب أساساً على سياسات التنمية والاستثمارات، وسياسات الإصلاح الهيكلي والسياسات تخصيص الموارد في القطاعين العام والخاص، وكذلك يهتم البنك الدولي بصفة رئيسية بالجداراة الائتمانية لأنه يعتمد في تمويله على الاقتراض من أسواق المال، ويمكن إيجاز الأهداف التي جاءت في اتفاقية إنشاء البنك في مادته الأولى على النحو التالي:

- المساعدة على تعمير أراضي الأعضاء والعمل على وتنمية وتقديم اقتصادياتها بتوفير رؤوس الأموال لها لإنهاء الفقر المدقع بحلول عام 2030 وتعزيز الرخاء المشترك لأفقر 40% من السكان في جميع البلدان؛

- العمل على تهيئة البيئة التجارية الأفضل في الدول الأعضاء والمساعدة على الانتقال من اقتصاديات الحرب إلى اقتصاديات السلم؛

* هو تصنيف للمدن المعمول به في الأسواق المالية الدولية يعطي للمتعاملين في الأسواق تصوراً واضحاً حول ملاءة الجهة المقترضة وقدرتها على السداد بالتالي كلما قل التصنيف وجدت الجهة المقترضة صعوبة في التمويل وكلما زاد التصنيف سهل حصولها على التمويل وبتكلفة منخفضة وبشروط جيدة وميسورة.

- ترويج الاستثمارات الخاصة بالخارج؛
- تشجيع عمليات الاستثمار الدولي المباشر عن طريق ضمان هذه الاستثمارات وتقديم القروض وتكملة النقص في القروض المباشرة (من أموال أو من مصادر أخرى)؛
- تشجيع تحقيق نمو متوازن في التجارة الدولية في الأجل الطويل، والمحافظة على استقرار الموازين المدفوعات عن طريق تشجيع الاستثمارات الدولية لتنمية الموارد الإنتاجية للدول الأعضاء، مثل تشجيع الاستثمار في مجال الصناعة والزراعة وتوليد الكهرباء؛
- تقديم المساعدات الفنية في إعداد وتنفيذ برامج القروض، وفي تنفيذ برامج استثمارية طويلة الأجل؛
- المساعدة على تسوية المنازعات المتعلقة بالاستثمارات الأجنبية بالطرق السلمية؛
- تسيير العمليات وذلك بأخذ بعين الاعتبار التأثيرات الاقتصادية للاستثمارات الدولية؛
- تنظيم وتنسيق القروض الصادرة من البنك أو بضمن منه عن طريق مراعاة الأولويات للمشروعات.

ب. وظائف البنك الدولي:

يمكن النظر إلى البنك الدولي على أنه بنك استثمار يقوم بدور الوسيط بين المستثمرين والمودعين، ويقترض من طرف ويقترض للطرف الآخر، حيث يقدم البنك الدولي مجموعة متنوعة من المنتجات والخدمات للبلدان النامية، بما في ذلك القروض، والمنح، والضمانات، والمساعدة التقنية. تركز هذه المنتجات والخدمات على مجالات مثل البنية التحتية، والتعليم، والصحة، والطاقة، والبيئة، والقطاع الخاص، وفيما يلي أهم الوظائف التي يقوم بها البنك الدولي:

- يقدم البنك الدولي من خلال البنك الدولي للإنشاء والتعمير والمؤسسة الدولية للتنمية، نوعين أساسيين من القروض والاعتمادات: القروض الاستثمارية وقروض سياسات التنمية.
- العمل على تقديم التمويل الدولي طويل الأجل لمشاريع وبرامج التنمية خاصة للدول النامية؛
- تقديم المساعدات المالية الخاصة للدول النامية الأكثر فقرا والتي يقل متوسط دخل الفرد فيها عن 1000 دولار سنويا؛
- العمل على زيادة دور القطاع الخاص في الدول النامية بكل الوسائل الممكنة؛

- العمل على تقوية البنية الأساسية للتنمية من خلال تمويل المشروعات الكبيرة ومنها سدود المياه ومشاريع الري؛
- القيام بتطوير أدوات التحليل الخاصة بدراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات وإصلاح البيئة الاقتصادية التي تعمل فيها تلك المشروعات؛
- مكافحة الفقر، وتحسين توزيع الدخل داخل بلاد المقترض وحماية البيئة؛
- تحسين البنية الأساسية للسياسات العامة اللازمة لتعزيز نشاط القطاع الخاص من خلال إقامة المؤسسات، والتنمية الاجتماعية؛
- يساند البنك تنفيذ برنامج متوسط الأجل لإصلاح السياسات من خلال سلسلة من العمليات السنوية، يتم صرف كل منها مقابل مجموعة، متفق عليها بصورة مشتركة، من إجراءات السياسات والإجراءات المؤسسية. في البلدان المنخفضة الدخل التي اعتمدت الحكومات فيها إستراتيجية لتخفيض أعداد الفقراء؛
- تقديم الخدمات التحليلية والاستشارية وخدمات المعلومات للبلدان الأعضاء لتمكينها من إجراء التحسينات الدائمة التي تحتاجها شعوبها على الصعيدين الاقتصادي والاجتماعي؛
- إجراء البحوث الاقتصادية وجمع المعلومات والبيانات الخاصة بقضايا عريضة مثل البيئة والفقر والتجارة والعمل؛
- تقييم الآفاق الاقتصادية لبلد ما من خلال بحث أجهزته المصرفية وأسواقه المالية، بالإضافة إلى قضايا التجارة والبنية التحتية والفقر وشبكات الأمان الاجتماعي؛
- تعليم العملاء وتثقيفهم بحيث يصبحوا مُجهَّزين لحل مشاكل التنمية وتعزيز النمو الاقتصادي؛
- تقديم المساعدات الفنية، وتحسين أداء الحكومات، وتقديم الخدمات، وتشجيع النمو الاقتصادي، والحفاظ على استمرارية البرامج الرامية لتقليص الفقر، من خلال برنامج الشبكة العالمية للتعلُّم من أجل التنمية، وبرنامج المعرفة من أجل التنمية، مركز موارد بناء القدرات، البرامج العالمية والإقليمية في معهد البنك الدولي.

واجه البنك الدولي بعض الانتقادات، بما في ذلك أن سياساته ليست فعالة دائماً في الحد من الفقر، وأنها قد تؤدي إلى زيادة الديون في البلدان النامية. ومع ذلك، يظل البنك الدولي أحد أهم المؤسسات المالية الدولية التي تؤثر على حياة الملايين من الناس في جميع أنحاء العالم.

5. شروط الإقراض في البنك الدولي:

حتى تمنح مجموعة البنك الدولي قروضها للجهة طالبة للقرض يتم فرض مجموعة من الشروط عليها تختلف باختلاف الجهة المانحة للقرض من مجموعة البنك الدولي منها:

- عدم منح قروض للدولة العضو إلا إذا انعدم الحصول على هذه القروض من المصادر الأخرى لتجنب المنافسة مع مصادر الاقتراض الخاصة؛
- ألا تكون عليها أية متأخرات مستحقة لمجموعة البنك؛
- بعد أن يقوم البنك بدراسة الحاجة الفعلية للبلد المقترض إلى موارده، وكذلك مدى مقدرة ذلك البلد على السداد، يُشترط على الدولة طالبة القرض إجراءات تخضع لرقابة البنك بشأن السياسات والإصلاحات المؤسسية، والحفاظ على إطار سليم لسياسات الاقتصاد الكلي لاستيفاء شروط الأهلية لعمليات سياسات التنمية؛
- يتم تقييم عرض المشروع الخاص بالجهة المقترضة لضمان سلامته من النواحي الاقتصادية والمالية والاجتماعية والبيئية؛
- أثناء التفاوض على القرض، يتفق البنك والجهة المقترضة على الأهداف الإنمائية، والنتائج المرجوة، ومؤشرات الأداء، وخطة التنفيذ، بالإضافة إلى جدول صرف مدفوعات القرض؛
- يقوم البنك الدولي بالإشراف على تنفيذ كل قرض من القروض التي يقدمها في جميع المراحل (يطلق على المراحل "دورة المشروعات") وتقييم ما تحقّقه من نتائج إلى جانب دراسة الأوضاع الاقتصادية داخل الدول المقترضة، تقوم الجهة المقترضة بتنفيذ المشروع أو البرنامج وفقاً للشروط التي تم الاتفاق عليها؛
- توجه قروض البنك أساساً إلى إنشاء أو المشاركة في إنشاء مشروعات بعينها، ويتم فتح حساب باسم المقترض يجعله دائناً بمبلغ القرض بالعملة أو العملات التي قدم لها القرض، ثم يسمح للمقترض أن يسحب شيكات على هذا الحساب لمواجهة النفقات الخاصة بهذا المشروع عند القيام بها فعلاً؛

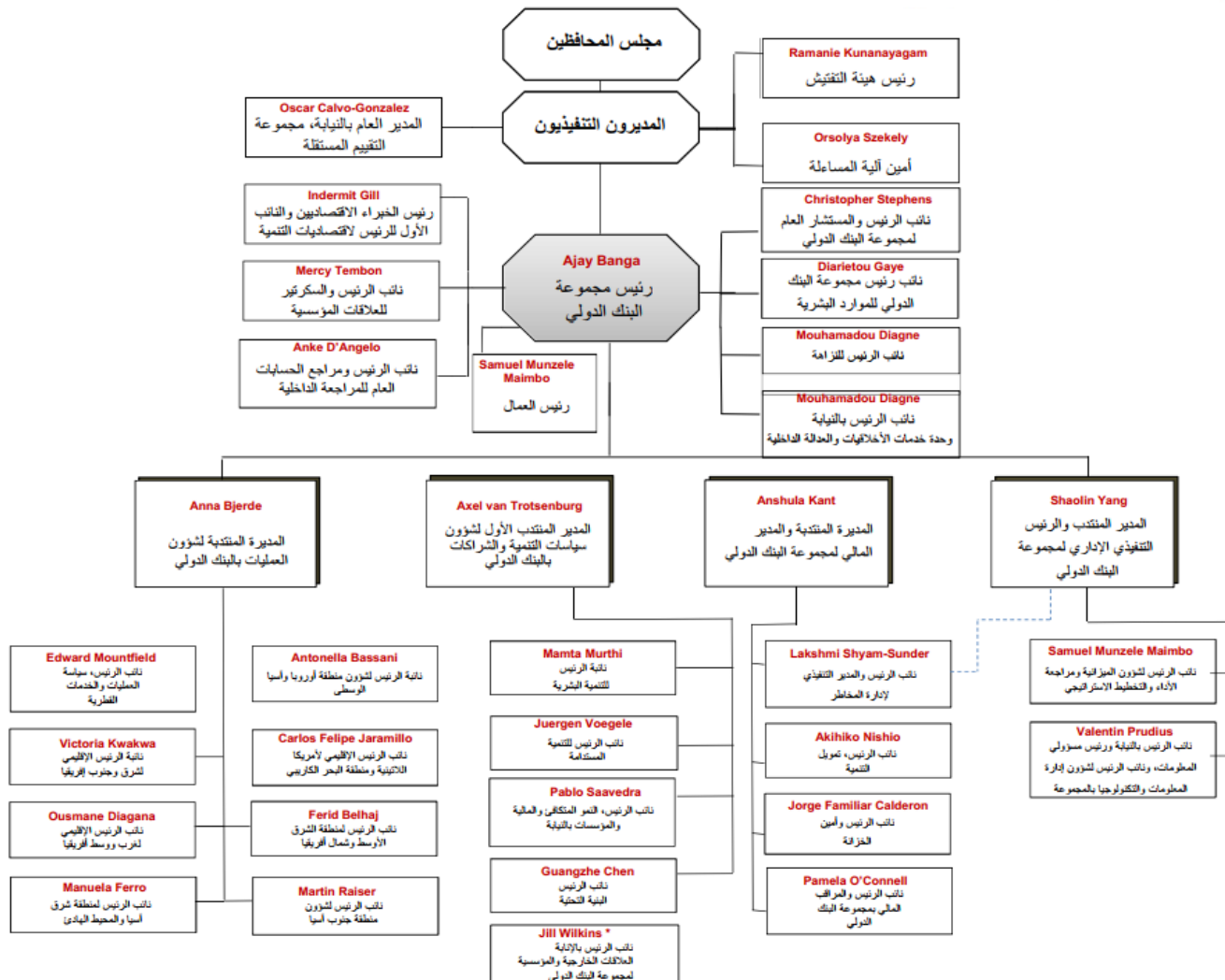
- يتولى البنك تمويل جميع الهياكل الأساسية مثل الطرقات والجسور والسكك الحديدية والكهرباء والطاقة والاتصالات السلكية واللاسلكية وغيرها.

6. ادارة البنك الدولي:

تملك حكومات البلدان الأعضاء المؤسسات التي تشكل مجموعة البنك الدولي، وتملك هذه الحكومات سلطة اتخاذ القرارات النهائية بشأن جميع الأمور المتعلقة بعمل المجموعة، بما في ذلك السياسات والقضايا المالية أو المتعلقة بالعضوية.

وتنظم البلدان الأعضاء عمل مجموعة البنك الدولي عن طريق مجالس المحافظين ومجالس المديرين التنفيذيين. وتتخذ هذه الكيانات جميع القرارات الرئيسية في مؤسسات مجموعة البنك، وسيتم التطرق للهيكل الإداري الخاص بمجموعة البنك الدولي فيما يلي:

الشكل 6: الهيكل التنظيمي للبنك الدولي اعتباراً من 1 جوان 2023



المصدر: <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/f4505dc8d8de39b3fb1436d046387630-0090012022/original/TheWorldBankGroupOrganizationalChartArabic.pdf>

أ- مجلس محافظين:

تم تعديل تنظيم الهيكل الإداري للبنك الدولي عام 1987 حيث يوجد على قمة الهيكل التنظيمي للبنك مجلس للمحافظين يتكون من ممثلي دول الأعضاء منه، ومجلس المحافظين هم كبار واضعي السياسات في البنك الدولي. وهم وزراء المالية أو وزراء التنمية أو محافظ البنك المركزي بذلك البلد، أو أي مسؤول رفيع المستوى بالمرتبة الوظيفية نفسها في البلدان الأعضاء، وتتألف مجالس المحافظين من محافظ ومحافظ منابو واحد يتم تعيينهما من قبل كل بلد من البلدان الأعضاء بالبنك الدولي. وتستمر مدة خدمة كل من المحافظين والمحافظين المناوبين خمس سنوات، ويجوز إعادة تعيين كل منهم.

ولهذا المجلس سلطات وصلاحيات خاصة بجميع شؤون وأعمال البنك، وقد بلغ عدد محافظي الدول الأعضاء 189 عضواً. يجتمعون مرة واحدة في السنة في الاجتماعات السنوية لمجالس محافظي البنك الدولي وصندوق النقد الدولي، ولأن المحافظين لا يجتمعون سوى مرة واحدة فقط في السنة، فإنهم يفوضون واجبات محددة إلى 25 مديراً تنفيذياً، يعملون داخل البنك الدولي.

إذا كان البلد عضواً بالبنك، وعضواً أيضاً بمؤسسة التمويل الدولية أو المؤسسة الدولية للتنمية، يقوم المحافظ المعين والمحافظ المناوب بحكم منصبهما حينئذ بدور المحافظ والمحافظ المناوب في مجلسي محافظي مؤسسة التمويل الدولية والمؤسسة الدولية للتنمية. ويمثل المحافظون والمحافظون المناوبون أيضاً بلدانهم في المجلس الإداري للمركز الدولي لتسوية منازعات الاستثمار ما لم يُذكر خلاف ذلك. أما محافظو الوكالة الدولية لضمان الاستثمار والمحافظون المناوبون، فيتم تعيينهم على نحو منفصل.

ب- دور مجالس المحافظين

وفقاً لاتفاقية إنشاء البنك الدولي، تُخوّل جميع صلاحيات البنك لمجالس المحافظين، وتُعتبر الهيئة العليا لاتخاذ القرار بالبنك. إلا أن مجالس المحافظين تفوض جميع صلاحياتها إلى المديرين التنفيذيين، عدا ما احتفظت به اتفاقية إنشاء البنك الدولي له. وتتضمن هذه الصلاحيات:

• الموافقة على دخول أعضاء جدد أو إيقاف عضويتهم؛

• زيادة أو تخفيض رأس مال البنك المصريح به؛

• تحديد أوجه توزيع صافي دخل البنك؛

• البت في الاستئنافات المقدمة من المديرين التنفيذيين عن تفسير أحكام اتفاقية إنشاء البنك الدولي؛

• اتخاذ ترتيبات شاملة رسمية للتعاون مع منظمات دولية أخرى؛

• إيقاف عمليات البنك نهائياً؛

• زيادة عدد المديرين التنفيذيين المنتخبين؛

• الموافقة على تعديلات اتفاقية الإنشاء.

ج- مديرين تنفيذيين:

تألفت أول مجالس للمديرين التنفيذيين من 12 مديراً تنفيذياً وتتطلب زيادة عدد المديرين التنفيذيين المنتخبين قراراً من مجالس المحافظين بأغلبية 80 في المائة من المجموع الكلي للأصوات (مجموع قوة التصويت). وقبل الأول من نوفمبر 1992، كان هناك 22 مديراً تنفيذياً، 17 منهم كانوا منتخبين. وفي عام 1992، ونظراً للارتفاع الكبير في أعداد الأعضاء الجدد الذين انضموا إلى البنك، تمت زيادة عدد المديرين التنفيذيين المنتخبين إلى 20 مديراً. ثم ارتفع العدد الكلي للمديرين التنفيذيين إلى 24 مع إضافة مقعدين جديدين لكل من روسيا ومجموعة جديدة من البلدان حول سويسرا. ومع بدء ولايته الجديدة في الأول من نوفمبر 2010، انضم عضو جديد ممثل عن أفريقيا جنوب الصحراء إلى المديرين التنفيذيين ليرتفع بذلك مجموعهم إلى 25 مديراً.

وعليه تتألف مجالس المديرين التنفيذيين حالياً من رئيس مجموعة البنك الدولي و25 مديراً تنفيذياً مناوباً يمثلون 189 دولة عضواً، يتم تعيين خمسة من منهم من قبل البلدان الخمسة الأعضاء التي تملك أكبر عدد من أسهم رأس المال (الولايات المتحدة واليابان وألمانيا وفرنسا والمملكة المتحدة). أما المديرون التنفيذيون الآخرون، فيتم انتخابهم من قبل البلدان الأعضاء الأخرى، ثم يأتي في السلم الإداري للبنك كل من الرئيس ونواب الرئيس وأخير مدير الإدارات، حيث يرأس أجاي بانغا*، رئيس مجموعة البنك الدولي، اجتماعات مجلس المديرين التنفيذيين وهو مسؤول عن إدارة البنك بصفة عامة. وليس له في العادة أن يشترك في

* أجاي بانغا رجل أعمال واقتصادي أمريكي من أصول هندية، تم اختياره كرئيس الرابع عشر للبنك الدولي لمدة خمس سنوات في 2 جوان 2023، من قبل مجلس المديرين التنفيذيين بعد ترشيحه من قبل الرئيس الأمريكي جون بايدن.

التصويت إلا في حالة تعادل الأصوات. ولا يجوز للمديرين التنفيذيين بصفتهم الفردية مباشرة أية صلاحيات أو إلزام البنك أو تمثيله ما لم تخولهم مجالسهم بالقيام بذلك تحديداً.

وعادة ما يجتمع المديرون التنفيذيون على الأقل مرتين كل أسبوع للإشراف على عمل البنك، ويشمل ذلك: الموافقة على القروض والضمانات، والسياسات الجديدة، والميزانية الإدارية، وإستراتيجيات المساعدة القطرية، وقرارات الإقراض والقرارات المالية.

ويقوم البنك الدولي بأعماله اليومية تحت قيادة وتوجيه الرئيس وجهاز الإدارة العليا وكبار الموظفين ونواب الرئيس المسؤولين عن الممارسات العالمية ومناطق الحلول الشاملة والقطاعات والمناطق.

ويتمتع المديرون التنفيذيون المناوبون بكامل الصلاحية للتصرف في حالة غياب المديرين التنفيذيين المعنيين. علاوة على ذلك، يقوم مستشارون ومستشارون أوائل بمساعدة المديرين التنفيذيين في مباشرة أعمالهم، ويمكنهم إلى جانب المديرين التنفيذيين المناوبين حضور معظم اجتماعات المجالس بصفة استشارية دون التمتع بحق التصويت.

7. مجموعة البنك الدولي:

تتألف مجموعة البنك الدولي من خمس مؤسسات وهي:

الشكل 7: مؤسسات مجموعة البنك الدولي



المصدر: <https://www.albankaldawli.org/ar/who-we-are>

أ. البنك الدولي للإنشاء والتعمير IBRD والمؤسسة الدولية للتنمية IDA

معاً، يشكل كل من البنك الدولي للإنشاء والتعمير والمؤسسة الدولية للتنمية ما يعرف بـ "البنك الدولي" رغم انفصالهما قانونياً ومالياً، وتقدم هاتين المؤسستين قروضاً منخفضة الفائدة أو بدون فائدة (تسمى اعتمادات) للبلدان التي لا تستطيع الولوج إلى أسواق الائتمان الدولية في إطار مواتٍ أو تلك التي لا تتمكن من الحصول على هذه الخدمات على الإطلاق، ورغم أن قروض المؤسسة ميسرة بدرجة كبيرة إلا أنها تتفق

في أسلوب تقييم وتنفيذ المشروعات التي تمويلها على أسلوب البنك الدولي، وتختلف معه في شروط وتكاليف الاقتراض، وفيما يلي سنتطرق لقسمي البنك الدولي ببغض من التفصيل:

البنك الدولي للإنشاء والتعمير BIRD وهو المؤسسة الأساسية التي انطلقت منها مجموعة البنك الدولي تم الاتفاق على إنشائه في جويلية 1944 يقدم القروض إلى حكومات البلدان متوسطة الدخل والبلدان منخفضة الدخل المتمتعة بالأهلية الائتمانية.

المؤسسة الدولية للتنمية IDA هي جزء من البنك الدولي تضم 174 بلدا عضواً أنشأت في عام 1960م، تقدم قروضا (أو ما يُعرف بالاعتمادات) دون فوائد ومنحاً إلى حكومات أشد البلدان فقراً في العالم التي لا تستطيع الوفاء بشروط البنك الدولي، وذلك بشروط ميسرة وبفائدة بسيطة أو منعدمة وتمتد فترات السداد على مدى 30 إلى 40 عاماً، بفترة سماح مدتها 10 سنوات، وقد رأى مؤسسو هذه الوكالة، أنها تعتبر سبيلاً من خلاله يستطيع "أغنياء العالم الميسورين" مساعدة "فقراء العالم المعسرين".

حيث تحصل المؤسسة الدولية للتنمية على مواردها المالية بصفة رئيسية عن طريق المساهمات التي تقدمها حكومات البلدان الأعضاء الأكثر غنى بالبنك الدولي. كما تحصل المؤسسة على أموال إضافية من صافي دخل البنك الدولي للإنشاء والتعمير ومن مدفوعات سداد الاعتمادات السابقة التي حصلت عليها البلدان المقترضة منها.

وموظفي البنك الدولي للإنشاء والتعمير هم أنفسهم موظفو المؤسسة الدولية للتنمية حيث إن هاتين المؤسستين لهما نفس المقر ويقومان بتقييم مشاريع بنفس الدرجة من المعايير المتشددة.

وتهدف المؤسسة لتخفيض أعداد الفقراء من خلال إعطاء دفعة للتنمية الاقتصادية في الدول النامية وبصفة خاصة في الدول الأكثر فقراً. وكذلك إعطاء قروض لمشروعات البنية الأساسية وتحسب الأداء الاقتصادي، ومن الجدير بالذكر أن منح المؤسسة الدولية للتنمية. التي يتم تمويلها بشكل مباشر أو إدارتها من خلال الشراكات. قد استخدمت فيما يلي:

- مجالات التعليم، وخدمات الرعاية الصحية الأساسية؛
- تحسين إمدادات المياه النظيفة وخدمات الصرف الصحي؛

- مساندة برامج اللقاحات والتحصين للحد من الإصابة بالأمراض المعدية مثل الملاريا ومكافحة وباء الإيدز؛
 - تخفيف أعباء ديون البلدان الفقيرة المثقلة بالديون وتوسيع نطاق قدراتها على تقديم الخدمات الأساسية وإرساء مبدأ المساءلة فيما يتعلق بالموارد العامة؛
 - تدعيم منظمات المجتمع المدني؛
 - إدخال تحسينات على مناخ ممارسة أنشطة الأعمال، والبنية الأساسية، والإصلاحات المؤسسية؛
 - تحقيق الانتعاش من آثار الحروب الأهلية والاضطرابات المدنية، والصراعات المسلحة، والكوارث الطبيعية؛
 - تشجيع التكامل التجاري والإقليمي؛
 - عمل دراسات تحليلية لبناء القاعدة المعرفية التي تسمح بتصميم يتسم بالحنكة للسياسات بغرض تخفيض أعداد الفقراء. وتقدم المؤسسة المشورة للحكومات بشأن سبل توسيع قاعدة النمو الاقتصادي وحماية الفقراء من الصدمات الاقتصادية؛
 - الإجراءات الوقائية البيئية وخلق المبادرات المعنية بتخفيض انبعاثات غازات الدفيئة (الاحتباس الحراري).
- تمهد هذه المشاريع الطريق لتحقيق النمو الاقتصادي، وخلق فرص عمل، وزيادة مستويات الدخل، وتحسين الظروف المعيشية.

ب. مؤسسة التمويل الدولية IFC

- تعمل مؤسسة التمويل الدولية على تعزيز التنمية الاقتصادية وتحسين حياة الناس من خلال تشجيع نمو القطاع الخاص في البلدان النامية. بالاستثمار في المشاريع المؤثرة، وحشد المستثمرين الآخرين، وتبادل الخبرات، وتقديم مساعدات فنية لحفز استثمار القطاع الخاص في البلدان النامية.
- أنشأها البنك الدولي للإنشاء والتعمير في 1956، وتم إعلانها كوكالة متخصصة من وكالات هيئة الأمم المتحدة في فبراير 1957، باعتبارها هيئة دولية ذات استقلال مالي وإداري كاملين، وإن ارتبط نشاطها بالبنك الدولي الذي تتعاون معه تعاوناً وثيقاً في برامجها الاستثمارية والتمويلية.

أنشأت لتمويل الاستثمارات الخاصة في الدول الأعضاء أي تمويل الشركات والمؤسسات الخاصة في البلدان النامية بهدفها الربح، وتتكون من 175 عضواً. ويعكس البنك الدولي فهي تقدم القروض بدون الحصول على ضمانات من الحكومات التي تقدمها ما بين (7-25) سنة، وتقدم أساساً لتمويل المشروعات الصناعية، كما تقدم المشورة التقنية للدول الأعضاء في مجال الاستثمار الخاص وأسواق رأس المال، وتمت الموافقة على تقديم أول قروض للمؤسسة، تُعرف بالاعتمادات، عام 1961 إلى كل من شيلي، وهندوراس، والهند، السودان.

ج. الوكالة الدولية لضمان الاستثمار MIGA:

أنشأت سنة 1988 بهدف تشجيع الاستثمار الأجنبية الخاصة المباشرة، في المجالات الاستثمارية المختلفة، عن طريق تقليل الحواجز غير التجارية التي تعوق الاستثمارات الدولية، وتقديم ضمانات ضد الخسائر الناجمة عن المخاطر غير التجارية التي يواجهها المستثمرون في البلدان النامية، كمخاطر الاضطرابات السياسية والتأميمات ...

بالإضافة إلى تقديم خدمة التسويق الدولي للمشروعات الاستثمارية للدول النامية، والمساعدة في حل النزاعات بين المستثمرين والحكومات. كما تزود العملاء بمعرفة واسعة بالأسواق الناشئة وأفضل الممارسات الدولية في الإدارة البيئية والاجتماعية.

هذه الضمانات التي تقدمها الوكالة يمكن أن تساعد المستثمرين في الوصول إلى مصادر التمويل بشروط وأحكام مالية محسنة، وتستمد الوكالة قوتها الفريدة من البنك الدولي ومن هيكلها كمنظمة دولية تضم 182 دولة عضو.

ورغم أن الوكالة الدولية لضمان الاستثمار متعددة الأطراف مستقلة ولها كيان عالي متميز، ولها جهاز خاص هو الجهاز الفني والقانوني الخاص، إلا أنها تستعين بأجهزة البنك الدولي فيما يتعلق بالشؤون الإدارية والخدمات الأخرى.

د. المركز الدولي لتسوية منازعات الاستثمار ICSID

هو المؤسسة الرائدة عالمياً المكرسة لتسوية منازعات الاستثمار الدولية أنشأ عام 1966 بغرض تقديم وسائل فض المنازعات بين المستثمرين الأجانب من ناحية، والدول النامية من ناحية أخرى، ويقدم تسهيلات دولية من أجل المصالحة والتحكيم في منازعات الاستثمار، يتكون المركز من 165 دولة عضو.

تتمتع المؤسسة بخبرة واسعة في هذا المجال، حيث قامت بإدارة معظم قضايا الاستثمار الدولي. وافقت الدول على المركز الدولي لتسوية منازعات الاستثمار باعتباره منتدى لتسوية المنازعات بين المستثمرين والدول في معظم معاهدات الاستثمار الدولية وفي العديد من قوانين وعقود الاستثمار.

8. الفرق بين صندوق النقد الدولي والبنك الدولي

أنشئ صندوق النقد الدولي في نفس وقت الذي أنشئ فيه البنك الدولي لأداء وظائف مختلفة لكل منهما وإن كانت ذات صلة، إذ لهما أهداف ووظائف مختلفة

فصندوق النقد الدولي يركز في المقام الأول على الإجراءات التي ينبغي للبلدان اتخاذها بغية تحقيق الاستقرار الاقتصادي والمالي الكلي اللازم للنمو الاقتصادي السليم القابل للاستمرار، مع التركيز على إعادة التوازن لموازين مدفوعات الدول الأعضاء واستقرار أسعار الصرف. من خلال مراقبة الاقتصادات العالمية، وتقديم التمويل للدول الأعضاء التي تواجه صعوبات مالية، وتعزيز التعاون المالي الدولي.

أما البنك الدولي فقد أنشئ لتشجيع التنمية الاقتصادية طويلة الأجل وتخفيف حدة الفقر وللإسهام في تمويل المشاريع بعينها. ويقدم البنك الدولي قروضاً ومنحاً وضمانات للبلدان النامية لتمويل مشاريع التنمية، مثل بناء الطرق والمدارس والمستشفيات.

وصندوق النقد الدولي هو الجهة المرجح اللجوء إليها أولاً لمساعدة أي بلد يمر بأزمة مالية بتقديم المشورة والتمويل السريع بينما يقوم البنك الدولي أساساً بتقديم المساعدات الانمائية ويتعاون الصندوق والبنك الدولي في عدد من القضايا لاسيما الحد من الفقر في البلدان منخفضة الدخل،

تعد تخفيض معدل التضخم وتقليل عجز الموازنة، وتصحيح سعر الصرف الشروط التمهيدية لكي تنجح عمليات التكيف الهيكلي الأجل المتوسط والطويل ومن هنا تتضح العلاقة الوثيقة بين الصندوق والبنك الدوليين. حيث أن صندوق النقد الدولي لا يمكنه أن يقوم بواجبه على نحو فعال إذا لم تكن هناك قروض طويلة الأجل، وبهذا الوضع يمكن لنشاط البنك أن يكمل الأهداف الأساسية لنشاط الصندوق وساعد على الاستقرار الدولي في مجالات تمويل التنمية.

فيما يلي جدول يوضح أهم الفروق بين صندوق النقد الدولي والبنك الدولي:

الجدول 3: الفروقات الرئيسية بين صندوق النقد والبنك الدوليين

البنك الدولي	صندوق النقد الدولي	
الحد من الفقر وتعزيز التنمية الاقتصادية	تعزيز الاستقرار الاقتصادي العالمي	الهدف
189 دولة	190 دولة	البلدان الأعضاء
القروض والمنح والضمانات	احتياطات العملات الأجنبية من الدول الأعضاء	التمويل
شروط أكثر مرونة	التزام البلدان الأعضاء بتنفيذ برامج إصلاح اقتصادي	شروط التمويل

المصدر من اعداد الباحثة بالاعتماد على ما سبق

رابعاً: المنظمة العالمية للتجارة (WTO)

1. تعريف ونشأة المنظمة العالمية للتجارة

أ. تعريف منظمة التجارة العالمية (WTO):

هي معاهدة دولية متعددة الأطراف تتضمن الحقوق والالتزامات المتبادلة بين حكومات الدول الموقعة عليها بهدف تحرير العلاقات التجارية وتنظيم التجارة الدولية بينها، وزيادة التبادل الدولي والنشاط الاقتصادي العالمي، وتعد المنظمة كمنتدى للحكومات للتفاوض بشأن الاتفاقيات التجارية وتسوية النزاعات التجارية. وهي تعمل بنظام قواعد التجارة. في الأساس، تعد منظمة التجارة العالمية مكاناً تحاول فيه الحكومات الأعضاء حل المشكلات التجارية التي تواجهها مع بعضها البعض.

ومنظمة التجارة العالمية (WTO) هي المنظمة الدولية العالمية الوحيدة التي تتعامل مع قواعد التجارة بين الدول، وتم ضمنها التفاوض بشأن اتفاقيات التجارة الدولية وتوقيعها من قبل الجزء الأكبر من الدول التجارية في العالم وتم التصديق عليها في برلماناتها. والهدف هو ضمان تدفق التجارة بسلاسة وبشكل يمكن التنبؤ به وحرية قدر الإمكان، وتقوم المنظمة على قدم المساواة مع صندوق النقد الدولي والبنك العالمي، في رسم وتوجيه السياسات الاقتصادية الدولية المؤثرة على الأطراف المختلفة في العالم، للوصول إلى إدارة أكثر كفاءة وأفضل نظام اقتصادي عالمي.

ب. نشأة المنظمة العالمية للتجارة:

بعد الحرب العالمية الثانية وإنشاء منظمة الأمم المتحدة تحديداً في سنة 1945 نشرت حكومة الولايات المتحدة مشروعاً للدعوة لإنشاء منظمة التجارة والعمل بهدف إعادة تنظيم التجارة الدولية وإنشاء منظمة جديدة تشرف على تنظيمها على غرار إنشاء صندوق النقد الدولي والبنك العالمي وفي 18 فيفري 1946 قرر

المجلس الاقتصادي والاجتماعي التابع لهيئة الأمم المتحدة عقد هذا مؤتمر لتشكيل لجنة تحضيرية لوضع جدول أعماله وعقدت اللجنة دورتها الأولى في لندن سنة 1946 وضعت مشروع بإنشاء هيئة دولية للتجارة ثم دعت إلى دور الانعقاد الثاني في جنيف من نفس السنة، وانتهت اللجنة من أعمالها ووضعت تقريراً عن مشروع الميثاق.

ثم في أكتوبر سنة 1947 تم عقد الاتفاق العام للتعريفات والتجارة "GATT" بعدها في سنة 1948 عقد مؤتمر "هافانا" في إطار الأمم المتحدة كمحاولة لإرساء ميثاق "منظمة التجارة العالمية"، من خلال عرض الميثاق على الحكومات الحاضرة في المؤتمر للتصديق عليه إلا أن الكونغرس الأمريكي لم يوافق على توقيع على هذا الميثاق حرصاً على الإبقاء على حرية التحرك للولايات المتحدة الأمريكية في فرض عقوبات تجارية بموجب قانون التجارة الأمريكي بالرغم من موافقة أغلب دول العالم عليه.

وعليه تم الاتفاق على عقد اتفاقية أولية، عرفت بالاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة GATT، كان الغرض منها العمل على إلغاء القيود الجمركية على التجارة الدولية تدريجياً عبر عدة جولات، تناولت الجولات الأولى منها بصفة أساسية خفض التعريفات. وشملت المفاوضات التالية مواضيع أخرى مثل مقاومة الإغراق والإجراءات التي لا تخص التعريفات.

ونتيجة للتطورات والتغيرات الهائلة في فترة الثمانينات ومنتصف التسعينات من القرن العشرين برزت أهمية إيجاد منظمة التجارة العالمية من جديد وبدأت المطالبة بإحياء هذه الفكرة والسعي لإنشائها من خلال جولات الأوروغواي التي بدأت عام 1986 وانتهت سنة 1994، تم فيها مناقشة والاتفاق على كل جوانب انشاء المنظمة العالمية للتجارة، وبانتهاء جولات الأوروغواي وتوقيع اتفاقاتها في مراكش بالمغرب أفريل 1994 انتقلت مهام اتفاقية GATT وأهدافها إلى منظمة التجارة العالمية بدءاً من أول جانفي 1995، وتباشر عملها في جنيف بسويسرا رسمياً بذات التاريخ، ولذلك لم تعد GATT منذ ذلك التاريخ كيانا مستقلاً، وإنما أصبحت جزءاً من المنظمة الجديدة للتجارة الدولية، لتظهر إلى الوجود بعد 50 عاماً من طرح فكرتها، وهي بذلك واحدة من أصغر المنظمات العالمية عمراً كخليفة للاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة (الجات)، وفيما يلي جدول يلخص جولات الجات وصولاً للمنظمة العالمية للتجارة:

الجدول 4: جولات الجات التفاوضية وإنشاء منظمة التجارة العالمية:

الرقم	السنة	اسم الجولة / المكان	المشركون	المواضيع المغطاة
01	1947	جنيف *	23	تخفيض التعريفات الجمركية
02	1949	أنسي	13	تخفيض التعريفات الجمركية
03	1951	توركواي	38	تخفيض التعريفات الجمركية
04	1956	جيف	26	تخفيض التعريفات الجمركية
05	1961-1960	جولة جنيف- ديلون	26	تخفيض التعريفات الجمركية
06	1967-1964	جولة جنيف - كينيدي **	62	التعريفات الجمركية وإجراءات مكافحة الإغراق
07	1979-1973	جولة جنيف - طوكيو	102	التعريفات الجمركية والتدابير غير الجمركية والاتفاقيات التي لوحظ أنها تتزايد مع انخفاض الرسوم الجمركية
08	1994-1986	جولة جنيف - أوروغواي	123	التعريفات الجمركية، والتدابير غير الجمركية، والقواعد، والخدمات، والملكية الفكرية، وتسوية المنازعات، والمنسوجات، والزراعة، وإنشاء منظمة التجارة العالمية، وما إلى ذلك

Source: https://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/tif_e/fact4_e.htm

وقد عقدت تحت مظلة المنظمة العالمية للتجارة عدة مؤتمرات وزارية نوجزها في الجدول التالي:

الجدول 5: المؤتمرات الوزارية لمنظمة التجارة العالمية

الرقم	التاريخ	اسم الجولة / المكان	المواضيع المغطاة
01	13-09 ديسمبر 1996	مؤتمر سنغافورة	القضايا المتعلقة بعمل منظمة التجارة العالمية خلال أول عامين من نشاطها وتنفيذ اتفاقيات جولة أوروغواي. التجارة والاستثمار، التجارة والمنافسة، التجارة والعمل، تقديم مساعدات فنية متزايدة للدول الفقيرة، احترام الحقوق الأساسية للعمال والمعارف بها دوليا...
02	20-18 ماي 1998	مؤتمر جنيف	التجارة الالكترونية وحسن تنفيذ اتفاقيات جولة أوروغواي، مدى التناسق الموجود بين منظمة التجارة العالمية والمنظمات الدولية الأخرى، بالإضافة إلى مدى الشفافية الموجودة في عمل المنظمة، وموضوع التجارة والمديونية ونقل التكنولوجيا.

* تم الاتفاق على تخفيض الرسوم الجمركية على عدد كبير من السلع الداخلة في التجارة. كما شارك في هذه الجولة 23 دولة. كما أدت المفاوضات ما قيمته 10 مليارات دولار. أي ما يقارب 20% من حجم التجارة العالمية.

** سميت بهذا الاسم لموافقة الكونغرس الأمريكي على السماح للرئيس الأمريكي بالدخول إلى مفاوضات لتخفيض الرسوم الجمركية.

03	30 نوفمبر-3 ديسمبر 1999	سياتل *	تداعيات الأزمة المالية العالمية لعام 1997، الآثار السلبية العولمة الاقتصادية على الدول النامية، انخفاض معدل النمو الاقتصادي ومعدلات نمو التجارة الدولية. (فشل المؤتمر نظراً لتعارض المصالح بين الو.م.أ والدول الأوروبية واختلاف مواقف العديد من الدول الكبرى الأخرى، رغبة الو.م.أ في فرض رأيها فيما يخص المشروعات التي يجب مناقشتها، والتمهيش الكلي للدول النامية)
04	13-9 نوفمبر 2001	الدوحة **	تمهيد الطريق لجولة جديدة من المفاوضات يتم من خلالها التوصل إلى المزيد من التحرير في التجارة العالمية. تحديد مصير منظمة التجارة العالمية والحفاظ عليها وتحسين آلياتها ومساعدتها على تحقيق أهدافها والقيام بمهامها. استكمال إجراءات انضمام كل من الصين وتايبي الصينية إلى المنظمة والترحيب بالأعضاء الجدد الموافقة على الاستمرار في برنامج العمل للتجارة الالكترونية. - التأكيد على الإعلان الصادر في مؤتمر سنغافورة والمتعلق بمعايير العمل المعترف بها دولياً...
05	14-10 سبتمبر 2003	كانكون	استكمال أجندة محادثات الدوحة لإعادة مفاوضات منظمة التجارة العالمية المتعثرة لمسارها إيجاد أرضية مشتركة لإحياء آمال التوصل لاتفاق لتحرير التجارة العالمية أحاطت بهذا المؤتمر تظاهرات لعشرات الآلاف يهتفون ضد المنظمة والعولمة والرأسمالية وهذا ما كان السبب وراء فشل المؤتمر ك وتم اختتام المؤتمر دون إجماع حول ما دار فيه
06	18-13 ديسمبر 2005	هونج كونج	مشاورات حول وصول المنتجات غير الزراعية إلى الأسواق اكمال محادثات انضمام تونغ العمل على النصوص التي ستكون مدخلات لمشروع نص وزاري منقح وحل الخلافات المتبقية في النص.
07	30 نوفمبر- 2 ديسمبر 2009	جنيف	المنظمة التجارة العالمية والنظام التجاري المتعدد الأطراف والبيئة الاقتصادية العالمية الحالية
08	17-15 ديسمبر 2011	جنيف	النظام التجاري المتعدد الأطراف. منظمة التجارة العالمية، "التجارة والتنمية"، و"أجندة الدوحة للتنمية". ووافق المؤتمر على انضمام روسيا وساموا والجيل الأسود. وفي الجلسة الختامية، اعتمد الوزراء عدداً من القرارات بشأن الملكية الفكرية، والتجارة الإلكترونية، والاقتصادات

* انطلقت مع بداية المؤتمر جولة جديدة من المفاوضات، قرر لها أن تستمر لمدة 3 سنوات، انتهت مع نهاية عام 2003 وقد عرفت هذه الدورة باسم "دورة الألفية"

** اختتمت المفاوضات في الأول من يناير 2005

الصغيرة، وانضمام أقل البلدان نمواً، والتنازل عن الخدمات لأقل البلدان نمواً، ومراجعات السياسات التجارية			
سلسلة من القرارات تهدف إلى تبسيط التجارة، مما يتيح للبلدان النامية المزيد من الخيارات لتوفير الأمن الغذائي، وتعزيز البلدان الأقل نمواً. التجارة بين البلدان ومساعدة التنمية بشكل عام. كما اعتمدوا عددًا من القرارات الروتينية وقبلوا اليمن كعضو جديد	بالي	6-3 ديسمبر 2013	09
سلسلة من ست قرارات وزارية بشأن الزراعة والقطن والقضايا المتعلقة بالبلدان الأقل نمواً (أقل البلدان نمواً) واعتماد إعلان وزاري يحدد الحزمة والعمل المستقبلي لمنظمة التجارة العالمية.	نيروبي	19-15 ديسمبر 2015	10
مصادر الأسماك ورسوم التجارة الإلكترونية، وتيسير الاستثمار والشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم، المرأة والتجارة، والالتزام بمواصلة المفاوضات في جميع المجالات.	بوينس آيرس	13-10 ديسمبر 2017	11
لتحديات التي تواجه النظام التجاري المتعدد الأطراف استجابة منظمة التجارة العالمية لحالات الطوارئ المتعلقة بالأمن الغذائي، إعفاءات المشتريات الغذائية لبرنامج الأغذية العالمي من حظر أو قيود التصدير، استجابة منظمة التجارة العالمية لجائحة كوفيد-19 والاستعداد لمواجهة الأوبئة المستقبلية وقف برنامج العمل بشأن التجارة الإلكترونية اتفاقية الجوانب المتعلقة بالتجارة من حقوق الملكية الفكرية دعم مصائد الأسماك، الاقتصادات الصغيرة، الصحة والسلامة العامة، عدم انتهاك اتفاق تريبس والشكاوى المتعلقة بالوضع الصحي النباتية الاستجابة للتحديات الحديثة المتعلقة بالصحة والصحة النباتية	جنيف	17-12 جوان 2022	12
لم ينعقد بعد	أبو ظبي	29-26 فيفري 2024	13

Source: https://www.wto.org/english/thewto_e/minist_e/minist_e.htm

وتختلف منظمة التجارة العالمية عن الاتفاقية العامة للتعريفية الجمركية ويمكن اجمال ذلك في:

الجدول 6: أهم الاختلافات بين الجات ومنظمة التجارة العالمية:

OMC	GATT
- القواعد تطبق بصورة شاملة ودائمة. - المفاوضات على السلع والخدمات والملكية الفكرية. - منظمة متكاملة لها شخصيتها المعنوية.	- القواعد تطبق بصفة مؤقتة. - اقتصرت مفاوضاتها على التعامل في السلع. - لم يكن لها شخصية معنوية بل كانت مجرد نص قانوني.

• لم تكن منظمة وإنما اتفاقا متعدد الأطراف مع مراعاة مجموعة من القواعد والضوابط في العلاقات التبادلية مع إيجاد آلية التفاوض والمساومة بين دول الأعضاء.	• شرط الانضمام إلى OMC هو الموافقة على اتفاقية الجات بما فيها دفعة واحدة.
---	---

2. مبادئ المنظمة العالمية للتجارة :

إن اتفاقيات منظمة التجارة العالمية طويلة ومعقدة لأنها نصوص قانونية تغطي مجموعة واسعة من الأنشطة، لكن بعض المبادئ الأساسية البسيطة موجودة في كل هذه الوثائق وتشكل أسس النظام التجاري المتعدد الأطراف، مثل:

• مبدأ عدم التمييز (المعاملة بالمثل):

لا ينبغي لأي بلد أن يميز بين شركائه التجاريين، ولا ينبغي له أن يميز بين منتجاته أو خدماته أو مواطنيه الأجانب، أي أن هذا المبدأ ينص على تساوي ظروف المنافسة بالأسواق الدولية، وذلك بعدم اللجوء إلى القيود غير التعريفية والإجراءات الأخرى كوسيلة لحماية المنتجات المحلية ومن ثم التمييز ضد المنتج الأجنبي (كأن يتم تقديم اعانة للمنتج المحلي كي يبدو أرخص من الأجنبي أو فرض رسوم وقيود على المنتج الأجنبي كي يبدو أغلى)

كما ينص هذا المبدأ على منح كل طرف من أطراف التعاقد فوراً وبلا شروط، جميع المزايا والحقوق والإعفاءات التي تمنحها دولة ما عضو في المنظمة لأية دولة أخرى أي أن أي ميزة أو معاملة تفضيلية تمنحها دولة عضو لأي دولة أخرى يستفيد منها باقي الدول الأعضاء دون ضرورة عقد اتفاق جديد، بهدف تحقيق المساواة في المعاملة بين كل الدول، تفادياً للتمييز بين دول الأعضاء في المنظمة أو منح رعاية خاصة لإحدى الدول على حساب الأخرى.

• مبدأ المفاوضات التجارية:

أي اعتبار منظمة التجارة العالمية الإطار التفاوضي لتنفيذ الأحكام أو تسوية المنازعات، بدلا من اللجوء إلى إجراءات تتسبب في تقليل حجم التجارة الدولية.

• مبدأ فتح التجارة:

يشكل خفض الحواجز التجارية وسيلة واضحة لتشجيع التجارة؛ وتشمل هذه الحواجز الرسوم الجمركية (أو التعريفات الجمركية) وتدابير مثل حظر الاستيراد أو الحصص، التي تقيد الكميات بشكل انتقائي،

باستثناء تجارة السلع الزراعية، وتجارة الدول التي تعاني عجز جوهري ودائم فيميزان المدفوعات التي يحق لها فرض قيود على تجارتها.

• مبدأ التبادلية:

أي أن كل تخفيف في الحواجز الجمركية أو غير جمركية لدولة ما، لا بد أن يقابله تخفيف معادل في القيمة من الدولة الأخرى حتى تتعادل الفوائد التي تحصل عليها كل دولة، وما تصل إليه المفاوضات في هذا الصدد ويصبح ملزماً للجميع، ولا يجوز بعده إجراء أي تعديل جديد إلا بمفاوضات جديدة.

• مبدأ القدرة على التنبؤ والشفافية:

ينبغي للشركات الأجنبية والمستثمرين والحكومات أن يكونوا واثقين من أن الحواجز التجارية لن يتم رفعها بشكل تعسفي. ومع الاستقرار والقدرة على التنبؤ، يتم تشجيع الاستثمار، وخلق فرص العمل، ويمكن للمستثمرين التمتع بشكل كامل بفوائد المنافسة - مثل زيادة الاختيار وانخفاض الأسعار.

يتم ذلك من خلال الاعتماد على التعريفات الجمركية إذا دعت الضرورة إلى تقييد التجارة الدولية* (حماية الصناعة الوطنية أو علاج العجز في ميزان المدفوعات...) والبعد عن القيود غير التعريفية أي القيود الكمية (كحوص الاستيراد)، يرجع السبب في تفضيل القيود السعرية على القيود الكمية إلى أن الأولى مدرجة بجداول التزامات كل دولة وبالتالي فهي معروفة للجميع ويسهل تحديد آثارها على التجارة الدولية وتحدد حجم الحماية أو الدعم الممنوح للمنتج المحلي بسهولة.

• مبدأ المنافسة العادلة:

تثبيط الممارسات "غير العادلة"، مثل دعم الصادرات وإغراق* المنتجات بأسعار أقل من القيمة العادية للحصول على حصة في السوق؛ فالقضايا معقدة، والقواعد تحاول تحديد ما هو عادل وما هو غير عادل، وكيف يمكن للحكومات أن تستجيب، وخاصة من خلال فرض رسوم استيراد إضافية محسوبة للتعويض عن الأضرار الناجمة عن التجارة غير العادلة.

* مقابل أن تقدم بعض التنازلات الجمركية بنفس النسبة لسلع أخرى من خلال تقديم جدول بالسلع والتعريفات الجمركية المحددة من قبلها للسكترارية العامة.

* يقصد بالإغراق بيع السلع في سوق التصدير بسعر أقل عن السعر الذي تباع به في بلد إنتاجها.

• مبدأ دعم الدول الأقل نمواً (مبدأ الدولة الأولى بالرعاية- مبدأ المعاملة التجارية التفضيلية):

لأن أكثر من ثلاثة أرباع أعضاء منظمة التجارة العالمية هم من الاقتصادات النامية أو التي تمر بمرحلة انتقالية إلى اقتصادات السوق (تكتل اقتصادي) تمنح اتفاقيات منظمة التجارة العالمية لهذه الاقتصادات فترات انتقالية للتكيف مع أحكام منظمة التجارة العالمية، وتمنح كذلك علاقات تجارية تفضيلية مع الدول المتقدمة للدول النامية بهدف دعم خططها التنموية وزيادة حصيلتها من العملات الأجنبية، وفي حالة اتفاقية تيسير التجارة، توفر الدعم العملي لتنفيذ الاتفاقية.

• مبدأ حماية البيئة:

تسمح اتفاقيات منظمة التجارة العالمية للأعضاء باتخاذ التدابير اللازمة لحماية ليس فقط الصحة العامة والحيوانية والنباتية، بل البيئة أيضاً. إذ يجب تطبيق هذه التدابير بنفس الطريقة على الشركات الوطنية والأجنبية: يجب على الأعضاء عدم استخدام تدابير حماية البيئة كوسيلة لإدخال حواجز تجارية تمييزية.

• مبدأ التضمين

تسعى منظمة التجارة العالمية إلى بناء نظام تجاري أكثر شمولاً يسمح لعدد أكبر من النساء والشركات الصغيرة بالمشاركة في التجارة وجني الفوائد الاقتصادية للتجارة العالمية.

• مبدأ الشراكة:

تحافظ منظمة التجارة العالمية على حوار منتظم مع المجتمع المدني والنقابات العمالية والجامعات ومجتمع الأعمال لتعزيز التعاون وبناء الشراكات. توفر مبادرة الحوارات التجارية لمنظمة التجارة العالمية والمنتدى العام السنوي منبرا للمجتمع المدني ومجموعات الأعمال لمناقشة آخر التطورات في التجارة العالمية واقتراح سبل تعزيز النظام التجاري المتعدد الأطراف.

• مبدأ التجارة الرقمية:

تدرك منظمة التجارة العالمية الأهمية المتزايدة للتجارة الإلكترونية، لذا يتم إجراء المراجعات الدورية لبرنامج عمل منظمة التجارة العالمية بشأن التجارة الإلكترونية من قبل المجلس العام بناءً على التقارير الواردة من مختلف هيئات منظمة التجارة العالمية. وبالإضافة إلى ذلك، تجري مجموعة من الأعضاء ذوي التفكير

المماثل لمفاوضات بشأن التجارة الرقمية، بهدف تطوير قواعدها عالميا ومعالجة التحديات التي تفرضها الفجوة الرقمية.

3. أهداف ووظائف المنظمة العالمية للتجارة:

أ- أهداف المنظمة العالمية للتجارة:

الهدف الرئيسي للمنظمة هو تحقيق حرية التجارة الدولية، بالقضاء على كل صور المعاملة التمييزية وإزالة كافة القيود والعوائق والحواجز التي من شأنها أن تمنع تدفق حركة السلع والخدمات الحر عبر الدول، وتنشيطه وكذا ضمان مناخ دولي ملائم للمنافسة وتوسيع التجارة الدولية أما الأهداف الأخرى فتتمثل فيما يلي:

• تحسين حياة الناس

الهدف الأساسي لمنظمة التجارة العالمية هو تحسين رفاهية الناس في جميع أنحاء العالم. وتعترف اتفاقية مراكش التأسيسية لمنظمة التجارة العالمية بأن التجارة ينبغي أن تتم بهدف رفع مستويات المعيشة، وضمان العمالة الكاملة، وزيادة الدخل الحقيقي وتوسيع التجارة العالمية في السلع والخدمات وكذا حركة رؤوس الأموال والاستثمارات مع السماح بالاستخدام الأمثل لموارد العالم، لخلق فرص عمل جديدة والوصول لمستويات التوظيف الكامل للدول الأعضاء.

• التفاوض على قواعد التجارة

لقد ولدت منظمة التجارة العالمية بعد خمسة عقود من المفاوضات التي هدفت إلى التخفيض التدريجي للعقبات التي تعترض التجارة. وفي الحالات التي واجهت فيها البلدان حواجز تجارية وأرادت خفضها، ساعدت المفاوضات على فتح الأسواق أمام التجارة. وعلى العكس من ذلك، في بعض الظروف، تدعم قواعد منظمة التجارة العالمية الحفاظ على الحواجز التجارية. على سبيل المثال، لحماية المستهلكين أو البيئة.

• الإشراف على اتفاقيات منظمة التجارة العالمية

فاتفاقيات منظمة التجارة العالمية التي تم التفاوض بشأنها والتوقيع عليها من قبل الجزء الأكبر من الدول التجارية في العالم. توفر في الأساس قواعد التجارة الدولية وتلزم الحكومات بالحفاظ على سياساتها التجارية ضمن الحدود المتفق عليها. بهدف مساعدة منتجي السلع والخدمات والمصدرين والمستوردين على إدارة أعمالهم، ورفع مستويات المعيشة، مع السماح للحكومات بتحقيق الأهداف الاجتماعية والبيئية.

• الحفاظ على تجارة مفتوحة وشفافة

إن الهدف الأساسي للنظام يتلخص في المساعدة على تمتع كل من المستهلك والمنتج بضمان الإمداد المستمر بالسلع والموارد الأولية والخدمات مع ضمان اختيار أوسع من المنتجات تامة الصنع بأكبر قدر ممكن من الحرية، بشرط عدم حدوث آثار جانبية غير مرغوب فيها. لأن هذا يحفز النمو الاقتصادي وتشغيل العمالة ويدعم اندماج البلدان النامية في النظام التجاري الدولي، وعليه يجب أن تكون قواعد الدول الأعضاء التجارية شفافة ويمكن التنبؤ بها، لضمان معرفة الأفراد والشركات والحكومات بقواعد التجارة في جميع أنحاء العالم، ولطمأنتهم بأنه لن تكون هناك تغييرات مفاجئة في السياسة.

• تسوية النزاعات واعتماد المفاوضات وسيلة لذلك

العلاقات التجارية غالباً ما تنطوي على مصالح متضاربة، فإن الاتفاقيات بما في ذلك تلك التي تم التفاوض عليها بشق الأنفس في منظمة التجارة العالمية، غالباً ما تحتاج إلى تفسير، وعليه فإن الطريقة الأكثر انسجاماً لتسوية هذه الخلافات هي من خلال التفاوض المبني على أساس قانوني متفق عليه.

ب- وظائف المنظمة العالمية للتجارة: أتمت المنظمة مات بدأت به اتفاقية الجات لذا فإن وظائفها مترابطة إلى حد كبير لذا سنتطرق لوظائف الجات ثم وظائف المنظمة لاحقاً فيما يلي:

- وظائف الجات: تتخذ وظائف الجات في 3 وهي على النحو التالي:
- الإشراف على تنفيذ المبادئ والقواعد والإجراءات التي تضعها الاتفاقيات المختلفة التي تنطوي عليها الجات والتي تتعلق بتنظيم التجارة الدولية بين الأطراف المتعاقدة فيها؛
- تنظيم جولات المفاوضات التجارية المتعددة الأطراف؛
- العمل على الفصل في المنازعات القائمة بين الدول في مجال التجارة الدولية من خلال البحث والنظر في القضايا التي يرفعها طرف المتعاقد في الجات ضد طرف آخر من الأطراف الأخرى المتعاقدة.

• وظائف المنظمة:

في ضوء أهداف المنظمة العالمية للتجارة جاءت الوظائف والمهام التي يمكن أن تقوم بها كما حددتها المادة الثالثة من اتفاقية أوروغواي الموقعة في مراكش وعلى اعتبار أن منظمة التجارة العالمية هي منظمة مختصة

بالقوانين الدولية المعنية بالتجارة بين الأمم. مهمتها الأساسية ضمان انسياب التجارة بأكبر قدر من السلاسة واليسر والحرية عن طريق:

- التواجد كمنتدى للمفاوضات المتعلقة بتحرير التجارة العالمية من كافة القيود والعوائق وتهيئة الأطراف الدولية للتفاوض

وتغطي اتفاقيات منظمة التجارة العالمية السلع والخدمات والملكية الفكرية. وهي توضح مبادئ التحرير والاستثناءات المسموح بها. وهي تشمل التزامات كل دولة على حدى بخفض التعريفات الجمركية وغيرها من الحواجز التجارية، وفتح أسواق الخدمات والحفاظ عليها مفتوحة. ويضعون إجراءات تسوية المنازعات. هذه الاتفاقيات ليست ثابتة. تتم إعادة التفاوض بشأنها من وقت لآخر ويمكن إضافة اتفاقيات جديدة إلى الحزمة. ويجري الآن التفاوض على العديد منها في إطار أجندة الدوحة للتنمية، التي أطلقها وزراء التجارة في منظمة التجارة العالمية في الدوحة، قطر، في نوفمبر 2001.

- المراقبة وتسيير ومتابعة تنفيذ أعمال الاتفاقية الخاصة بالتجارة، والعمل على تحقيق أهدافها ومراجعة سياسات الدول الأعضاء

تتطلب اتفاقيات منظمة التجارة العالمية من الحكومات أن تجعل سياساتها التجارية شفافة من خلال إخطار منظمة التجارة العالمية بالقوانين المعمول بها والتدابير المعتمدة. وتسعى مجالس ولجان منظمة التجارة العالمية المختلفة إلى ضمان اتباع هذه المتطلبات وتنفيذ اتفاقيات منظمة التجارة العالمية بشكل صحيح. يجب أن يخضع جميع أعضاء منظمة التجارة العالمية لفحص دوري لسياساتهم وممارساتهم التجارية، بحيث تحتوي كل مراجعة على تقارير من الدولة المعنية وأمانة منظمة التجارة العالمية.

- إدارة القواعد والقوانين والإجراءات التي تحكم وتنظم تسوية المنازعات المتعلقة بالتجارة وفضها

إن إجراءات منظمة التجارة العالمية لحل النزاعات التجارية بموجب تفاهم تسوية المنازعات أمر حيوي لإنفاذ القواعد وبالتالي ضمان تدفق التجارة بسلاسة. ترفع الدول نزاعاتها إلى منظمة التجارة العالمية إذا اعتقدت أن حقوقها بموجب الاتفاقيات قد تم انتهاكها. وتستند الأحكام التي يصدرها خبراء مستقلون معينون خصيصًا إلى تفسيرات الاتفاقيات والتزامات كل دولة على حدة.

- معاونة الدول النامية وبناء قدراتها التجارية

تحتوي اتفاقيات منظمة التجارة العالمية على أحكام خاصة بالبلدان النامية، بما في ذلك فترات زمنية أطول لتنفيذ الاتفاقيات والالتزامات، وتدابير لزيادة فرصها التجارية، ودعم لمساعدتها على بناء قدراتها التجارية، ومعالجة النزاعات وتنفيذ المعايير الفنية. تنظم منظمة التجارة العالمية المئات من بعثات التعاون الفني إلى البلدان النامية سنوياً. كما أنها تعقد العديد من الدورات كل عام في جنيف للمسؤولين الحكوميين. تهدف المعونة من أجل التجارة إلى مساعدة البلدان النامية على تطوير المهارات والبنية التحتية اللازمة لتوسيع تجارتها.

- التوعية وضع أسس ومحاوالت التعاون

تحافظ منظمة التجارة العالمية على حوار منتظم مع المنظمات غير الحكومية والبرلمانيين والمنظمات الدولية الأخرى ووسائل الإعلام وعامة الناس بشأن مختلف جوانب منظمة التجارة العالمية ومفاوضات الدوحة الجارية، بهدف تعزيز التعاون وزيادة الوعي بأنشطة منظمة التجارة العالمية، للتوصل إلى أعلى درجة من درجات التناسق والترابط في مجال رسم السياسات الاقتصادية العالمية وإدارة الاقتصاد العالمي على أسس أكثر كفاءة.

4. الهيكل التنظيمي وموارد المنظمة:

أ- ميزانية أمانة منظمة التجارة العالمية لعام 2022

تستمد منظمة التجارة العالمية معظم دخل ميزانيتها السنوية المقدرة سنة 2022 بـ 197 مليون فرنك سويسري من مساهمات أعضائها. ليتم إنشاؤها وفق صيغة تعتمد على حصتها في التجارة الدولية، كما يتم الحصول على إيرادات متنوعة من رسوم الإيجار ومبيعات منشورات منظمة التجارة العالمية المطبوعة والإلكترونية. وتدير منظمة التجارة العالمية أيضاً عدداً من الصناديق الاستثمارية التي ساهم بها الأعضاء. وتستخدم هذه لدعم الأنشطة الخاصة بالتعاون الفني والتدريب التي تهدف إلى تمكين البلدان الأقل نمواً والبلدان النامية من الاستفادة بشكل أفضل من منظمة التجارة العالمية والاستفادة بشكل أكبر من النظام التجاري المتعدد الأطراف.

ب- الهيكل التنظيمي:

تدير منظمة التجارة العالمية الدول الأعضاء فيها، لكنها لا تستطيع العمل بدون أمانتها العامة لتنسيق الأنشطة. وعليه يتشكل هيكل منظمة التجارة الدولية من 623 موظف أمانة وبرئاسة نجوزي أوكونجو

إيوالا* كمدير عام لها (حاليا)، ويساعد خبراءها - المحامون والاقتصاديون والإحصائيون وخبراء الاتصالات - أعضاء منظمة التجارة العالمية على أساس يومي لضمان -مع أمور أخرى- تقدم المفاوضات بسلاسة، وتطبيق قواعد التجارة الدولية بشكل صحيح فرض.

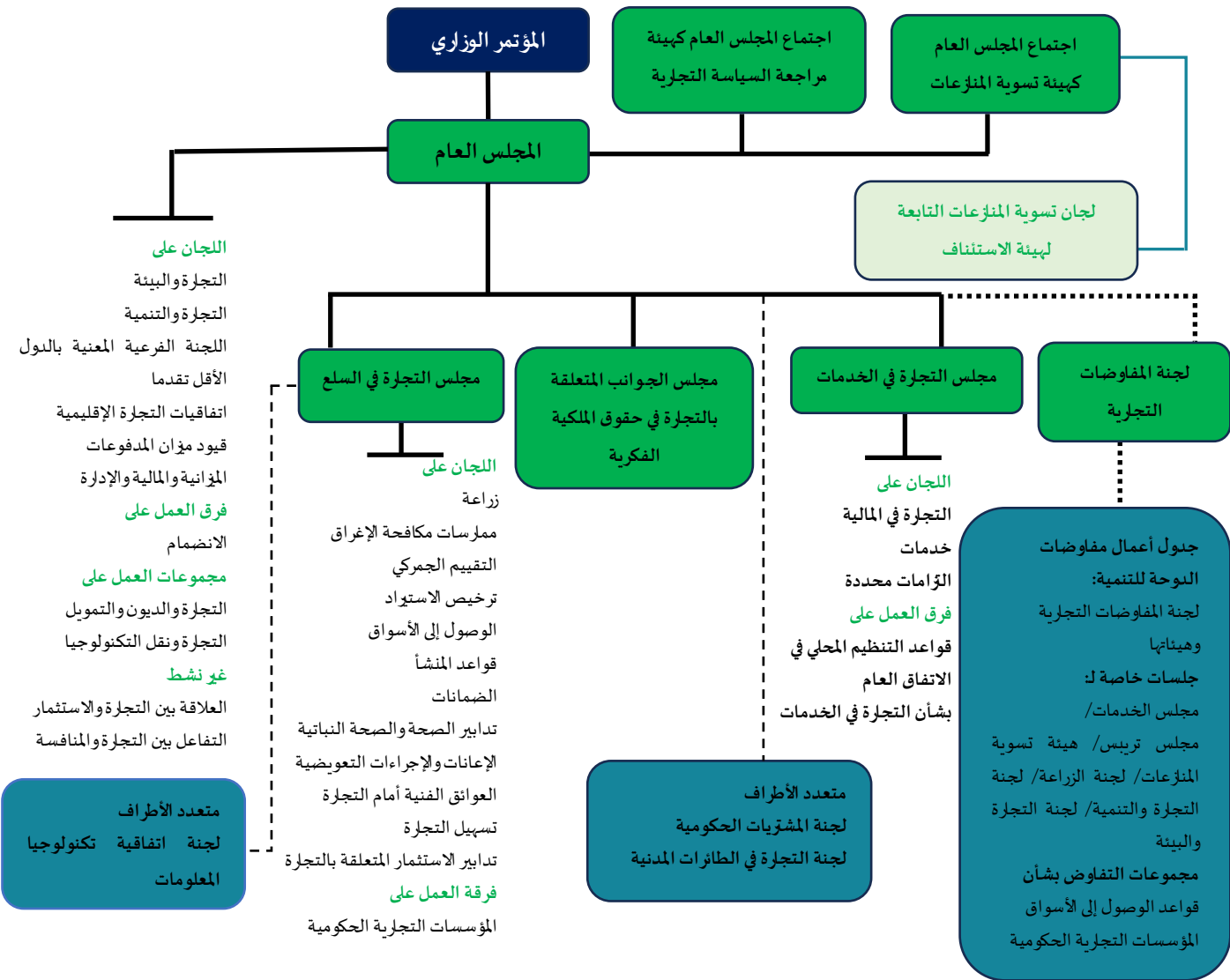
يندرج كل هؤلاء ضمن عدد من الأجهزة التي تتعامل مع الاتفاقيات، كل اتفاقية على حدى ومواضيع أخرى مثل البيئة والتنمية وطلبات العضوية واتفاقيات التجارة الإقليمية، وهذه الأجهزة تتمثل في:

- **المؤتمر الوزاري:** وهو الهيئة العليا الخاصة باتخاذ القرارات المتعلقة باتفاقيات تحرير التجارة وانضمام الدول للمنظمة، ويتكون من جميع دول الأعضاء ويعقد اجتماعا كل عامين على الأقل، وله الحق في إنشاء لجان محددة مثل لجان التجارة والتنمية وميزان المدفوعات والموازنة وغيرها من اللجان الإضافية، ويدخل في ذلك أيضا حقه في تعيين المدير العام الذي يرأس أمانة المنظمة؛
- **المجلس العام:** ويأتي في المرتبة التالية ويتكون من ممثلين من كافة الدول الأعضاء (يشمل بصفة عامة السفراء ورؤساء الوفود في جنيف ولكنه يشمل أحيانا مسئولين مرسلين من عواصم الدول الأعضاء) وينعقد عدة مرات في العام في المقر في جنيف. كما ينعقد المجلس العام بصفته هيئة مراجعة السياسات التجارية وكذلك بصفته هيئة فض المنازعات، كما يتولى مسؤوليات المؤتمر لوزاري فيما بين دورات انعقاده، ويقوم بوضع القواعد التنظيمية كما يتولى مسؤولية وضع الترتيبات اللازمة مع المنظمات الحكومية للدولة الأخرى؛
- **المجالس النوعية:** وتضم كل من مجلس البضائع ومجلس الخدمات ومجلس حقوق الملكية الفكرية (تربس)، وعلى كل مجلس من هذه المجالس أن يشرف على تطبيق الاتفاقيات الخاصة به وعضوية هذه المجالس، التي تعقد عند الضرورة وترفع تقاريرها إلى المجلس العام، وهي مفتوحة أمام ممثلي دول الأعضاء بالمنظمة.
- **لجنة المفاوضات التجارية وفض النزاع:** وهو أحد الأجهزة الرئيسية التي تشمل مفاوضات كافة نزاعات السلع والخدمات والملكية الفكرية بشكل متكامل، بالاحتكام إلى الاتفاقيات والمعاهدات الموقع عنها؛

* الدكتور نجوزي أوكونجو إيويالا هي المدير العام السابع لمنظمة التجارة العالمية. تولت منصبها في 1 مارس 2021، لتصبح أول امرأة وأول أفريقية تتولى منصب المدير العام. وتنتهي فترة ولايتها في 31 أغسطس 2025.

- آلية مراجعة السياسات التجارية الدولية: للدول الأعضاء وفقا للفترات الزمنية المحددة بنص الاتفاق، وتتراوح بين عامين للدول المتقدمة، وأربع أعوام للدول النامية، وستة أعوام للدول الأقل نمواً.
- أمانة المنظمة: وهي هيئة داخل المنظمة، ويقوم المدير العام للمنظمة فيها بتعيين موظفيها وتحديد واجباتهم وشروط خدمتهم وفقاً للأنظمة التي يعتمدها المجلس الوزاري (اللجان).

الشكل 8: الهيكل التنظيمي لمنظمة التجارة العالمية (WTO)



مفتاح:

- تقديم التقارير إلى المجلس العام (أو شركة تابعة)
- تقديم التقارير إلى هيئة تسوية المنازعات
- تقوم اللجان المتعددة الأطراف بإبلاغ المجلس العام أو مجلس السلع بأنشطتها، على الرغم من عدم توقيع هذه الاتفاقيات من قبل جميع أعضاء منظمة التجارة العالمية
- تقديم تقارير لجنة المفاوضات التجارية إلى المجلس العام

Source: https://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/tif_e/org2_e.htm

5. العضوية في المنظمة:

تشمل عضوية منظمة التجارة العالمية أكثر من 164 عضوًا (حاليا) يمثلون أكثر من 98% من التجارة العالمية. كما أن 25 آخرين يتفاوضون بخصوص العضوية، من بينها الجزائر، وحتى تصبح دولة ما أو إقليم اقتصادي أو اتحاد جمركي عضواً يجب عليها أن تتمتع بالحرية الكاملة في إدارة علاقاته التجارية الخارجية

في الانضمام للمنظمة وكافة الاتفاقيات التابعة لها وفقاً للشروط المتفق عليها من قبل الدول الأعضاء وتتلخص هذه الشروط في قبول نتائج جولات الأوروغواي ككل وتقديم التزامات في مجال السلع والخدمات، على اعتبار أن اتفاقية إنشاء منظمة التجارة العالمية الموقعة في عام 1994 قد اعتبرت أن كافة الأطراف المتعاقدة في اتفاقية الجات 1947، والتي تقبل اتفاقيات جولة أوروغواي، أعضاء أصليين بمنظمة التجارة العالمية.

ويتولى المؤتمر الوزاري الذي يعقد كل سنتين على الأقل عملية البت في طلبات الانضمام بأغلبية ثلثي أصوات دول الأعضاء والتي تلتزم بالتقدم بجدول التنازلات في السلع وعروض التعهدات في الخدمات وتتفاوض حولها من مختلف دول الأعضاء إلى أن يتم التوصل للاتفاق حول التزامات العضو الجديد.

حيث تتخذ القرارات في منظمة التجارة العالمية في العادة بإجماع أصوات الدول الأعضاء ثم يتم إقرارها لاحقاً من خلال برلمانات الدول. وتحول أية خلافات تجارية إلى آلية تسوية المنازعات في المنظمة حيث يتم الاحتكام إلى الاتفاقيات والمعاهدات لضمان أن النظم والسياسات التجارية للدول تتوافق معها. وبهذا الأسلوب فإن مخاطر تحول المنازعات إلى صراعات سياسية أو عسكرية تنخفض كثيراً.

ويحق لأي عضو الانسحاب من المنظمة بالانسحاب من جميع الاتفاقيات متعددة الأطراف، ويبدأ مفعوله بانتهاء فترة 6 أشهر من التاريخ تلقي المدير العام للمنظمة إخطار كتابيا بالانسحاب.

كما يحق لأي دولة طالبة لعضوية المنظمة التمتع بالإعفاء من الالتزامات الخاصة بأحكام الاتفاقيات المتعددة الأطراف لتحرير التجارة الدولية تجاه عضو آخر محدد طالما أرادت الدولة ذلك وقامت بإخطار المؤتمر الوزاري بهذه الرغبة قبل الموافقة على شروط الانضمام التي يقرها المؤتمر الوزاري لكل حالة على حدى، وذلك بهدف تسهيل انضمام أعضاء لمنظمة التجارة العالمية واتفاقياتها المختلفة، مع المحافظة على مصالحها بمجرد استكمال إجراءات الانضمام لهذا العضو الجديد.

كيفية الانضمام إلى منظمة التجارة العالمية (عملية الانضمام):

قبل الانضمام يسمى البلد الطالب للعضوية والذي قد مر ببعض مراحل الانضمام بالدولة المراقبة ويمر تطبيق الانضمام للمنظمة بأربع مراحل:

- "حدثنا عن نفسك" يتعين على الحكومة المتقدمة بطلب العضوية أن تصف جميع جوانب سياساتها التجارية والاقتصادية التي لها تأثير على اتفاقيات منظمة التجارة العالمية. ويتم تقديم

ذلك لمنظمة التجارة العالمية في مذكرة يتم فحصها من قبل فريق العمل الذي يتعامل مع طلب الدولة.

• "اعمل معنا بشكل فردي على ما لديك لتقدمه" عندما يحرز فريق العمل تقدماً كافياً بشأن المبادئ والسياسات، تبدأ محادثات ثنائية موازية بين العضو الجديد المحتمل والدول الفردية. إنها ثنائية لأن الدول المختلفة لديها مصالح تجارية مختلفة. وتغطي هذه المحادثات معدلات التعريفات الجمركية والتزامات محددة للوصول إلى الأسواق، وسياسات أخرى في مجال السلع والخدمات. ويجب أن تنطبق التزامات العضو الجديد بالتساوي على جميع أعضاء منظمة التجارة العالمية بموجب قواعد عدم التمييز العادية على الرغم من التفاوض بشأنها بشكل ثنائي. وبعبارة أخرى، تحدد المحادثات الفوائد (في شكل فرص التصدير والضمانات) التي يمكن أن يتوقعها الأعضاء الآخرون في منظمة التجارة العالمية عندما ينضم العضو الجديد. (قد تكون المحادثات معقدة للغاية. ويقال إن المفاوضات في بعض الحالات لا تقل حجماً عن جولة كاملة من المفاوضات التجارية المتعددة الأطراف).

• "دعونا نقوم بصياغة شروط العضوية" وبمجرد انتهاء فرقة العمل من فحص النظام التجاري لمقدم الطلب، واكتمال المفاوضات الثنائية الموازية للوصول إلى الأسواق، تضع فرقة العمل اللمسات الأخيرة على شروط الانضمام. وتظهر هذه في تقرير، ومشروع معاهدة العضوية ("بروتوكول الانضمام") وقوائم ("الجدول") لالتزامات العضو المستقبلي.

• وأخيراً "القرار" يتم تقديم الحزمة النهائية، التي تتكون من التقرير والبروتوكول وقوائم الالتزامات، إلى المجلس العام لمنظمة التجارة العالمية أو المؤتمر الوزاري. إذا صوتت أغلبية ثلثي أعضاء منظمة التجارة العالمية لصالحه، يكون لمقدم الطلب الحرية في التوقيع على البروتوكول والانضمام إلى المنظمة. وفي كثير من الحالات، يتعين على البرلمان أو الهيئة التشريعية في البلاد التصديق على الاتفاقية قبل اكتمال العضوية.

خامساً: الأسواق المالية وأسعار الفائدة

1- السوق المالي (المفهوم والوظائف والأنواع):

هو ذلك الإطار الذي يجمع بين بائعي ومشتري الأموال بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه بشرط توافر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق مما يجعل الائتمان

السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيه وهو وسيلة مهمة لجمع الادخارات لما لها من دور فعال في تمويل الأنشطة الاقتصادية.

والسوق المالي الدولية تعني تلك الآلية التي توفر الخدمات المالية بين المقرضين والمقترضين، بالعملات الدولية وبأحجام كبيرة بالإضافة لاشتماله على سوق السندات الأوروبية، وسوق العملات الأوروبية، وسوق الدولارات الأوروبية.

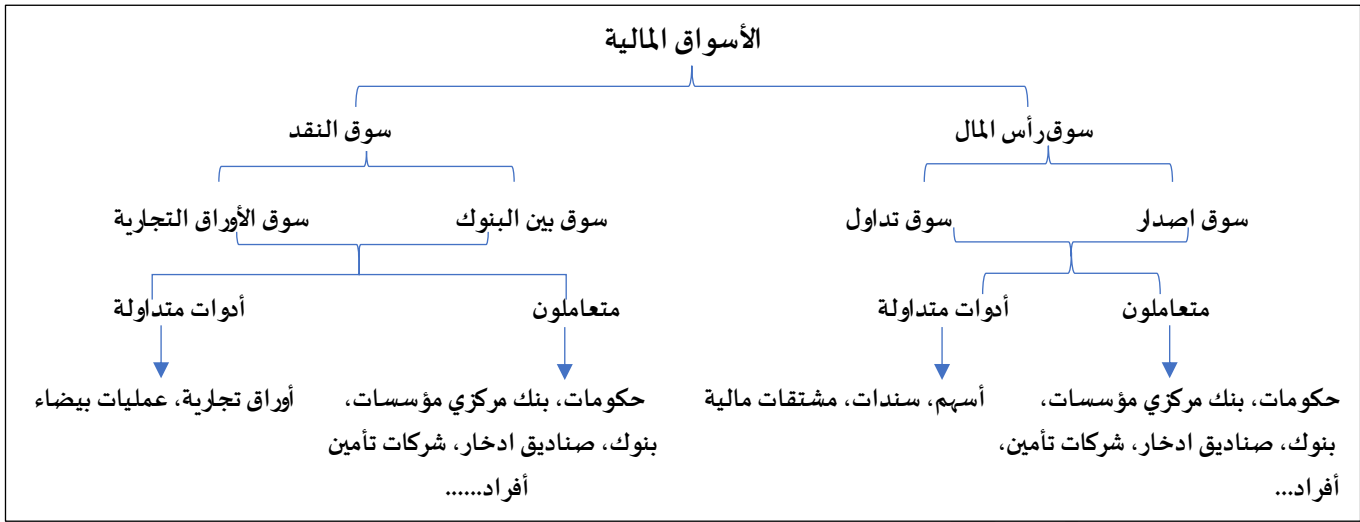
هناك العديد من المصادر الدولية المتوفرة لتقديم رأس المال في السوق الدولية لرأس المال، وأهمها طبعاً الشركات المالية الدولية العملاقة، ومؤسسات التمويل الدولية الأخرى التي تملك حصة جيدة من خلال تواجدها في السوق المالية الدولية، وفي الحصول على شريحة جيدة في أسواق رأس المال الطويلة الأجل، أو الداخلية، إضافة إلى ممارسة أنشطتها من خلال فروعها والشركات التابعة لها في مناطق العالم.

1. نشأة الأسواق المالية:

نتيجة للتطور الاقتصادي وازدياد الحاجة التمويلية للمجتمع بسبب التوسع والتنوع في الأنشطة وازدياد حجم المدخرات ظهرت العديد من المؤسسات والأسواق التي تحاول الاستفادة من الفوائض المالية لدى الأفراد وتوظيفها بالشكل الأمثل حيث نشأت الأسواق المالية التي عن طريقها يتم إجراء الصفقات المالية والاكتمال في هذه الصفقات وتعتبر فرنسا أول دولة أنشأت سوق مالي للأوراق المالية وذلك في القرن 18 جراء التطور في النشاط الاقتصادي الذي تطلب اعتماد نظام مالي وتوسع في استخدام الأوراق المالية القصيرة والطويلة يتم تداولها وفق تنظيم معين وقوانين تساعد على تسهيل استخدامها وظهرت خلال مهنة السمسرة والوساطة وخلال نفس الفترة تطورت المبادلات التجارية في بلجيكا وبدأوا يتجمعون لتبادل الصفقات ومع تطورها ظهر مصطلح البورصة خلال هذا التطور ظهرت الأسواق المالية في بلدان أخرى كالدنمارك، ألمانيا، ومع التطورات الاقتصادية أصبحت الأسواق المالية مكان محدد لتداول الإصدارات وأجاء التعامل فيها وبحلول القرن 19 أصبح التعامل في هذه الأسواق يجري بشكل رسمي في أغلب الدول المتقدمة أما الدول النامية فقد عرت الأسواق المالية من خلال الدول الاستعمارية التي احتلتها ونشأت البنوك والبورصات لتسهيل التعامل ونظراً لنموها الاقتصادي وضمان لتصدير بعض منتجات هذه الدول.

2. هيكل الأسواق المالية:

الشكل 9: هيكل الأسواق المالية



3. وظائف السوق المالي:

- يساعد على تنمية الادخارات وتوجيهها مما يزيد من الاستثمار، وجود السوق المالي يساعد على مراقبة وتنظيم الإصدار؛
- وجود السوق المالي يساعد في عدالة تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة مما يساعد على توجيه الأموال نحو القطاعات الأكثر نجاحاً؛
- يعطي السوق المالي مؤشراً هاماً لاتجاهات الوضع الاقتصادي للدولة بالتالي القدرة على اتخاذ القرار والتخطيط للسياسة النقدية والمالية لتحقيق الاستقرار فيها وهو ما يؤثر على نشاط البنك المركزي في تحديده لسعر الفائدة؛
- تحقيق الاستخدام الأمثل للسياستين النقدية والمالية تساعد على قيام السوق المالي بدوره في جعل تحركات الأموال بين مختلف الاستخدامات على قدر من الكفاءة الاقتصادية؛
- توفير وعاء يمكن من خلاله تسعير مخاطر الاستثمار المالي؛
- يمكن الإدارة المالية من تقليل المخاطر وتوزيعها من خلال التفضيل الزمني لإدارتها حسب الحاجة، بالإضافة إلى التوزيع الاستثماري للتوسع فيها.
- توفير قدر من المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات بفضل ما يسوده من انتظام في التعامل ومعرفة الأسعار وكبر عدد متعاملها؛

- تقديم أداة فعالة لمراقبة أداء القطاع الخاص لا سيما الشركات المساهمة وتوفير طريقة لتبادل المعلومات حول فرص الاستثمار؛
- توفير البيانات والمعلومات على الفرص الاستثمارية المتاحة وتكاليفها مما يساعد في جذب رؤوس الأموال من الخارج حسب ما تسمح به القوانين الاستثمارية والإجراءات التنظيمية للنشاط الاقتصادي في البلد

4. أنواع الأسواق المالية:

1- سوق النقد:

تتميز أسواق النقد بالإصدار وتداول الأدوات المالية قصيرة الأجل القابلة للتداول والتحول بسرعة إلى سيولة نقدية مدة استحقاقها أقل من سنة ونظراً لطبيعتها قصيرة الأجل فإن الاستثمار في أدواتها أكثر أمناً من الاستثمار في أدوات سوق رأس المال وهذا من راجع إلى نقص المخاطر المتعلقة بتقلب الأسعار وغيرها من المخاطر؛

يقوم الجهاز المصرفي بالدور الرئيسي في السوق ومن أهم مؤسساتها البنك المركزي، البنوك التجارية ... ومن أنواعها:

• سوق ما بين البنوك:

وتخص نشاط المؤسسات المالية التي تتبادل فيما بينها فوائض مالية وعجزات في السيولة تحت إشراف البنك المركزي وتعرف بأنها سوق النقود المركزية التي يكون الوكلاء الاقتصاديين غير الماليين مستبعدين منها ويتم ذلك بواسطة تبادل الأصول المالية أو بدونها على أسس كيفية بسعر فائدة يحدد بصفة يومية وفق آليات السوق وعادة مما تتراوح أجل هذا الجزء من السوق النقدية بين اليوم إلى سنتين ويتدخل البنك المركزي في هذه السوق كوسيط مؤلف لتسجيل بين مختلف المتعاملين.

• سوق الأصول القابلة للتداول:

وتشمل نشاط مختلف المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية ويتم فيها تداول مختلف الأصول المالية وتتمثل في الأوراق التجارية المتوسطة وقصيرة الأجل ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من الناحية وبعض المؤسسات الإقراض المتخصصة في منح الائتمان

المتوسط وقصير الأجل من ناحية أخرى خلال أجل يتراوح بين أسبوع واحد وسنوات محددة حسب التشريع المعمول به في كل بلد.

● السوق النقدية الدولية:

وهي أسواق تختص بعمليتين الإقراض والاقتراض بالعملة الأجنبية وتتمثل في مختلف التدفقات التجارية والمالية التي تتم بالعملات الصعبة خارج بلدانها أي خارج بلدان إصدار هذه العملة تتراوح من عدة أيام إلى خمسة سنوات ويقوم بهذا النشاط كل من البنوك التجارية والمركزية وشركات متعددة الجنسيات وبعض الدول ذات الفوائد.

● ب. سوق رأس المال:

تأتي أهمية أسواق رأس المال من الدور الهام والحيوي الذي تقوم به وهي تتمثل في المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون بالأدوات المالية طويلة الأجل التي تتجاوز سنة وسوق رأس المال له القدرة على إحداث انتقالات هامة في مجال التنمية من خلال تجميع المدخرات من مصادرها المختلفة وإعادة توظيفها في مجالات الاستثمار المختلفة. وهو أقسام:

● حسب الأجل:

سوق حاضرة: هي سوق التعامل الأوراق المالية ذات استحقاق طويلة الأجل وتنتقل ملكية هذه الأوراق للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة بعد أن يدفع ثمنها أو جزء من ثمنها. السوق الأجلة (السوق المستقبلية): هي سوق تتعامل أيضاً بالأوراق المالية طويلة الأجل من خلال العقود والاتفاق، يتم تنفيذها في وقت مستقبلي لاحق بمعنى أن يتم الاتفاق بين البائع والمشتري في الوقت الحالي أثناء التعاقد على التبادل أصلاً في تاريخ مستقبلي يتفق عليه في الوقت الحاضر والغرض من وجود هذه السوق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تقلب أسعار الأصل المالي.

● حسب التنظيم:

السوق المنظمة: هي سوق تنعقد في مكان مركزي وفي أوقات دورية منظمة يلتقي فيها المتعاملون لعقد الصفقات وتداول الأوراق المالية المقيدة في تلك السوق وفق اللوائح والقوانين وتنضم قواعد التعامل بشكل صارم من حيث الشروط الواجب توفيرها في

المتعاملين لكن بعد التطور التكنولوجي لوسائل الاتصال قلت أهمية الإطار المكاني حيث حلت شبكة الانترنت محل التواجد المادي الملموس.

سوق غير منظمة (سوق موازية): وتتم فيها المعاملات الخاصة بالأوراق المالية غير المسجلة في البورصة والتي تعقد خارج البورصة المنظمة وتدعي كذلك السوق الموازية حيث لا يوجد مكان محدد للتعامل لكنه يتم من خلال شبكة الاتصالات الحديثة التي تجمع بين وسطاء ومستثمرين لم تتوفر لهم طريقة المقابلة بين العرض والطلب على الأوراق المالية كما هو الحال في البورصة.

● حسب التداول:

السوق الأولية: وهي جزء من السوق المنظمة يتم فيها إصدار الأوراق المالية لأول مرة بغرض الحصول على أموال لتمويل الاحتياجات المالية ويتم الاتصال بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي لأول مرة بغرض الحصول على أموال لتمويل الاحتياجات المالية، ويتم (الاتصال عن طريق وسطاء ماليين يقدمون المشورة ويخفضون تكاليف الاتصال).

السوق الثانوية: هي أيضاً جزء من السوق المنظمة ويتم فيها إعادة بيع أو الاتجار بالأوراق المالية التي تم إصدارها سابقاً في السوق الأولية وتسمى كذلك بسوق التداول توفر هذه السوق للمستثمرين عدة خصائص وأليات من خلال تسهيل عملية تداول الأوراق المالية بين حاملها والراغبين في شرائها وتقديم المعلومات وضمان استمرارية التدفقات وتوفير السيولة لحاملي الورقة.

السوق الثالثة: هي جزء من السوق غير المنظمة وتتكون في الغالب من متعاملين ووسطاء غير أعضاء في السوق المنظمة لعدم توفر شروط التسجيل في السوق المنظمة فيهم ويتم التوجه لهذه السوق قصد الحصول على بعض المميزات الخاصة بالتعامل الغير موجودة بالسوق المنظمة كالخصم الذي يفترض حصول المستثمرين عليه مقابل حجم استثمارات مالية كبيرة كما أن البورصة (السوق المنظمة) لا تسمح بالتمييز بين متعامل وآخر وعدم إعطاء أفضلية لمتعامل على آخر لذلك فإن المؤسسات تتجه للسوق الثالثة غير المنظمة من أجل التفاوض للحصول على خصم يتناسب مع حجم تعاملها الكبير كما تتجه إليه المؤسسات الصغيرة التي لا تستطيع الدخول للبورصة

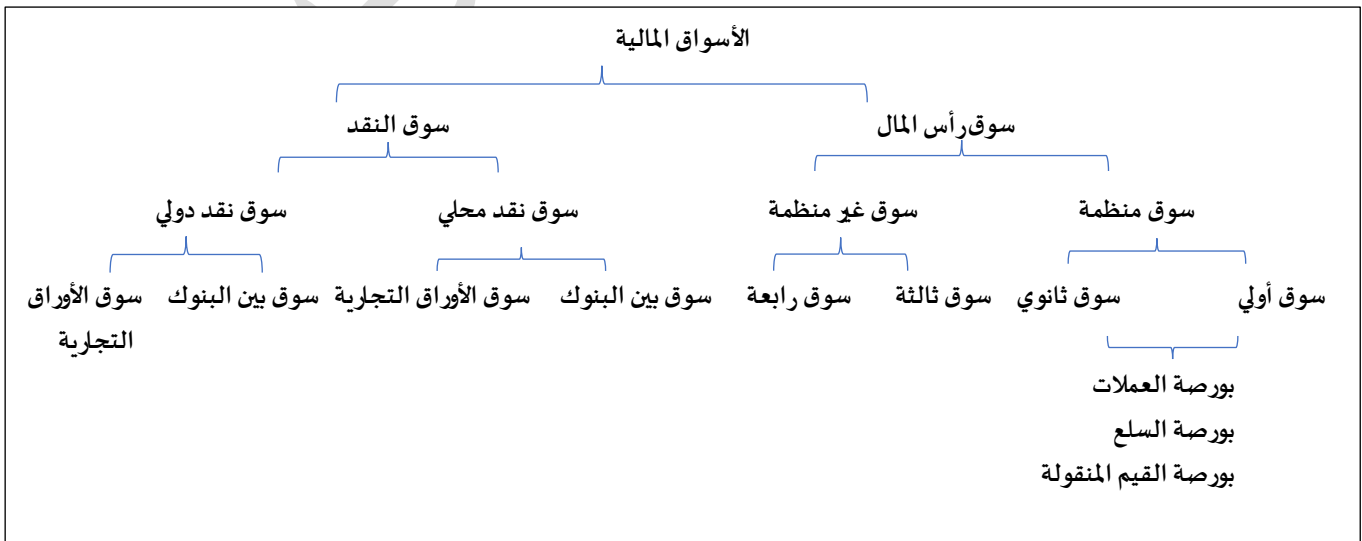
لتلبية الاحتياجات التمويلية الخاصة وبالتالي هذه المؤسسات لا تظهر في جداول البورصة ويطلق على هذه السوق خارج التسعيرة.

السوق الرابعة: ويقصد بالسوق الرابعة المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة كاستراتيجية إضافية للحد من العملات التي يدفعونها للوسطاء والسماسرة ويتم اللقاء بين البائعين والمشتريين بشكل مباشر أو من خلال شبكات اتصال حديثة وتتميز هذه السوق بسهولة الاتصال وسرعة التعامل (يتقضى التعامل في هذه السوق المعرفة المسبقة لأطراف التعامل)

5. أهم أنواع البورصة:

- أ- بورصة السلع: ويتم فيها بيع وشراء السلع المتجانسة ذات الاستهلاك الواسع بمعنى أنها سوق السلع الاستراتيجية ولا يشترط في هذه السلعة أي قيد بل ينظر إلى هذه السلعة إذا كان يمكن إحلالها أم لا بنفس النوع من السلع وهذا الأمر لا يمكن إجراؤه إلا لعدد معين من السلع.
- ب- بورصة العملات: ويتم فيها بيع وشراء المدفوعات المالية بالعملة الصعبة وتتمثل في الذهب والعملات الرئيسية بالدرجة الأولى.
- ج- بورصة القيم المنقولة (المتداولة): ويتم فيها التداول في شكل بيع وشراء الأوراق المالية والتي تعبر عن ممتلكات لشركات تعمل في هذه السوق ويتم فيها تداول حقوق الملكية كأصول ثابتة بصفة مستقلة عن دورة عمليات الإنتاج، ومهمة هذه السوق تكمن في تحويل رأس المال للاستثماري إلى نقود سائلة.

الشكل 10: ملخص عن أنواع الأسواق المالية



6. العوامل التي تحدد التعامل في سوق النقد وسوق رأس المال:

توجد العديد من العوامل التي تحدد توجه أصحاب العجز وأصحاب الفائض لأي السوقيين سيتوجه أهمها:

أ- درجة المخاطرة: تنخفض درجة المخاطرة عند الاستثمار واستخدام الأموال في سوق النقد مقارنة بسوق رأس المال نتيجة انخفاض مستوى التغيرات التي تحصل خلال فترة استخدام الأموال واستثمارها حيث أن سوق النقد قصير الأجل وأقل مدة زمنية من سوق رأس المال وبالتالي أقل تغيرات وأقل مخاطرة.

ب- درجة السيولة: تتحول الأدوات التي يتم تداولها في سوق النقد إلى نقود بسرعة أكبر من أدوات سوق رأس المال نظراً لقصير أجالها كما أن حجم السيولة التي يملكها صاحب الفائض تحدد له أي السوقيين يمكنه التوجه إليه إضافة إلى أجال حاجته لسيولة أما صاحب العجز المالي فحجم ما يحتاج إليه من سيولة ومدة استخدامه لها تحدد نوع السوق الذي سيتوجه إليه فإذا كان سيمول رأسماله العامل سيتوجه لسوق النقد أما إذا كان سيمول رأسماله الثابت فيلجأ لسوق رأس المال.

ج- معدل العائد: يعتبر أحد أهم الأهداف الأساسية للتعامل في سوق رأس المال وسوق النقد وهذا العائد يختلف في الأجل القصير عنه في الأجل الطويل نظراً لارتفاع درجة المخاطرة في المدة الزمنية الطويلة ليرتفع بذلك العائد كتعويض لتحمل درجة مخاطرة عالية (كلما زادت درجة المخاطرة زاد العائد) وبحجم رغبة المتعامل في العائد يتم تحديد السوق المتعامل فيه.

II- الأدوات المالية المتداولة

1. الأدوات المالية في سوق النقد:

أ. العمليات المضمونة: فيه يتم تسليم مجموعة من الأوراق أو أدوات الائتمان قصير الأجل مقابل

الحصول على تمويل تتمثل في

• (الأوراق التجارية) وهي تمثل مختلف أنواع الأوراق ذات الأجل القصير تستخدم في العمليات

التجارية كأداة دين تظهر بوضوح حقوق والتزامات كافة أطرافها منها:

السند لأمر: هو صك يتعهد فيه المدين بأن يدفع مبلغ معين مسجل في السند بتاريخ لا

يزيد عن 3 أشهر لشخص آخر وهو حامل السند وانتقال السند من شخص إلى آخر يتم

من خلال التظهير الذي ينتج استعمال السند كأداة لسداد الالتزامات والمدين ملزم قانوناً

بدفع قيمة السند لأي شخص يقدمه له في تاريخ الاستحقاق.

الكمبيالة أو السفتجة: من أشهر الأوراق التجارية في سوق النقد وهي عبارة عن سند اذني ولكن يتدخل فيه 3 أفراد وبذلك فان صيغة الكمبيالة تكون عبارة عن أمر يوجهه المدين إلى مدينه بأن يدفع مبلغ معين من المال لدائن بتاريخ معين وللدائن الحق بأن يطلب من المدين الثاني تأكيد التزامه فيقوم بعملية القبول كما يمكن لدائن أن يقوم بتظهير الكمبيالة واستخدامها في العمليات التجارية

سند الرهن (سند التخزين): وهو سند يسلم للشخص الذي أودع سلعاً في مخازن عامة وهو ذو جزئين وصل يبين ملكية الشخص لهذه السلعة وقسم يمكن أن يصبح وثيقة رهن بمجرد تظهيرها يسمى سند "وورينت" يمكن من خلاله لصاحب السند أن يحصل على قرض مقابل تظهير القسم الثاني لسند الرهن.

سند الصندوق: هو سند اذني صادر من مؤسسات أو بنوك للاكتتاب التام يلتزم فيه البنك أو المؤسسة المصدرة لها بدفع قيمة السند للمكتتبين في تاريخ الاستحقاق ويتم اصدار هذه الأوراق كلما كانت بحاجة إلى تمويل قصير الأجل لأن تواريخ استحقاقه محدودة.

سندات الخزينة العامة قصيرة الأجل: سندات الخزينة العامة تصدر عن طريق البنك المركزي لتمويل عجز مؤقت أو طارئ في الخزينة العمومية للدولة (مستحقات مالية قصيرة الأجل في الغالب وليس لتمويل للتنمية) ويتم طرحها للاكتتاب العام وهو سند اذني أو دين كغيره من السندات السابقة إلا أن الجهة المصدرة له هي الخزينة العمومية وهو ينقسم إلى:

- **السندات المطبوعة:** وهي عبارة عن أوراق مطبوعة تصدرها الخزينة لتكتتب فيها المؤسسات المالية والمصرفية يستلم فيها المكتتب السند من صناديق الخزينة مقابل قرض يمنحه للدولة مقابل فوائد تمنحها الدولة بتاريخ استحقاق تتراوح بين 6 أشهر إلى سنة تعطي بذلك الخزينة العامة للمؤسسات المكتتبة عدة تسهيلات لتحفيزها على الاكتتاب تتمثل في تحديد معدل الفائدة في سندات في مستوى معدل الفائدة الجارية إضافة إلى منح تسهيلات ضريبة للمكتتبين وذلك بالترخيص لهم بعدم دفع ضرائب على الفوائد المحققة من عوائد لسندات الخزينة.

منح المكتبتين عائدات إضافية إلى العوائد وذلك عن طريق استعمال تقنيات الإصدار كأن يتم الاكتتاب في السند ومنح قيمة للخرينة أقل من القيمة الاسمية موجودة في السند وفي تاريخ الاستحقاق يتم ارجاع قيمة السند الاسمية إضافة الى الفائدة أو يتم الإصدار بقيمة أكبر من القيمة الاسمية للسند بحيث تقوم الخرينة بإرجاع قيمة أكبر من القيمة الاسمية للمكتبتين إضافة إلى فوائد.

- شهادات الخرينة العامة للحساب الجاري: وتتمثل في سندات موجهة للبنوك لتكتتب فيها في إطار السياسة البنكية أو التشريع البنكي حيث يلزم كل المؤسسات البنكية بالاحتفاظ بقدر معين من هذه السندات ويتم طرحها عادة في السوق عن طريق البنك المركزي أجلها من ثلاثة إلى ستة أشهر ويتم بيعها في المزاد العلني باستخدام مبدأ الخصم أي أنها تباع بسعر أقل من السعر الرسمي الذي أصدرت به وهذا الخصم هو الفائدة التي يتحصل عليها المكتتب ويمكن إعادة خصم هذه السندات لدى البنك المركزي ويتم الاكتتاب في هذه السندات حسب حاجة التمويل أو قصد التحكم في السيولة في الاقتصاد (محاربة التضخم)

شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول: تعتبر هذه الشهادات إحدى أدوات الاستثمارية الهامة المتداولة في السوق تصدرها البنوك التجارية يتم إصدارها بقيمة اسمية مختلفة ولأجل زمنية متفاوتة حسب مدة الوديعة وهذه الشهادة تدل على أنه تم إيداع مبلغ معين لديه لمدة محدودة تنتهي بتاريخ معين وبعائد معين وتتوفر هذه الشهادات على جملة من الخصائص التي توفر السيولة لحاملها وذلك عن طريق التصرف بها في أي وقت بعد شرائها قابلة للتداول من شخص لآخر لحاملها تنوع أجل الاستحقاق الخاصة بها والمبالغ والفوائد بما يتناسب ورغبات المودعين.

قرض فائض الاحتياطي الاجباري: تقوم البنوك التجارية التي يتجمع لديها فائض احتياطي اجباري بإقراض بنوك أخرى تعاني من عجز في هذه الأموال لا تعد أوراق بمفهومها الفعلي فهي تتمثل في تعهد غير مكتوب يضمنه البنك المركزي لكونه الجهة التي تدير الاحتياطي الاجباري يلتزم بموجبها البنك المقترض برد الأموال مع فائدة في تاريخ استحقاق متفق عليه قد يكون يوما أو يومين أو أكثر.

اتفاقية إعادة الشراء: هذه الاتفاقية هي وسيلة اقراض أو اقتراض قد تتم في حالات كثيرة

ليوم واحد أو لعدة أيام وقد تمتد لشهور يتم استخدامها من قبل جهات مختصة في بيع وشراء الأوراق المالية كالبنوك التجارية والتجار والسماسرة.....

يتم بموجبها القيام بعمليات الاقتراض من خلال اللجوء إلى مستثمر لديه أموال فائضة عن حاجته ويرغب في اقراضها فيقدم له ما لديه من أوراق تجارية ويحتاج إلى أموال على أن يبيعه بصفة مؤقتة وبما يعادل المبلغ الذي يحتاجه ويتم عقد صفقة إعادة الشراء للأوراق مع المستثمر ذاته بسعر أعلى قليلاً من سعر البيع وهي أشبه بقرض قصير الأجل بضمان الأوراق التجارية.

ب. العمليات البيضاء: ويقصد بها عدم تسليم أي ورقة تجارية مقابل الحصول على قرض وهي آلية فعالة للمعاملات قصيرة الأجل لأنها تقدم ميزة السرعة خاصة مع غياب الإجراءات الكبيرة التي تعرقل سير العملية وبالتالي فهذه العملية تتسم بالبساطة لغياب بيوت الخصم والسمسرة لأن العمليات الثنائية تتم بمكاملة هاتفية بين مسيري البنوك مما يحتم وجود ثقة بين الطرفين.

• القروض والودائع.

• **قرض الدولار الأوروبي (الأورو - دولار):** يستخدم مصطلح الدولار الأوروبي للإشارة للعملات المحتفظ بها خارج حدود دولة إصدارها ويتكون سوق الدولار الأوروبي من البنوك الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوروبية الأخرى مع انتشارها مؤخراً في المراكز الرئيسية العالمية تتلقى ودائع وتمنح قروض تتسم بالضخامة وتنوع أجالها وتتحدد فيهم أسعار الفائدة وفقاً لقوى العرض والطلب تلجأ إلى هذا النوع من القروض البنوك والمؤسسات والأفراد والحكومات التي تحتاج مبالغ ضخمة من العملة الأجنبية لتمويل عملياتها وأنشطتها.

2. الأدوات المالية في سوق رأس المال:

أ- أدوات الملكية: السهم عبارة عن صك ملكية يثبت لحامله الحق في ملكية حصة من رأس مال الشركة المصدرة له ويتكون رأس مال هذه الشركة من عدد من الحصص المتساوية يسمى كل منها سهماً ويعطى لحامل السهم الحق في الحصول على حصة من الأرباح التي تحققها الشركة في حالة اتخاذ قرار توزيع الأرباح وهو عائد متغير يتم تدوين القيمة الاسمية واسم الشركة المصدرة للسهم نوع السهم ورقمه ومعلومات العميل في السهم ترتفع قيمة الأسهم بمرور الوقت وتحقق أداء أفضل

من أنواع الاستثمارات الأخرى في الآجال الطويلة كما تتعرض لتقلبات سعرية خلال هذه المدة وللشهم عدة قيم.

قيمة اسمية وهي القيمة التي تدون في وثيقة الشهم والتي توزع الشركة المصدرة لها الأرباح بنسبة مئوية منها لأنها قيمة ثابتة وعادة ما تحدد كل الدول الحد الأدنى للقيمة الاسمية للشهم. **القيمة الدفترية**: وهي قيمة الشهم الموجودة في دفاتر الشركة وتحتسب بناء على حقوق الملكية للشركة مقسمة على عدد الأسهم بحيث تمثل حقوق الملكية رأس المال المدفوع للاحتياجات والأرباح المحتجزة وعليه فالقيمة الدفترية للشهم تزداد بزيادة نشاط الشركة وتقل القيمة الدفترية في الحالة العكسية وعليه فنجاح الشركة ينعكس بصورة إيجابية على القيمة الدفترية للشهم علماً أن القيمة الدفترية للشهم في بداية نشاط الشركة تساوي القيمة الاسمية.

القيمة السوقية: وتمثل سعر الشهم في السوق ويتم تحديد هذه القيمة وفقاً لعدة معايير منها القيمة الدفترية ظروف العرض والطلب الظروف الاقتصادية في الدولة كالتضخم توقعات المحللين لمستقبل أوضاع ونشاط الشركة، المركز المالي للشركة، القدرة على تحقيق أرباح، نسبة توزيعات أرباح الشركات كل سنة وعليه تتغير القيمة السوقية بالارتفاع أو الانخفاض بسبب تأثرها بالعوامل السابقة وعادة ما تقترب القيمة السوقية للقيمة الدفترية للشهم.

القيمة التصفوية وهي القيمة التي يتحصل عليها المساهم في حال تصفية الشركة وتسديد الالتزامات التي عليها (الديون وحقوق الغير) حسب نوع كل شهم حيث لأصحاب الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على هذه القيمة على أصحاب الأسهم العادية فأصحاب الأسهم العادية قد لا يتحصلون على أي قيمة أحياناً.

أنواع الأسهم: وتنقسم إلى قسمين رئيسيين يندرج تحتها عدة أنواع أخرى أهمها:

- **الأسهم العادية**: هي عبارة عن أوراق مالية يمتلكها المستثمرين مساوية لحصة كل منهم في رأس مال الشركة وليس لها تواريخ استحقاق محددة طالما أن الشركة قائمة ومستمرة في نشاطها ولا يحصل حاملها على عائد محدد إنما يتحكم في قيمة الشهم عروض البيع والشراء التي تبني على الوضع المالي والاقتصادي للشركة ويتحصل على نسبة من أرباح الشركة في حالة التوزيع وجزء

من أصول الشركة في حال التصفية وسداد كل الالتزامات وبعد حصول أصحاب الأسهم الممتازة على جزئهم من أصول الشركة ولحامل السهم العادي الحقوق التالية:

- الاشتراك في الجمعية العمومية وحق التصويت فيما يتعلق بانتخاب أعضاء مجلس الإدارة؛

- فحص دفاتر الشركة للتأكد من سلامتها وإصدار القرارات المرتبطة بسياسة الشركة؛
- أولوية الاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم عند زيادة رأس مال الشركة بنفس النسبة التي يمتلكها حالياً من الأسهم...

• الأسهم الممتازة: هي عبارة عن أوراق مالية يمتلكها عدد من المستثمرين تساوي حصة كل منهم

في رأس مال الشركة وتقع الأسهم الممتازة بين الأسهم العادية والسندات فهي هجينة بين الصنفين حيث تعتبر حق ملكية ولا تحتوي على تاريخ استحقاق محدد ويعتبر أصحابها من مالكي الشركة وهي تشبه السندات في كونها تحوي توزيعات أرباح ثابتة تدفع دورياً باستثناء كونها تحتسب من صافي الأرباح بعد سداد جميع الالتزامات الأخرى ما عدا توزيعات الأسهم العادية وتدفع في حال إقرار مجلس الإدارة لها ولحامل السهم الممتاز الأولوية في أموال التصفية على حملة الأسهم العادية وفي حال قررت الشركة عدم توزيع الأرباح في سنة معينة لا يحق للشركة إجراء توزيعات لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في أموال التصفية على حملة الأسهم العادية وفي حال قررت الشركة عدم توزيع الأرباح في سنة معينة لا يحق للشركة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يتحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة لهم في السنوات السابقة ويحق لهم تجميع الأرباح المقررة لهم كما يحق لهم تحويل أسهمهم إلى أسهم عادية كلما كان المركز المالي للشركة قوياً، لا يحق لحملة الأسهم الممتازة الاشتراك في إدارة الشركة وللأسهم الممتازة بعض العيوب منها:

- ارتفاع تكلفتها نسبياً فهي أعلى من تكلفة الاقتراض؛
- يتعرض حملة الأسهم الممتازة إلى مخاطر أكثر من التي يتعرض المقرضون لها ومن ثم يطالبون بعائد أعلى؛
- ليس لحملة هذه الأسهم الحق في المطالبة بنصيبهم من الأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها.

الجدول 7: مقارنة بين الأسهم الممتازة والعادية:

الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
أقل استخداماً وشيوعاً من الأسهم العادية	أكثر شيوعاً من الأسهم الممتازة
صاحب الأسهم الممتازة لا يشترك في الإدارة مثل صاحب الأسهم العادية	له الحق في إدارة الشركة
لأصحاب الأسهم الممتازة الحق في الحصول على نسبة ثابتة في الربح إذا سمحت أرباح الشركة بذلك ويمكن أن تلحق الخسارة لأصحاب الأسهم الممتازة إذا حققت الشركة خسارة.	يحق لأصحاب الأسهم العادية الحصول على أرباح إذا حققت الشركة ذلك وقررت توزيعها
يتحصل صاحب السهم الممتاز على الأرباح غير الموزعة للسنوات السابقة في حال قررت الشركة توزيع الأرباح لسنة ما بعد توقفها عن التوزيع في سنوات سابقة؛	على عكس الأسهم الممتازة في حال التصفية فإن الأسهم العادية لا يتم سدادها إلا بعد سداد جميع الالتزامات وبعد حصول أصحاب الأسهم الممتازة على حقوقهم
عند التصفية لأي سبب فإن لأصحاب الأسهم الممتازة الأولوية في سداد الحقوق	تتغير أسعار الأسهم العادية بصورة أكثر من الأسهم الممتازة
لا يمكن أن تكون حقوق الملكية (أسهم ممتازة) أقل خطورة من الأسهم العادية	لا يمكن أن يتحول لسهم ممتاز أكثر خطورة من الأسهم الممتازة
	يجوز أن تكون حقوق الملكية أسهم عادية في حين لا يمكن أن تكون أسهم ممتازة.

ب- أدوات الدين:

تمثل أدوات الدين قروض يقدمها المستثمرون للمؤسسات والحكومات وهي أوراق مالية طويلة الأجل يقوم بمقتضاها المستثمرون باقتراض الشركات والمؤسسات والحكومات والذين يتعهدون برد أصل المبلغ عند تاريخ الاستحقاق مع دفع فوائد متفق عليها في تواريخ محددة ويمكن بمقتضى هذه الأدوات أن يدفع المقرض رهناً معيناً من الأصول الثابتة لزيادة ضمان السداد كما يمكن أن تتضمن هذه الأدوات شروطاً لصالح المقرض كحق الاستدعاء قبل تاريخ الاستحقاق ولهذه الأدوات

أو السند أيضاً قيمة اسمية يتم الاكتتاب بها وهي القيمة التي يتعهد المقترض بردها في تاريخ الاستحقاق وقيمة سوقية تتحدد في السوق المالي وفقاً لقوى العرض والطلب ولهذه الأدوات أجال مختلفة قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل وتنقسم إلى أدوات دين حكومية وأدوات دين غير حكومية كما يلي:

- **أدوات دين حكومية** (ذات عائد خالي من المخاطرة): تعتمد كثير من حكومات الدول على إصدار سندات لتمويل العجز في خزintها العمومية وهذه الأوراق تعتبر بالنسبة للحكومة أدوات دين غير تضخمية وتكلفة معقولة ولها أهمية خاصة في تطبيق السياسة النقدية مما يمنح البنك المركزي التحكم أكثر في كمية النقود المتداولة في الاقتصاد من خلال ما يعرف بالسوق المفتوحة وهذه الأدوات تنقسم إلى:

أذونات الخزينة: وهي أدوات دين قصيرة الأجل تقتض بمقتضاها الحكومة وتتراوح أجالها من 3 أشهر إلى سنة وهي من أكثر أدوات سوق النقد سيولة وقابلية للتسويق تلجأ إليها الحكومات لتمويل احتياجاتها الموسمية ومواجهة نفقاتها العامة ويتم بيع أذون الخزينة بخصم أي بسعر أقل من القيمة الاسمية وتلتزم الحكومات برد القيمة الاسمية المدونة على إذن ويعتبر الفرق ما بين القيمتين مقدار العائد الذي يجنيه المستثمرون ويمكن تحويل هذه الأذون إلى سيولة بتكلفة منخفضة وبأقل خطر ممكن.

السندات الحكومية: ويقصد بها صكوك المديونية متوسطة وطويلة الأجل التي تصدرها الحكومات بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز أو مواجهة أزمات اقتصادية وتصدر الحكومات هذه السندات بأجال تتراوح بين 7 سنوات و30 سنة ويحق لحاملها بيعها قبل تاريخ الاستحقاق كما يمكن لهذه السندات أن تتضمن حق الحكومة في استدعاء السند بقيم وتواريخ محددة سابقاً.

- **أدوات دين غير حكومية (سندات الشركات):** وهي صكوك قابلة للتداول تصدر عن مؤسسات أو شركات مساهمة عاملة في القطاع الخاص لتمويل التوسعات والتطوير ولشراء معدات حديثة.... ولحاملها الحق في الحصول على دخل ثابت يدفع دورياً قبل دفع أي توزيعات لحملة الأسهم العادية والممتازة كما أن لهم الأولوية في الحصول على كامل مستحقاتهم في حال تصفية الشركة وليس لهم الحق في الحضور للجمعية العامة وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من معدلات الفائدة على السندات الحكومية.

السندات العادية: وهي السندات التي تصدر بقيمة اسمية محددة يدفعها المقرض عند الاكتتاب ويستردها كاملة في تاريخ الاستحقاق ويحصل خلال مدة القرض على عوائد دورية تحدد كنسبة من قيمتها الاسمية.

سندات بخصم اصدار: هي تلك التي تصدر بأدنى من قيمتها الاسمية إلا أن الشركة المصدرة تلتزم بدفع القيمة الاسمية كاملة عند تاريخ الاستحقاق ويسمى الفرق بين القيمتين علامة الوفاء وهي قيمة تدفع إضافة إلى الفائدة المحددة في السند ويتم دفع هذه القيمة مرة واحدة في تاريخ الاستحقاق.

سندات ذات النصيب (سندات يا نصيب): هو سند عادي يصدر بقيمة اسمية وفائدة سعرها أقل من أسعار الفائدة السائدة في السوق وتقوم الشركة المصدرة لهذه السندات بإجراء سحب دوري عليها حيث تمنح السندات الفائزة جوائز مالية متتالية.

سندات ذات ضمان شخصي أو عيني: وهي كغيرها من السندات العادية تخول لصاحبها الحق في الحصول على فوائد ثابتة وما يميزها هو الضمان الشخصي أو العيني الذي يمنحه المقرض لصالح حامل السند.

سندات قابلة للتحويل: وهي عدة أنواع كالتالي:

- سند قابل للتحويل إلى سهم: هي سندات تخول لحاملها الحق في استبدالها بعدد من الأسهم العادية التي تصدرها الشركة إذا ما رغبوا في ذلك وعادة ما يعطى للمساهمين في الشركة الحق في أولوية الاكتتاب في هذه السندات ويفضلها الكثير من المستثمرين خاصة إذا كانت الشركة المصدرة لها من النوع الذي ينمو بمعدلات عالية.
- سندات قابلة للتحويل إلى سند: هذه السندات عادة ما تصدرها حكومات تخول لحاملها الحق في أن يستبدلها بسندات أخرى في تاريخ الاستحقاق إذا ما رغب في ذلك.
- سندات قابلة للتحويل إلى سهم أو سند: وهي سندات تصدرها الشركات تتميز بكونها قابلة للتحويل إلى سهم عادي أو إلى سند آخر تخول لصاحبها الحق في الحصول على فائدة ثابتة.

أنواع أخرى من السندات (سندات السوق العالمية): وهي نوعين رئيسيين:

- السندات الأوروبية (سندات الأورو دولار): وهي عبارة عن سندات يصدرها المقترضون الذين ينتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم وفي أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة غير عملة الدولة التي يتم فيها طرح السندات للاكتتاب.
- السندات الأجنبية: هي عبارة عن سندات دولية يصدرها المقترضون الذين ينتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم وفي أسواق رأس المال لدولة أخرى بعملة نفس الدولة التي تم طرح السندات بها.

الجدول 8: مقارنة بين الأسهم والسندات

السند	السهم
دين على الشركة أو الحكومة؛	هو جزء من رأس مال الشركة؛
حامله دائن بقيمة السند؛	حامله شريك في الشركة بقدر مساهمته؛
يحصل على فائدة دورية بغض النظر عن توزيع الأرباح من عدمه؛	يحصل على العائد في حال توزيع الأرباح؛
الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة؛	عائد السهم يعتبر توزيع للأرباح يخضع للضريبة؛
للسند تاريخ استحقاق ويسترد حامله رأسماله وبالكامل؛	لا يسترد حامله رأسماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية بعد سداد كل الالتزامات وما يسترده قابل للزيادة والنقصان؛
حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية؛	عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم هو ما تبقى بعد تسديد كافة الديون؛
القيمة الجارية للسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمي في السند؛	القيمة الجارية أو السوقية للسهم تعتمد على مقدار العائد الجاري؛
لا يحق لحامله التدخل في الإدارة إلا في حالات تغير الشكل القانوني أو ادماج شركة في أخرى؛	لحامله الحق في الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة؛
لا يحق لحامله الاضطلاع على داتر الشركة.	للمساهمين الحق في فحص دفاتر الشركة للتأكد من سلامتها؛

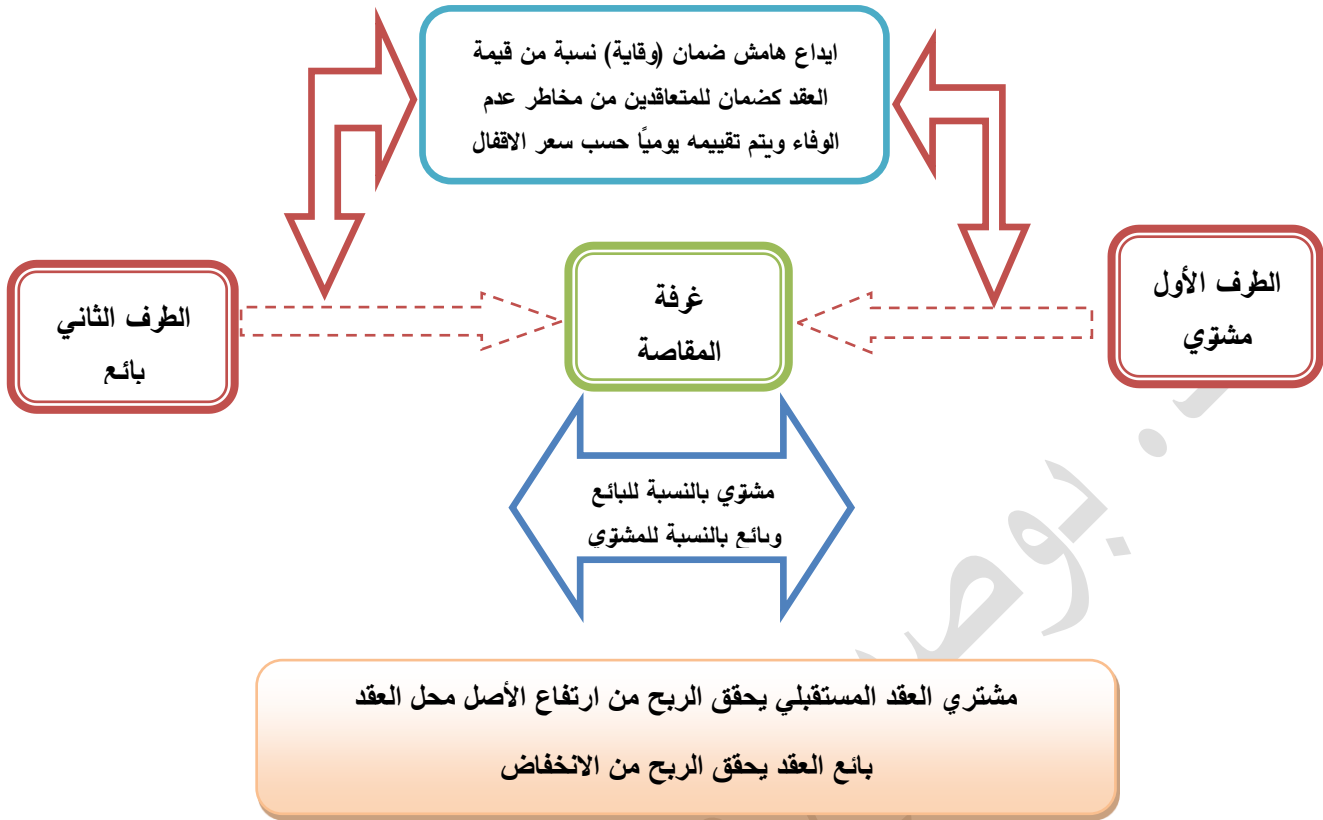
ج. العقود المستقبلية والعقود الآجلة:

هو إلزام نمطي بين طرفين اما ببيع أو بشراء أصل ما بسعر متفق عليه بتاريخ لاحق ويتم دفع ثمن الأصل وتسليمه في المستقبل ومن النادر أن يتم التسليم الفعلي لمحل التعاقد ويكتفي الطرفان بالتسوية التعاقدية اليومية بحيث يسوي كل طرف ذمته نقداً ويحقق مشتري العقد أرباح عند ارتفاع سعر الأصل في السوق.

● مستلزمات العقود المستقبلية:

من مستلزمات العقد المستقبلي أن يودع (البائع صاحب المركز القصير) والمشتري (صاحب المركز الطويل) مبلغ لدى شركة السمسرة ليتم ايداعه بغرفة المقاصة في البورصة وهو نسبة من المبلغ الاجمالي للصفقة يسمى الهامش المبدئي الذي ينقسم إلى قسمين قسم يسمى هامش الصيانة وهو الحد الأدنى للهامش المبدئي الذي لا يجب أن ينخفض عن الهامش المبدئي ليستمر الطرفان في الصفقة أما القسم الثاني فيسمى الهامش المتغير ويتم احتساب التغير في قيمة الأصل في السوق عن قيمته في العقد يومياً حيث يتم ايداع الفارق في حساب الهامش المبدئي للطرف الرابع بعد أن يتم خصمه من هامش الطرف الخاسر، وفي حال انخفض قيمة الهامش المبدئي لينخفض لهامش الصيانة وجب عليه تزويد هامشه قبل بداية التعامل في اليوم الموالي للصفقة كي يستمر فيها وفي حال عدم تحقق ذلك يتم اخراجه من الصفقة وتعويضه بشخص آخر وفي حال عدم تحقق ذلك تحل غرفة المقاصة محله إلى حين تاريخ الاستحقاق وتحقق الأرباح بنسبة للمشتري في حال ارتفاع أسعار الأصل في السوق وتحقق الأرباح بالنسبة للبائع في حال انخفاض أسعار الأصل في السوق وتتم التسوية بشكل يومي في غرفة المقاصة إلى حين تاريخ الاستحقاق.

الشكل 11: مخطط لألية التعامل وفقاً للعقود المستقبلية



مثال عددي:

اشترى مستثمر عقد مستقبلي بقيمة GBP 25000 بقيمة الهامش 3% حيث كان سعر الصرف GBP/USD = 2 وبهامش وقاية \$1000 وعليه حسب سعر الصرف قيمة العقد بالدولار هي \$50000.

وعليه فهامش الوقاية $0.03 \times 50000 = \$1500$

يواجه المستثمر احتمالين:

الاحتمال الأول انخفاض الأسعار:

- انخفاض بقيمة: GBP/USD = 1.98

=> خسارة بمقدار \$0.02

أي بخسارة اجمالية $0.02 \times 25000 = \$500$

= قيمة الهامش أصبحت $1500 - 500 = \$1000$

- انخفاض بقيمة: $GBP/USD = 1.98$

= خسارة بمقدار $\$0.05$

أي بخسارة اجمالية $0.05 \times 25000 = \$1250$

= قيمة الهامش أصبحت $1500 - 1250 = \$250$

قيمة العقد $1.95 \times 25000 = \$48.750$

= يجب على المشتري ايداع 1250 قبل بداية اليوم الجديد لبلوغ الهامش وعلى الأقل ايداع

750 لبلوغ هامش الوقاية أو يتم تصفية الحساب.

الاحتمال الثاني ارتفاع الأسعار:

$GBP/USD = 2.05$

= ربح بمقدار $\$0.05$

أي بربح اجمالي $0.05 \times 25000 = \$1250$

= قيمة الهامش أصبحت $1500 + 1250 = \$2750$

يمكن للمشتري سحب القيمة الفائضة عن الهامش باعتبارها ربح محقق خلال التعامل اليومي.

• أنواع العقود المستقبلية:

للعقود المستقبلية عدة أنواع تختلف باختلاف أصل محل العقد حيث يمكن أن يكون سلعة ملموسة وقد تكون مرهونة بأداء مؤشر من المؤشرات أو متغير من متغيرات الاقتصاد الكلي كسعر الفائدة.

- العقود المستقبلية على السلع: وهي التزام من البائع بتسليم أصل ما بمواصفات متفق عليها سابقاً خلال موعد محدد ويمكن أن يستغني الطرفين عن الاستلام والتسليم الفعلي لمحل العقد في حال التعويض.
- العقود المستقبلية للمؤشرات: ويمثل التزام من البائع إلى المشتري بدفع مبلغ من المال مساوي لنسبة تغير الأصل في السوق حيث يتم الاكتفاء بالتسوية النقدية لقيمة المؤشر على أصل متقف عليه ولا حاجة لتسليم هذا الأصل في المستقبل حيث يتم التعاقد على أداء مؤشر لأصل معين فإذا كان اتجاه المؤشر في صالح أحد الطرفين يتم سحب الأموال من الهامش المبدئي من المتعامل الآخر ووضعه في حساب المتعامل الراجح.
- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة: يمثل التزام من البائع إلى المشتري بتسليم أحد أدوات المديونية في سوق رأس المال أو سوق النقد لقاء قيمة جارية تقل عن القيمة الاسمية التي صدرت بها هذه الأداة بحيث لا يجب أن يتم التسليم الفعلي لهذه الأدوات إذ يتم فقط اجراء قيود دفترية حيث يحقق البائع أرباح عندما ترتفع أسعار الفائدة عند سعر الخصم المتفق عليه ويحقق المشتري أرباح عند انخفاض معدلات الفائدة عند سعر الخصم المتفق عليه.

د. العقود الآجلة:

وهي كالعقود المستقبلية اتفقا لتسليم مستقبلي لمحل التعاقد عند سعر محدد في تاريخ مستقبلي لكن بينهما عدة اختلافات منها:

الجدول 9: الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة

العقود الآجلة	العقود المستقبلية
يتم التعامل مباشرة مع البنك وغير قابلة للتداول؛ كل عقد يتم الاتفاق عليه منفرداً؛ لا تتمتع بميزة التنظيم والرقابة؛ الهامش مبني على مخاطر العميل إن وجدت؛ عقود شخصية (غير نمطية)؛	يتم تداولها من خلال البورصات المختصة؛ عقود منظمة لكل فئة من الأصول المتعامل بها؛ تنظيم ورقابة مستمران من قبل هيئات مختصة؛ تعمل البورصة على تحديد الهامش على أساس تقييم يومي؛ عقود نمطية (غير شخصية)؛

انتهاء العقد غير ممكن الا من خلال الطرف المقابل.	يمكن انتهاء العقد بشراء أو بيع عقد مقابل في نفس تاريخ الاستحقاق.
--	--

تمرين:

نفترض أن مستثمر اشترى أصل معين بعقد مستقبلي (وضع طويل) لمدة شهر واحد بسعر 140 دولار أثناء إبرام العقد، وعليه دفع هامش مبدئي بقيمة 10% وهامش وقاية بقيمة 5%

المطلوب:

- تتبع التدفقات اليومية الخاصة بالعقد المستقبلي لمدة خمسة أيام من الفترة ($t=0$) من افتتاح اليوم الأول من التعاقد)، إذا تغيرت الأسعار اليومية على التوالي كما يلي: 140-130-138-140-150 دولار وليكن:

الهامش 01: هو الايداع في بداية اليوم

الهامش 02: هو الايداع في نهاية اليوم على التوالي

F_t هي قيمة الأصل وفق تغيره في السوق عبر الفترات t

- هل العقد الآجل ذو مخاطر أكبر من العقود المستقبلية؟ اشرح ذلك.

الحل:

التدفقات المتتالية تكون كما يلي:

الهامش 02	التدفق	الهامش 01	التغير في السعر	F_t	t
14	-14	0	الافتتاح	140	0
0	0	12	-2	138	1
+12	-9	04	-8	130	2
14	+8	22	+10	140	3
14	10+	24	+10	150	4
/	18	مجموع الأرباح	الاعلاق	/	/

• شرح كيفية حدوث التدفقات:

- عند بداية العقد في الفترة 0 يتم إبرام العقد وإيداع الهامش 02 في نهاية اليوم الأول بقيمة 14 دولار وهي 10% من السعر المتفق عليه.

- في اليوم الأول ينخفض سعر العقد المستقبلي بمقدار 2 دولار، يتم طرح الفرق من الهامش المبدئي.
 - في اليوم الثاني ينخفض سعر الأصل محل التعاقد بمقدار 8 دولار، مما يؤثر على الهامش حيث انخفض عن هامش الوقاية البالغ 5% (07 دولار) وبالتالي فإن المستثمر عليه دفع 9 دولار لاستعادة الهامش إلى المستوى المسموح به من الهامش المبدئي البالغ 10% من سعر الأصل محل التعاقد البالغ 140 دولار.
 - في اليوم الثالث يتم سحب الزيادات في سعر الأصل محل التعاقد والبالغ 8 دولار وتترك 10% في الهامش.
 - في اليوم الرابع سعر الأصل محل التعاقد ارتفع مرة أخرى، حيث يسمح للمستثمر بسحب 10 دولار.
 - وفي نهاية اليوم يقرر المستثمر إغلاق الموقف وجمع رصيد الودائع، بحيث مجموعها هو 10 دولار وهو مقدار الزيادة في سعر العقد المستقبلي بين الفترة 0 واليوم الرابع.
- العقود الآجلة يتم تداولها خارج البورصة ولا تتطلب هذه الهوامش المبدئية أو الوقائية وبالتالي فهي أخطر من العقود المستقبلية التي يتم تتبع تعاقداتها في البورصة وهوامش مبدئية ووقائية تجعل بيوت السمسرة ودور المقاصة تقوم بتسويتها باستمرار

ه. عقود الخيارات المالية:

يعرف عقد الخيار على أنه اتفاق بين طرفين بائع ومشتري للعقد وطرف بائع للعقد، يخول لحامله شراء أو بيع عدد معين من أصل ما بسعر يحدد لحظة التعاقد على أن يتم التنفيذ في تاريخ مستقبلي لاحق محدد وقت التعاقد وذلك مقابل دفعه لمبلغ يسمى ثمن الخيار أو المكافأة، يحتوي عقد الخيار على سعر التنفيذ أو الممارسة وتاريخ مستقبلي يسمى تاريخ نهاية صلاحية العقد وتعتبر عقود الخيار عن الحق في الاختيار بين بديلين هما ممارسة الحق أو الامتناع عن تنفيذه، يعطي العقد لمشتريه الحق في شراء أو بيع وهو نوعان:

حسب النوع:

- عقد خيار شراء: ويعطي الحق لمالكه في الاختيار بين شراء أو عدم شراء أصل معين في تاريخ مستقبلي بسعر محدد.

- عقد خيار البيع: يعطي لحامله (بائع السلع وهو في نفس الوقت مشتري عقد الخيار) الحق في الاختيار بين البيع وعدم البيع لأصل ما محدد بسعر محدد في العقد في تاريخ مستقبلي.

حسب تاريخ الصلاحية

- عقد خيار أمريكي يسمح فيها لصاحب العقد بأن يمارس حقه في شراء أو بيع أصل معين خلال الفترة الممتدة بين تاريخ شراء عقد الخيار وبين تاريخ انتهاء صلاحية العقد
- وعقد خيار أوروبي ويكون فيها الحق لصاحب العقد في تنفيذ العقد فقط في تاريخ انتهاء الصلاحية.

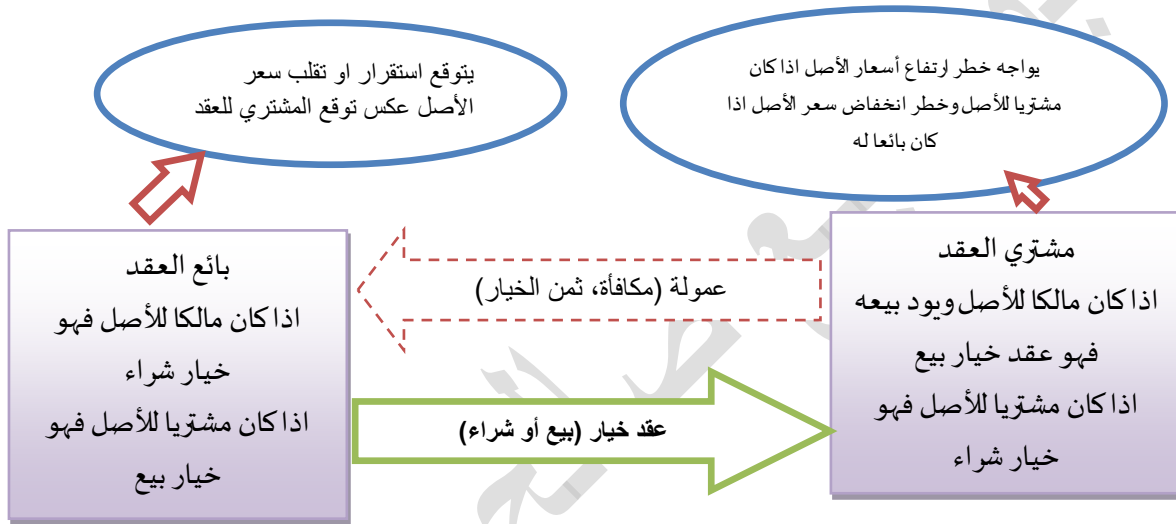
خصائص عقود الخيار

جدول 10: خصائص خيارات الشراء والبيع لطرفي العقد

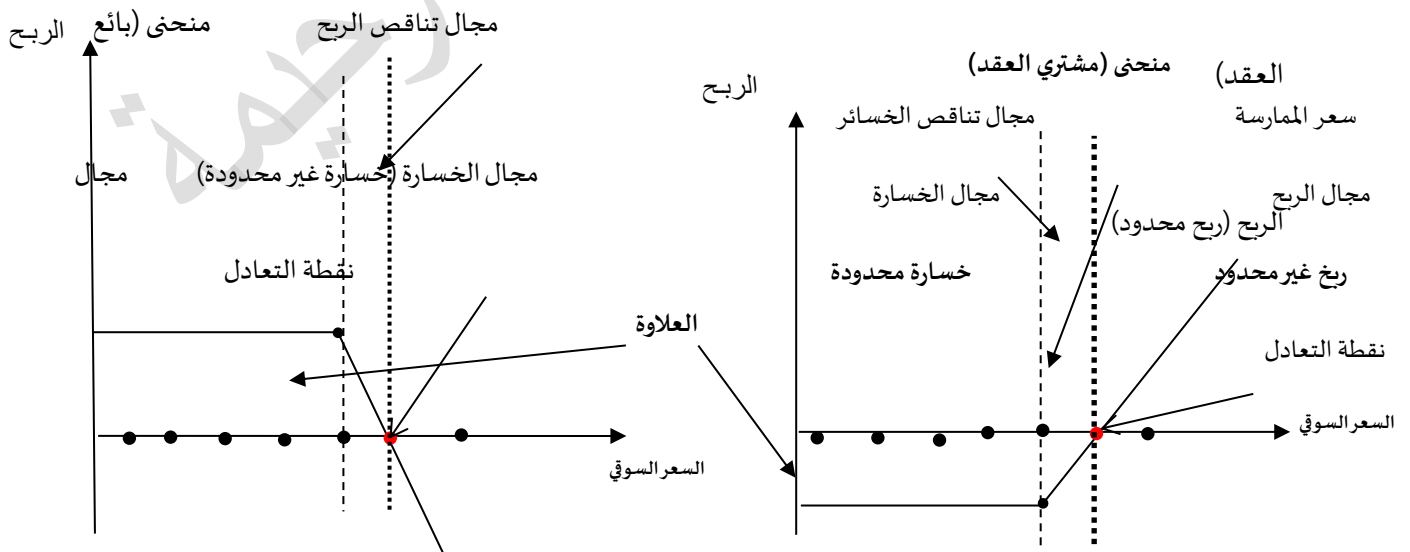
نوع الخيار المتعامل		خيار البيع	خيار الشراء
مشتري الأصل	• مخير في شراء أصل معين في تاريخ التنفيذ أو عدم شرائه.	• مخير بين بيع أصل ما في تاريخ التنفيذ أو عدم بيعه.	
	• ملزم بدفع مكافأة أو علاوة أو ثمن الخيار مقابل شرائه	• ملزم بدفع مكافأة أو ثمن الخيار مقابل شرائه	
مشتري الأصل	• يربح من ارتفاع أسعار الأصل في السوق عن سعره في العقد	• يربح من انخفاض أسعار الأصل في السوق عن سعره في العقد	
	• الربح غير محدود	• الربح غير محدود	
مشتري الأصل	• الخسارة محدودة.	• الخسارة محدودة.	

• ملزم بشراء الأصل في تاريخ التنفيذ. • له الحق في الحصول على مكافأة. • تتحقق الأرباح من ثبات أو ارتفاع الأسعار في السوق. • الربح محدد. • الخسارة غير محددة.	• ملزم ببيع الأصل في تاريخ التنفيذ. • له الحق في الحصول على المكافأة. • تتحقق الأرباح من ثبات أو انخفاض أسعار الأصل في السوق. • الربح محدد. • الخسارة غير محددة.	بائع الأصل
---	--	------------

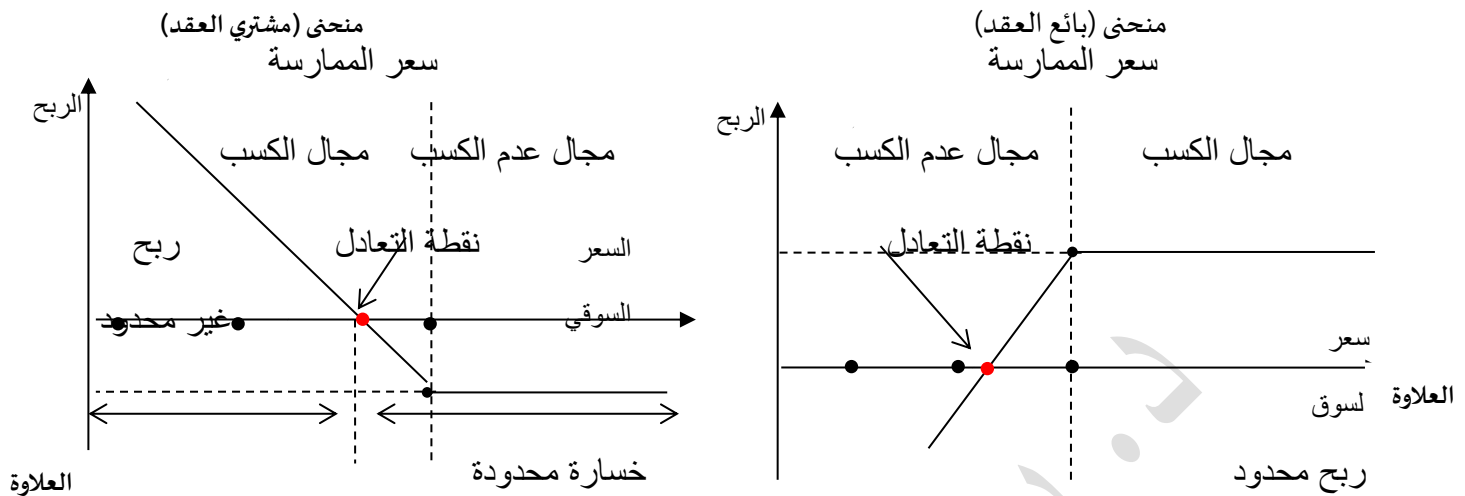
الشكل 12: آلية التعامل وفق عقود الخيارات المالية



الشكل 13: مجالات الربح والخسارة لمشتري وبائع عقد خيار الشراء



الشكل 14: مجالات الربح والخسارة لمشتري وبائع عقد خيار البيع



تمرین:

نفترض أن مستثمر يريد شراء أسهم بصيغة التعاقد المستقبلي ويتوقع ارتفاع الأسعار مستقبلاً عن السعر الحالي الذي هو 50 دولار للسهم، في 2022/01/01 على أن يتم التسديد والتسليم في، 2022/02/01 لكن يخشى مخاطر إلزامية التنفيذ في حالة انخفاض الأسعار. فسا هي الأداة المناسبة التي تجعله يتفادى خطر إلزامية التنفيذ مع حالة تهاوي الأسعار وما هو المشتق المالي الذي يفرض إلزامية التنفيذ؟

أحسب الأرباح والخسائر بالنسبة له وللطرف المتعاقد معه إذا ارتفعت الأسعار إلى 55 دولار للسهم، إذا كان حجم الصفقة 100 سهم والعلاوة القابلة للدفع هي 3 دولار للسهم وما هو قراره الاستثماري.

الحل:

- 1-الأداة الأنسب في مثل هذه الحالة هي عن طريق شراء حق اختيار شراء الأسهم
- 2-المشتق المالي الذي يفرض إلزامية التنفيذ هو العقد المستقبلي.
- 3-عند ارتفاع الأسعار إلى 55 دولار، في هذه الحالة حدث ما توقعه المستثمر وبالتالي ينفذ العقد ويحقق ربح قدره السعر السوقى – سعر التنفيذ مطروح منه العلاوة أى -55.

$$50 = 5 \text{ دولا} \times 100 = 500 - (3 \times 100) = 200 \text{ دولا}$$

4- خسائر محرر العقد متمثلة في فقدان فرصة البيع بسعر مرتفع وهو 55 دولار وتلقي مبلغ العلاوة قدره 300 دولار إذن هي: سعر التنفيذ - السعر السوقي + العلاوة = $3+5- = 100 \times 2- = 200$ وهو مبلغ الخسارة التي يتكبدها محرر العقد

III- تقلبات أسعار الفائدة وتأثيرها على الأسواق المالية:

سعر الفائدة هي النسبة المئوية التي يتم تقاضها مقابل اقتراض المال أو دفعها مقابل إيداع المال. يتم تحديد أسعارها من قبل البنوك المركزية، وتؤثر على مجموعة متنوعة من الأنشطة الاقتصادية، بما في ذلك التضخم والنمو الاقتصادي، لذلك تعد أداة مهمة للبنوك المركزية للتحكم في الاقتصاد، من المهم استخدامها بعناية، حيث يمكن أن يكون لها آثار سلبية إذا تم رفعها أو خفضها بشكل مفرط، وهناك العديد من أنواع أسعار الفائدة المختلفة، بما في ذلك:

- سعر الفائدة الأساسي: وهو السعر الذي يحدده البنك المركزي للبنوك التجارية، بحيث لا تتجاوز أسعار الفائدة على القروض والودائع في البنوك التجارية هذه النسبة بالتالي فهي تعتبر كالحدا الأقصى الذي لا يجب تجاوزه؛

- سعر الفائدة على الودائع: وهو السعر الذي تدفعه البنوك للعملاء مقابل إيداعهم للمال لمدة زمنية معينة (الودائع لأجل)؛

- سعر الفائدة على القروض: وهو السعر الذي تتقاضاه البنوك من العملاء مقابل إقراض المال لأجل معين، والفرق بين سعر الفائدة على القروض وسعر الفائدة على الودائع يمثل عائد للبنك يزيد وينقص حسب سعر الفائدة الأساسي وحسب قوى العرض والطلب على الأموال في سوق النقد.

تؤثر تغيرات أسعار الفائدة على الأسواق المالية بعدة طرق، وتأثير تغيرات أسعار الفائدة على الأسواق المالية معقد ويعتمد على مجموعة متنوعة من العوامل. وتبسيطا لذلك، سنلغي تأثير العوامل الأخرى ونركز فقط على تأثير سعر الفائدة وفيما يلي تفصيل لكل جزئية من التأثير بشكل منفصل ثم سنحاول التطرق لتحليل إجمالي للتأثير:

1. في سوق النقد:

بحسب ما تم التطرق اليه سابقا فإن سوق النقد ينقسم الى قسمين هما سوق الأوراق التجارية (ديون قصيرة الأجل يتم استخدامها لتمويل رأس المال العامل في المؤسسات والشركات) وقسم متعلق بالودائع والقروض.

- عند رفع سعر الفائدة فسترتفع تبعاً سعر الفائدة على الودائع والقروض مع بقاء هامش الفرق بين الفائدة على القروض والفائدة على الودائع، الذي كما أسلفنا يعد عائد للبنك؛
- أما عندما تنخفض أسعار الفائدة من قبل البنك المركزي فستتخفض على كل من الودائع والقروض بنفس وتيرة ارتفاعها.

بحسب ما سبق تؤثر أسعار الفائدة على تكلفة الاقتراض تأثيراً مباشراً، فعندما ترتفع أسعار الفائدة، يصبح الحصول على القروض أكثر تكلفة مما كانت عليه سابقاً وعليه سيقوم المستثمرون بعملية المقارنة بين الحصول على التمويل عن طريق الاقتراض أم الحصول عليه عن طريق الأوراق التجارية (في حالة ما إذا كانت غايتهم الحصول على تمويل رأس المال العامل فقط) وذلك بمقارنة تكاليف (فوائد) كل من القروض والأوراق التجارية (فوائد الأوراق التجارية تحدد في تاريخ التعاقد حسب الاتفاق بين الطرفين وعادة ما تكون وفقاً لسعر الفائدة السائد في السوق على الأوراق التجارية وهو سعر فائدة غير قابل للتغيير ويتم الحصول عليه حسب ما تم الاتفاق عليه في الورقة التجارية من مواعيد وأجال).

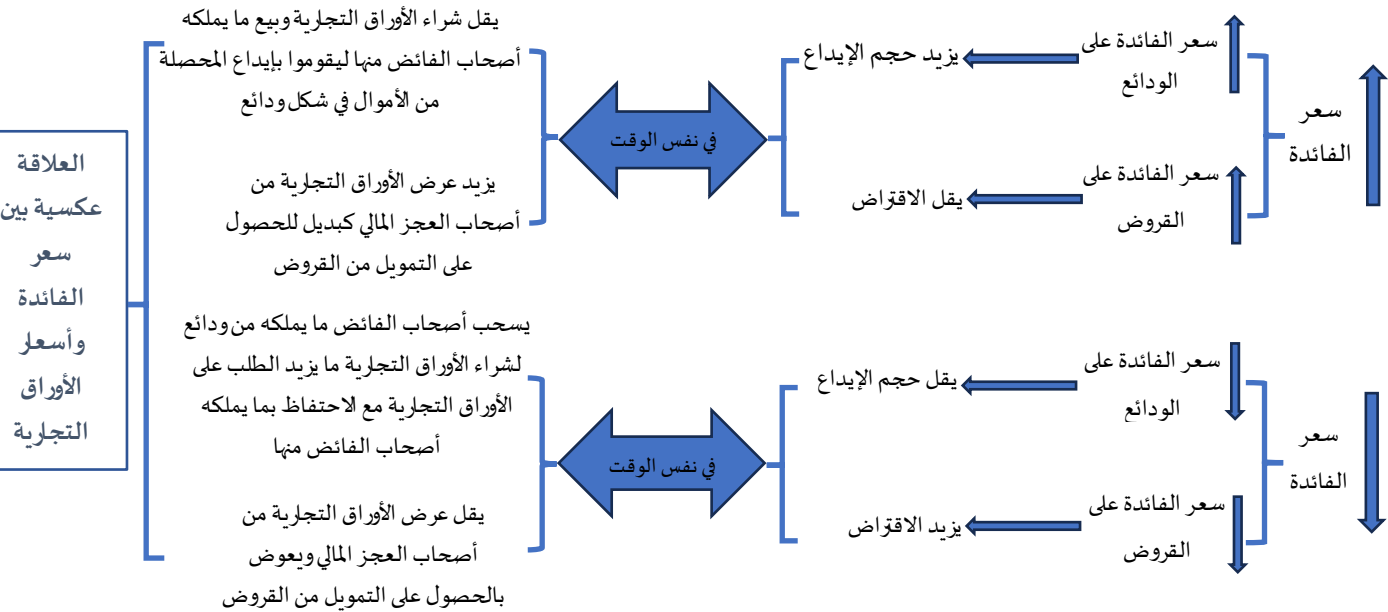
فاذا كانت تكلفة الاقتراض من البنوك أعلى من تكلفة الحصول على التمويل مقابل الأوراق التجارية فسيزيد عرض الأوراق التجارية ويقل الطلب على القروض مما سيؤدي مع مرور الوقت إلى انخفاض سعر الأوراق التجارية، وانخفاض الطلب على القروض سيدفع البنوك التجارية لتخفيض الفائدة عليها (في حدود ما يسمح به البنك المركزي وسياسة البنك التسويقية)، مما قد يؤدي إلى تغير الأوضاع في السوق لاحقاً.

في ذات الوقت يعتمد أصحاب الفائض للمقارنة بين توظيف أموالهم في شراء الأوراق التجارية أم القيام بإيداعها في البنوك بناء على أسعار الفائدة على الودائع فالأوراق التجارية محددة العائد في حين سعر الفائدة على الودائع متغير حسب تغيرات البنك المركزي ووفقاً للوضع الاقتصادي للبلد.

فاذا كان العائد من إيداع الأموال في البنوك أعلى من عائد الحصول على الأوراق التجارية فسيزيد إيداع الأموال في البنوك التجارية ويقل الطلب على الأوراق التجارية مما سيؤدي مع مرور الوقت إلى انخفاض سعر الأوراق التجارية، وارتفاع الودائع مما سيدفع البنوك التجارية لتخفيض الفائدة على الودائع (في حدود معينة)، مما قد يؤدي إلى تغير الأوضاع في السوق لاحقاً.

كما تؤثر أسعار الفائدة على قيمة العملات. فعندما ترتفع أسعار الفائدة، سيقبل المعروض النقدي وفقاً للألية السابق شرحها مما يعني أن عرض العملة قد قل، مما قد يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة، والشكل الموالي يلخص تأثير تغير أسعار الفائدة في سوق النقد:

الشكل 15: آليات تأثير أسعار الفائدة بالارتفاع والانخفاض على سوق النقد



2. في سوق رأس المال:

يتركز في سوق رأس المال نوعين رئيسيين من التمويل النوع الأول متعلق برأس المال الخاص بالشركات والمؤسسات في شكل أسهم على اختلاف أنواعها، أما الشكل الثاني فيتمثل في ديون الشركات والمؤسسات في شكل سندات على تعدد انماطها، فأما الأسهم فعائدها يأتي من أرباح هذه الشركات والمؤسسات فان ربحت المؤسسات وتم توزيع هذه الأرباح فسيتحصل حامل السهم على حصته من الأرباح، أما ان خسرت فهو شريك مع الشركة في الربح والخسارة، أما السندات فتعد ديناً لحاملها على الشركة وعائدها يتمثل في الفائدة على السند والتي يتم تحديدها حسب سعر الفائدة السائد في السوق على السندات في تاريخ إبرام عقد الدين بين الدائن والمدين، من هنا نلاحظ أن سعر الفائدة الذي يحدده البنك المركزي ويغيره حسب الوضع الاقتصادي للبلاد لا علاقة مباشرة له لا مع الأسهم ولا مع السندات، لكن ورغم ذلك له تأثير بالغ الأهمية عليهما سنوجزه فيما يلي:

- عند رفع سعر الفائدة فسترتفع تبعاً سعر الفائدة على الودائع والقروض كما أسلفنا في الجزء المتعلق بأثر سعر الفائدة على سوق النقد؛
- أما عندما تنخفض أسعار الفائدة من قبل البنك المركزي فستتخفض على كل من الودائع والقروض بنفس وتيرة ارتفاعها كما أسلفنا.

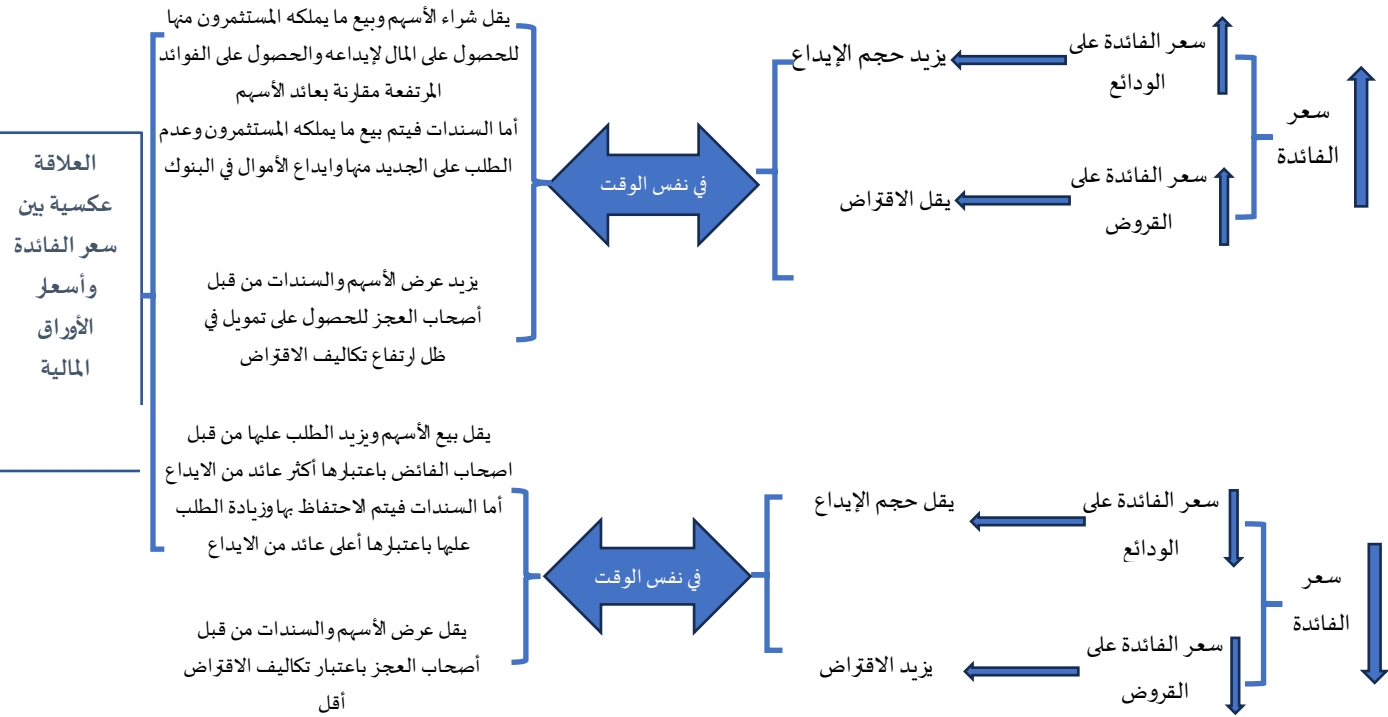
هنا سيدخل أصحاب الفائض في مقارنة بين عائد توظيف أموالهم في شكل أسهم مقارنة بعائد ايداعها لدى البنوك فإن كان عائد السهم أقل تم إيداع الأموال في البنوك بالتالي يقل الطلب على الأسهم مما يخفض من أسعارها؛ كما قد يؤدي ارتفاع تكاليف الاقتراض من البنوك بالشركات إلى طرح مزيد من الأسهم للحصول على التمويل مما يزيد من عرض الأسهم وهو الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أسعارها خصوصاً في حال تزامن انخفاض الطلب مع ارتفاع العرض.

أما في حال انخفاض أسعار الفائدة فسيفضل أصحاب الفائض المالي الاستثمار في الأسهم على ايداعها لدى البنوك مما يزيد الطلب على الأسهم ويرفع من سعرها.

أما بالنسبة للسندات فسيتم المقارنة بين فائدة الودائع والفائدة على السندات فإن كانت الفائدة على السندات أعلى تم الاستثمار في السندات وإن كانت الفائدة على الودائع أعلى تم إيداع الأموال في البنوك مما يقلل الطلب على السندات بالتالي سعرها، كما قد يؤدي اختلاف أسعار الفائدة على الودائع مع أسعار الفائدة على السندات لزيادة عرض السندات بسبب تفضيل المتعاملين إيداع أموالهم لدى البنوك باعتبارها أعلى عائداً.

بشكل عام، فإن ارتفاع أسعار الفائدة يمكن أن يؤدي إلى انخفاض الأسعار في الأسواق المالية، بينما يمكن أن يؤدي انخفاض أسعار الفائدة إلى ارتفاع الأسعار في الأسواق المالية، أي أن العلاقة بينهما علاقة عكسية، ويعود الأثر أساساً لترجيحات وقرارات المستثمرين، وفيما يلي شكل يلخص تأثير أسعار الفائدة على سوق رأس المال:

الشكل 16: آليات تأثير أسعار الفائدة بالارتفاع والانخفاض على سوق رأس المال



فيما يلي بعض الأمثلة المحددة لكيفية تأثير تغيرات أسعار الفائدة على الأسواق المالية:

- في عام 2015، رفعت بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي أسعار الفائدة للمرة الأولى منذ أكثر من 9 سنوات. أدى ذلك إلى انخفاض مؤشر S&P 500 بنسبة 10% في عام 2015.
- في عام 2020، خفض بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي أسعار الفائدة إلى مستوى قياسي منخفض في محاولة لتحفيز الاقتصاد في أعقاب جائحة COVID-19. أدى ذلك إلى ارتفاع مؤشر S&P 500 بنسبة 70% في عام 2020.

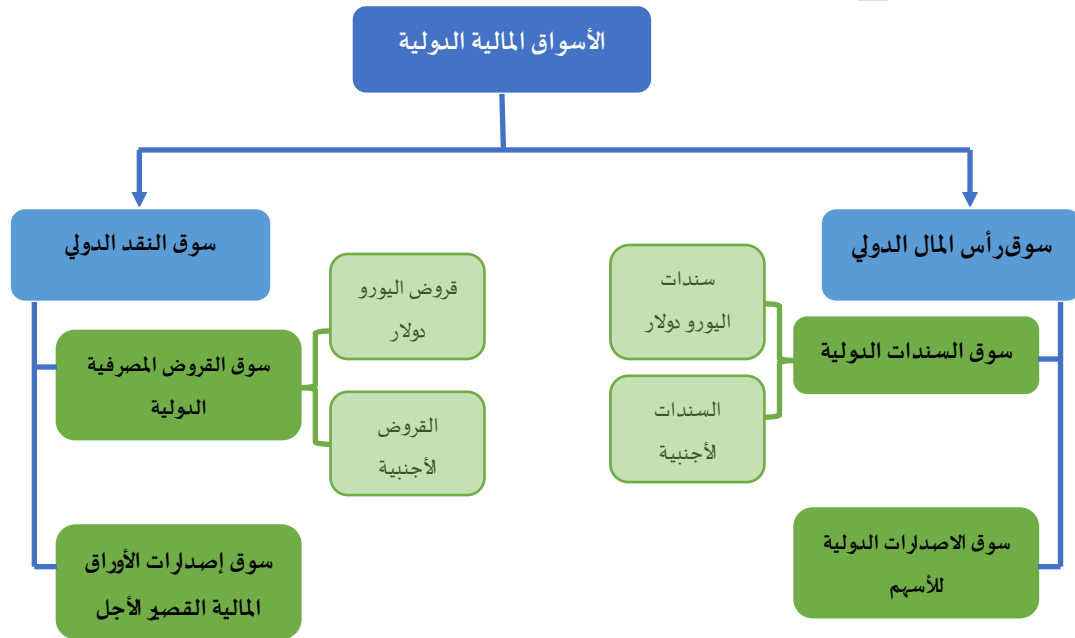
ومع ذلك، فإن أسعار الفائدة لها أيضاً بعض الآثار السلبية. على سبيل المثال، عندما ترتفع أسعار الفائدة، يمكن أن تجعل من الصعب على الشركات تمويل أنشطتها، مما يمكن أن يؤدي إلى انخفاض الاستثمار والنمو الاقتصادي.

سادساً: عمليات الصيرفة الدولية في العملات الأوروبية (أسواق اليورو ودولار وأسواق السندات الدولية):

1. إطار عام للسوق المالية الدولية:

الصيرفة الدولية بالعملات الأوروبية هي العمليات التي تتم بموجبها في السوق المالي الدولي تقديم القروض التي تسود بعملة أجنبية بالنسبة للدولة المانحة للقرض وتسمى Credit Euro Currencey أو "Eurodolla"، والسوق المالي الدولي هو ذلك المجال الذي يسمح بإصدار وتداول الأصول المالية الدولية، وجاءت الحاجة لهذا السوق كونه يمكن معظم دول العالم من الحصول على موارد مالية طويلة الأجل لتغطية عجز الموارد المحلية ولسد العجز في موازين مدفوعاتها من جهة ولما توفره هذه الأسواق من موارد ضخمة وأسعار فائدة تنافسية من جهة أخرى، وهذه السوق على غرار السوق المحلية تنقسم إلى قسمين رئيسيين هما سوق رأس المال وسوق النقد الدولية، والشكل الموالي يوضح ذلك:

الشكل 17: أقسام السوق المالية الدولية



1. السوق النقدي الدولي:

على غرار السوق النقدية الوطنية السوق النقدية الدولية هي سوق ما بين البنوك ويمكن تعريفه بأنه المكان أو الميكانيكية التي بموجبها ومن خلالها يتم الحصول على التمويل قصير الأجل، ويتم فيها تبادل الموجودات قصيرة الأجل في شكل ودائع وقروض قصيرة الأجل كما ينطوي على سوق أولية يتم فيها الحصول على الأموال الموظفة لأجل قصيرة لأول مرة بأسعار فوائد تختلف باختلاف مصدر هذه الأموال، ومتانة المقترض وشهرته وسمعته.

وسوق ثانوية يجري فيها تداول الموجودات المالية القصيرة الأجل المصدرة في السوق الأولي بأسعار تحدد بحسب قانون العرض والطلب.

فالسوق الأولية تتيح للمقترضين الحصول على الأموال، بينما السوق الثانوية تقوم بتوفير عامل السيولة للمقرضين، وبالتالي تشجعهم على إقراض أموالهم بمعدلات فوائد مقبولة.

2. سوق رأس المال الدولي

يعرف بالسوق الدولي لرؤوس الأموال على أنه المكان الذي يجمع عارضي وطالبي رؤوس الأموال طويلة الأجل (أطول نسبياً من سوق اليورو دولار) في شكل أسهم دولية وسندات والأسواق المذكورة هي:

- سوق اليورو سندات؛

- سوق الإصدارات الدولية للأسهم.

وهو أيضاً ينقسم لقسمين رئيسيين هما السوق الأولي يتم فيه إصدار الأوراق المالية لأول مرة أما السوق الثانوي فيتم فيه تداول ما تم إصداره سابقاً في السوق الأولية لتوفير السيولة لحاملي هذه الأوراق المالية.

سنركز في هذه الجزئية على سوق اليورو دولار وسوق السندات الدولية دوناً عن غيرها من أقسام وفروع السوق المالي الدولي بشقيه وذلك من خلال العناصر التالية:

II. أسواق اليورو-دولار (سوق القروض المصرفية الدولية)

1. مفهوم اليورو دولار

اليورو دولار تعني في الأصل مبالغ بالدولار الأمريكي مودعة في بنوك أوروبية، وتم تعميم المفهوم ليطلق على الدولارات أو ودائع بالدولارات خارج الولايات المتحدة في أي دولة من دول العالم، وبتعميم أكبر أصبح التعبير يستخدم لكل العملات التي تودع خارج حدود دولة إصدارها وتستعمل في عمليات الإيداع والاقراض، مقابل فائدة سائدة في السوق اليورو عملات، مضافاً إليها هامش وساطة للبنك المقرض. وهناك شرطان أساسيان لأن تكون الوديعة أوروبية (دولية) وهما:

الشرط الأول: المؤسسة التي تقبل الوديعة يجب عليها أن تكون بنكا تجاريا والمودع يمكن أن يكون

بنكا آخر أو أي شخص أو مؤسسة أخرى غير بنكية.

الشرط الثاني: أن يكون البنك في مكان خارج البلد الذي تحمل الوديعة عملته وتسمى البنوك التي تقبل وتقرض عملات أوروبية بالبنوك الأوروبية.

مثال:

إذا قرر مقيم صيني نقل أرصده باليوان المودعة بأحد البنوك الصينية وإيداعها في بنك لندن اعتبرت هذه الودائع في لندن ودائع عملات أوروبية والشخص الإنجليزي الذي يودع الجنيه لدى أحد المصارف الأمريكية يعتبر أيضاً وديعة في سوق اليورو-دولار.

والقروض بالدولار الممنوحة لمقترض من قبل بنك انجليزي هي قرض يورو دولار، ونفس الشيء إن كان قرضاً بالين الياباني ممنوح من قبل بنك فرنسي لمقترض ما.

2. مفهوم سوق اليورو-دولار

تعد سوق الأورو دولار إحدى التطورات النقدية التي شهدتها الأسواق النقدية الدولية الراهنة، الناتجة عن تطور الأعمال التي تتم في المراكز الخارجية (الصيرفة الخارجية) التي أصبحت عبارة عن شبكات مصرفية عالمية (متعددة الجنسيات).

ويقصد بسوق الأورو دولار في بداية الأمر سوق الحسابات والودائع الآجلة المقيمة بالدولار الأمريكي الموجود لدى مصارف أوروبا، والتي تستخدمها كقروض قصيرة الأجل (طويلة مقارنة بالسوق المحلية وقصيرة مقارنة بسوق رأس المال الدولية) وتحمل فوائد محتسبة على أساس الفائدة السائدة في المراكز اللندنية.

وأصبح لاحقاً عبارة عن ودائع لأجل* بعملة دولية مودعة في أحد مصارف البلدان الأوروبية أو أي بلد أجنبي عن بلد إصدار العملة أي أن الودائع في البنوك الدولية بالعملات الأجنبية عنها تعتبر ودائع سوق اليورو دولار باستثناء عملة البلد المضيف.

وهو إطار لقروض مالية متوسطة وطويلة الأجل محررة بعملات أجنبية عن مقر البنك وغير مضمونة عادة، ممنوحة مباشرة من قبل مجموعة من المصارف الدولية، حيث تتحمل البنوك بنفسها خطر عدم سداد محتمل من قبل المقترض، وتقع معظم البنوك التي تتلقى ودائع تصدر وقروض

* ودائع للأجل: هي تلك الودائع التي لا يحق لمودعها سحبها قبل تاريخ استحقاقها.

اليورو دولار في بريطانيا وعدد من الأقطار الأوروبية. إضافة إلى بعض المناطق مثل الهاما وكندا وجنوب شرق آسيا.

ويجب التمييز بين اليورو عملات والعملات الأخرى الممنوحة كقروض ذات طبيعة تجارية التي يمكن أن يمنحها المصرف إلى مقترض أجنبي، فالـيورو عملات هي قرض أو وديعة بعملة أجنبية عن البنك في حين أن القروض أو الودائع الأخرى تتم بعملة البلد الذي ينشط فيه البنك.

لقد أسهمت اليورو. قروض بفعالية، في إعادة تدوير الفوائض النقدية للبلدان المصدرة للبترول الناتج من الارتفاع الحاد لأسعار المنتجات البترولية، وبلغ توزيع هذه القروض مستويات قصوى العام 1980.

3. نشأة سوق اليورو-دولار

جاء ما يسمى بمشروع مارشال لإعادة اعمار ما دمرته الحرب العالمية الثانية من الدول الأوروبية بدأت ودائع دولارية في البنوك الأوروبية بالظهور والتراكم تدريجياً، ولأن البنوك كيان اقتصادي خاص يستهدف النمو، التوسع، وتحقيق الأرباح في ظل التطور المستمر في النظام المصرفي، فقد قامت البنوك الأوروبية باستغلال الأمر من خلال إعادة منح هذه الفوائض الدولارية في شكل قروض، وتدرجياً تطور سوق العملات الأوروبية (سوق اليورو-دولار) خصوصاً خلال عامي 1958 و1959، وساعد في ذلك التوسع الاقتصادي لدول المجموعة الأوروبية حديثة الإنشاء وطلبها المتزايد على الدولار، وزيادة التوجه إلى الاحتفاظ بودائع بالدولار الأمريكي لدى البنوك الأوروبية.

وارتفعت مجمل الودائع بالعملات الأوروبية إلى 57 مليار دولار بحلول منتصف ستينات القرن الماضي ويعزى هذا التوسع إلى:

أسباب ظهور اليورو دولار (الدولارات الأوروبية):

هناك عدة عوامل اشتركت في خلق ظاهرة الدولارات الأوروبية نذكر منها:

- العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي: ساهمت حالات العجز المستمرة والكبيرة لميزان المدفوعات الأمريكي منذ فترة السبعينات، بنمو الدولار الأوروبي جراء تزايد تدفق الدولارات خارج الولايات المتحدة الأمريكية، أي أن سرعة استلام الأجانب للدولار يفوق سرعة انفاقه؛

- تعليمات الفائدة القصوى (Regulation Q): فرض بنك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي بعض القيود على السوق النقدية الأمريكية والتي من شأنها أن ترفع من تكلفة الائتمان أو تضع حدا للفوائد على الودائع، من بين هاته القيود ما يسمى بالتعليمات Q والتي تضع حدا على أسعار الفائدة المدفوعة للمودعين من قبل المؤسسات المالية، وهو الأمر الذي جعل أسعار الفائدة في سوق اليورو دولار جذابة للمودعين الأمريكيين ما أدى إلى تحويل أرصدهم من الودائع من الأسواق الأمريكية إلى سوق اليورو -دولار، كما يأخذ العديد من المقترضين الأمريكيين قروضهم من سوق اليورو -دولار، لانخفاض أسعار الفائدة فيه مقارنة بالسوق الأمريكي، وهذا التدفق قد ساهم في تدعيم سوق اليورو -دولار؛
 - الودائع الدولارية من الإتحاد السوفيياتي سابقا: في مطلع الخمسينات وإبان الحرب الباردة قام الإتحاد السوفيياتي بتحويل أرصده الدولارية المودعة في البنوك الأمريكية إلى البنوك الأوروبية خاصة اللندنية، خشية احتمال تجميدها من قبل الحكومة الأمريكية أثناء الأزمات السياسية، كما قامت معظم دول أوروبا الشرقية التابعة للكتلة الاشتراكية بإيداع أرصدها في البنوك البريطانية والفرنسية بدلا من الأمريكية؛
 - الفوائض النفطية: نتيجة لارتفاع أسعار النفط في سبعينات القرن الماضي أصبح لدى الدول المصدرة للنفط فوائض مالية ضخمة، قامت بإيداعها في البنوك الأوروبية، والتي بدورها تم اقراضها للدول المستوردة للنفط لتسديد ثمن مشترياتها النفطية وتعرف هذه العملية بتدوير الدولارات البترولية، وقد نمت السوق بمعدل 26,5% خلال فترة 1970-1978، حيث بلغت موجودات السوق 502 مليار دولار عام 1978؛
 - الاستثمارات الأمريكية الضخمة خارج الولايات المتحدة الأمريكية: لقد ارتبط نشوء ونمو أسواق اليورو دولار السريع بشكل خاص بتحركات الاستثمارات الأمريكية الأصل خارج الولايات المتحدة؛
 - الودائع الدولارية لأقطار العالم: يعد الدولار الأمريكي عملة الاحتياطي بامتياز لمختلف أقطار العالم، ولأن البنوك المركزية تعمل على تعزيز احتياطياتها فتقوم بإيداع الفائض منها في البنوك الأوروبية.
- كما قامت الشركات الدولية بفتح حساباتها بالدولار لاستخدامها في تسوية معاملاتها الدولية، بشروط وقيود ميسرة بعيدة عن القوانين والرقابة التي تخضع لها باقي البنوك؛

- الآلية التي تعمل بها أسواق الأورو دولار: تتلخص هذه الآلية بقبول الودائع الدولارية بدون قيود وإعادة إقراض هذه الأموال إلى الأطراف المختلفة مما تؤدي هذه العملية إلى خلق الودائع بصورة دائمة وبالتالي خلق أرصدة متضاعفة من الدولارات. نتيجة لحواجز ارتفاع معدلات الفائدة مقارنة مع تلك السائدة خارج أوروبا؛
- عرض الارصدة في السوق: تعتمد كمية الموارد المالية الموجودة في سوق العملات الأوروبية كودائع بالعملات الأجنبية على حجم الدولارات المتداولة ومعدل العائد والخطر في سوق اليورو دولار والولايات المتحدة الأمريكية وأسواق النقد الأجنبية الأخرى المتفاوتة وقد نمت سوق العملات الأوروبية بسبب نمو العرض والطلب على الائتمان في تلك السوق.

4. خصائص سوق اليورو دولار

- المبالغ باليورو دولار هي أصول بالنقد الكتابي، ولا تأخذ أبدا شكل الأوراق النقدية؛
- المبالغ باليورو دولار تدار خارج حدود الدولة المصدرة للعملة، ولا يعتبر الدولار كـ "يورو دولار" إلا إذا ظهر في ميزانية البنوك غير الموجودة في الولايات المتحدة الأمريكية، هذا ويفقد اليورو دولار طبيعته (أي لا يصبح معتبرا كيورو-دولار) إذا استخدم في مدفوعات (تسديدات) داخل الولايات المتحدة الأمريكية؛
- سوق اليورو دولار هي سوق العمليات الضخمة، وتتجاوز مبالغ العمليات عادة المليون دولار كما أن أحد طرفي هذه العمليات هو غالبا ما يكون دولة أو مشروعات كبيرة والتي تبدو مخاطر إقراضها متدنية؛
- سوق اليورو-دولار هي سوق دولية وتتحدد معدلات الفائدة اعتمادا على طلب وعرض اليورو دولار وبمعزل عن معدلات الفائدة المحلية.

5. إيجابيات وسلبيات سوق اليورو دولار:

أ. إيجابيات سوق اليورو دولار:

- زيادة السيولة الدولية: تستطيع هذه الأسواق توفير الائتمان اللازم وبكميات كافية بالعملات الأجنبية لطالبيها قصد تمويل حالات العجز في موازين مدفوعات وتمويل التنمية وغيرها من المشاريع الضخمة....
- سهولة عمليات التمويل، فالحصول على تمويل من قبل بنوك اليورو دولار أقل تعقيدا من الحصول على التمويل من جهة أخرى؛

- زيادة درجة منافسة وكفاءة الصيرفة المحلية والعالمية؛
- حرية تنقل الأموال في هذا السوق بين قطر وأخر مما يزيد من فرض الاستثمار على الصعيد العالمي؛
- ترتب على الدور الذي يؤديه هذا السوق تضيق الفجوة بين أسعار الفائدة على القروض الدولية في أسواق اليورو-دولار؛
- انخفاض تكاليف الحصول على الائتمان من سوق اليورو عملات وذلك راجع للأسباب التالية:
- عدم الالتزام بنوك اليورو دولار بإيداع نسبة من الودائع لديها كاحتياطي قانوني لدى البنك المركزي كسائر البنوك التجارية المحلية؛
- عدم تحمل بنوك الأورو عملات مصاريف التأمين على الودائع؛
- عدم وجود ضرائب تفرض على بنوك الأورو عملات؛
- غياب القيود المفروضة على السلطات النقدية بعدم تجاوز حد أعلى لسعر الفائدة على الودائع؛
- غياب القيود التي يصدرها اتحاد البنوك في الدولة للبنوك للالتزام بالحدود القصوى للعمولات التي تتقاضاها البنوك من عملائها؛
- عدم وجود التزام على بنوك الأورو عملات بتخصيص جانب من محفظته الائتمانية للقروض التفضيلية؛
- ارتفاع عوائد الإيداع في بنوك اليورو دولار إذ تعتبر الفائدة المقدمة مقابل اليورو عملات أعلى من الفائدة على الودائع الأخرى؛
- ضخامة العمليات التي تقوم بها بنوك اليورو دولار يحقق لها عوائد ضخمة متأتية من اقتصاديات الحجم رغم ضالة الفارق بين الفائدة على القروض والفائدة على الودائع باليورو عملات؛

ب. سلبيات سوق اليورو-دولار.

نظراً لعدم خضوع سوق الاورو-دولار لقيود ورقابة الحكومات والبنوك المركزية، ورغم ما يوفره لها هذا الأمر من ميزة نسبية تمكّنها من المنافسة الفعالة في أسواق الائتمان، إلا أنه قد يخلق عدة مشاكل منها:

- تقلبات أسعار الصرف: بسبب حرية تنقل الأموال في هذا السوق بين قطر وآخر فقد انعكس آثار ذلك التدفق النقدي على أسعار العملات فصارت أسعار الصرف أكثر تنذباً صعوداً أو هبوطاً حسب زيادة أو انخفاض عرض العملات الأجنبية في سوق اليورو-دولار؛
- التوسع التلقائي في السيولة العالمية: استطاعتها الفائقة في خلق نقود وائتمان جديدين، وعدم خضوعها لاحتياطي إلزامي على الودائع الأجنبية قد يخلق تضخماً في البلد كما قد يحدث أزمات اقتصادية للبنوك في حال ارتفاع سحب الودائع من قبل المودعين، كما أن الأنشطة التي اضطلعت بها هذه الأسواق هي التي أدت إلى اندلاع وتفاقم أزمة المديونية العالمية للأقطار النامية؛
- إضعاف السياسة النقدية المحلية: أسواق العملات الأوروبية تضعف من مقدرة السلطات النقدية في التحكم في حجم النقود والائتمان داخل حدود الدولة، لأنه يضعف قدرة الدول بالتحكم في القاعدة النقدية ويقلل من قدرتها في التحكم بالمضاعف النقدي المحلي، الأمر الذي يقوض من الجهود الرامية لمواجهة الضغوط التضخمية المحلية؛
- خطر انهيار نظام النقد الدولي: في حال الزيادة الكبيرة في عدم سداد القروض تتعرض بنوك اليورو دولار للإفلاس، مما قد يؤدي إلى انهيار شبكة النقد الدولية وإلى تتابع هرمي في عمليات الإفلاس وهو الأمر الذي يمكن أن يحقق في حال ما إذا كان هناك ائتمان مصرفي متعثر من قبل أحد المقرضين المهمين مصحوباً بفرع المودعين وسحبهم الكبير لودائعهم من بنوك اليورو عملات؛

III. أسواق السندات الدولية.

تعتبر سوق السندات الدولية فرعاً هاماً من فروع السوق المالية الدولية يتم فيها تداول السندات الدولية التي تمثل ديناً على المصدر بالعملة الأجنبية، وهي وسيلة هامة لجلب رؤوس الأموال من دول أخرى بغرض تمويل المشروعات. وتتراوح مدة استحقاقها من 10 إلى 15 سنة، وتنقسم هذه السوق بدورها إلى قسمين:

• سوق اليورو-سندات؛

• أسواق الإصدارات الأجنبية.

ويجب على من يلجأ إلى هذا النموذج من الإصدارات أن يتقيد بالإجراءات المتبعة في بلد الإصدار، خاضعا في الآن عينه للنظم القانونية المطبقة.

1. تعريف السند:

يعرف السند بأنه مستند قانوني تعترف بموجبه الجهة التي أصدرته باقتراضها مبلغا معيناً من المال من الشخص حامل السند، وتلتزم بموجبه بتسديده في تاريخ الاستحقاق وبدفع الفوائد مقابل قيمة السند المكتوبة عليه (القيمة الإسمية) بغض النظر عن اختلاف سعر السند في سوق الأوراق المالية، وذلك بصفة دورية حسب ما نص عليه المستند.

ويقصد بالسندات الدولية السندات التي تصدر في بلد ما لصالح مقترض أجنبي وتنقسم السندات إلى: السندات الأوروبية والسندات الأجنبية

2. السندات الأوروبية:

هي عبارة عن سندات يصدرها المقترضون الذين ينتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم وفي أسواق رأس المال لدول أخرى وبعملة غير عملة الدولة التي تم فيها طرح هذه السندات للاكتتاب.

مثال: إذا قامت مؤسسة ألمانية بإصدار سندات مقومة بالدولار الأمريكي وتم الاكتتاب فيها في أسواق رأس المال بلندن أو فرنسا ...، فإن هذه السندات يطلق عليها أورو سندات (Euro-bond) وعادة ما تتولى تجمعات مصرفية دولية إدارة هذا الإصدار.

3. السندات الأجنبية:

هي عبارة عن سندات دولية يصدرها المقترضون الذين ينتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم، وفي أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة نفس الدولة التي تم طرح السندات بها، فإذا قامت مؤسسة سويدية بإصدار سندات مقومة بالدولار الأمريكي وتم الاكتتاب فيها في أسواق رأس المال في نيويورك بالدولار فإن هذه السندات يطلق عليها سندات أجنبية (Foreign bond)، وتتميز هذه السندات بانخفاض تكاليف عملية الإصدار بالمقارنة بتكاليف إصدار السندات الأوروبية.

ويتم طرح هذه السندات وبيعها بواسطة تجمعات مصرفية معينة بحيث تتولى هذه التجمعات التي توجد في دولة معينة إصدار هذه السندات وترويجها داخل حدود هذه الدولة، وبعملة نفس الدولة، ويتم توزيع الإصدار بين المكتتبين بنفس أسس توزيع الإصدارات المحلية، وعلى الرغم من سيطرة الدولار الأمريكي كعملة إصدار عالمية في سوق السندات الدولية إلا أن بعض العملات الأوروبية والآسيوية بدأت تجلب المصدرين العالميين.

4. خصائص السندات الدولية:

- تصدر السندات الدولية في إطار خال من القيود والرقابة أو الإجراءات التنظيمية التي تسود الأسواق المحلية من قبل البنك المركزي أو السلطات النقدية؛
- لا تكون هذه السندات متاحة للاشتراك الجمهور في إصدارها وإدارتها، إنما يتم ذلك عن طريق بنوك الاستثمارات أو التجمعات المصرفية مقابل عمولة، تحسب بنسبة معينة من القيمة الاسمية للإصدار؛
- تكون عادة الفوائد المستحقة على هذه السندات معفاة من الضرائب؛
- يتأثر تحديد معدلات الفائدة المستحقة الدفع على السندات الأورو بظروف السوق وتفضيلات المستثمرين؛
- الفوائد على السندات الدولية ثابتة على مدى الفترة الخاصة بالإصدار الأمر الذي يمكن المقترضين من الحصول على مصادر التمويل بسعر فائدة ثابت، ما يجنبهم مخاطر ارتفاع تكاليف التمويل.

5. نشأة وتطور سوق السندات الدولية:

تعتبر أسواق السندات الدولية حديثة نسبياً إذ أنها بدأت تحتل مركزاً هاماً في مجال الاستثمارات المالية الدولية، في مطلع ستينات القرن العشرين، وتحديدًا 1963 كانت بداية إصدار هذه السندات واتسع التعامل بها وأصبحت تشكل أداة للقروض الدولية طويلة الأجل وبالعملات الدولية المختلفة. وأصبحت السندات خلال فترة زمنية قصيرة تحتل جزءاً هاماً في تكوين الحافظة المالية الاستثمارية طويلة الأجل، لأي مؤسسة

والجدير بالذكر أن عمليات الاقتراض مقابل سندات دولية تخضع للكثير من التقلبات والتغيرات تبعاً لتطورات الأوضاع النقدية والمالية، خاصة فيما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الدولية.

وحتى عام 1969 كانت الغالبية العظمى للتعامل مع المقترضين بالسندات الدولية يتم بواسطة مؤسسات أمريكية من خلال فروعها في أوروبا ومع بداية العقد السابع بدأت المؤسسات غير الأمريكية تدخل في هذه السوق المالية وكانت الحكومات وشركات القطاع العام في أوروبا هي السبابة لاستخدام السندات الدولية بالإضافة إلى مؤسسات التنمية الدولية.

6. العوامل المؤثرة على تطور سوق السندات الدولية:

- الضرائب: كان لتخفيض الضرائب أو الغائها الأثر الكبير في تطور هذا السوق فمستوى الضرائب دون شك له أثر مباشر على السندات وعلى سوقها الدولي؛
- توزيع المناطق الزمنية: التوزيع الزمني للأسواق الرئيسية الدولية كان من العوامل الرئيسية المساعدة على تطور سوق السندات الدولي، فقد مكنت أسواق لندن ونيويورك وطوكيو تداول السندات على مدار ساعات اليوم وتحويل جزء كبير منها بينهم؛
- التغيرات القانونية والتنظيمية: تؤثر التغيرات القانونية والتنظيمية جنباً إلى جنب مع الوضع التنافسي للسوق تأثيراً كبيراً عليها وعلى ازدياد حجمها أيضاً؛
- حصة قروض البنوك المجمعمة والتقليدية من سوق الإقراض: أن حجم سوق السندات سواء سندات اليورو أو السندات الأجنبية يتأثر بمقدار قروض المجمعمة والتقليدية الممنوحة في أسواق الإقراض، باعتبارهما بديلاً منافساً للسندات الأجنبية؛
- التنوع في إصدار السندات: تنوع وانتشار الأدوات الجديدة في مجال السندات، ساعد على اتساع سوقها، وقد كان للجهود المبذولة من قبل المقترضين لتخفيض تكلفة اقتراضهم، والخبرات العالية التي وظفوها بالإضافة إلى سعي بنوك الاستثمار المتخصصة إلى تطوير خدمة عملائها الأثر الأكبر في خلق هذه الأدوات .

7. تصنيف الجهات المصدرة والمانحة للقروض في السندات الدولية:

وتعد التصنيفات التالية التصنيفات الأكثر استعمالاً:

أ. الجهات المصدرة للسند: هذه الجهات تتمثل في:

- الخزينة العمومية: تقوم الخزينة العامة بطلب القروض الخارجية مقابل سندات. للحصول على الإيرادات غير الاعتبارية ومن أجل التأثير على حجم التعاملات في الاقتصاد. فإذا كان الاقتصاد الوطني يمر بمرحلة انكماش فإن طلب القروض الخارجية مقابل سندات يساعد على تحريك الاقتصاد. عن طريق زيادة الإنفاق العام؛

■ البلديات: في بعض الدول يتم تطبيق النظام اللامركزي الأمر الذي يمنح البلديات والإدارات المحلية لموازنات الاستقلال المالي الذي يجيز لها اللجوء إلى إصدار السندات الخارجية حسب الحاجة إلى ذلك؛

■ المؤسسات والشركات والمصالح العامة: يحق لبعض المؤسسات والشركات العامة والهيئات طلب القروض مقابل إصدار سندات ولكن هذه العملية خاضعة لموافقة الجهات الرسمية التي تحدد نوع وجهة القرض وكيفية طرح السندات وشكل هذه السندات؛

■ مؤسسات التنمية الدولية والمؤسسات المالية والمصرفية الدولية: بالنظر إلى المركز المالي المتميز لمثل هذه المؤسسات دولياً. ولضخامة رؤوس أموالها إضافة إلى الضمانات التي تقدمها لها الحكومات الأعضاء. فإنها قد أصبحت الجهات الرئيسة لإصدار السندات وطرحها في الأسواق المالية الدولية، بهدف تجميع المدخرات وتوفيرها للمستثمرين في جميع أنحاء العالم.

ب. الجهات المانحة للقرض: تختلف الجهات المانحة للقروض حسب تصنيفات مختلفة منها:

■ المؤسسات المالية المصرفية: هذه المؤسسات تمنح القروض لكل طالب عند توفر الشروط الأساسية لمنح القرض والقروض المصرفية لا تمنح إلا على أسس اقتصادية مصرفية بحتة تتعلق بالربحية والسيولة النقدية وحسابات القرض؛

■ صناديق الإدخار والشركات الوسيطة: تعتبر شركات التأمين وصناديق الاستثمار وغيرها من مراكز التوفير ومن المؤسسات التمويلية التي يحق لها استثمار أموالها في شراء السندات الدولية والتعامل بها؛

■ القطاع الخاص (أفراد وشركات): يقوم القطاع الخاص بالاكتتاب في السندات الدولية بصورة اختيارية عن طريق شراء السندات والأوراق المالية الأخرى ذات المردود المرتفع وقد استخدمت طرق جديدة لإغرائهم للاستثمار في السندات الدولية مثل تقديم المكافآت والحوافز المشجعة.

8. مزايا ومخاطر التعامل بالسندات الدولية:

أ. مزايا السندات الدولية: تتميز السندات الدولية بالعديد من المزايا أهمها:

- تعدد عملات الإصدار: تصدر السندات الدولية بعملات مختلفة رغم تفضيل الدولار كعملة إصدار لهذه السندات ويهتم كل من المقرضين والمقترضين في هذه السوق عند اختيارهم لعملة القرض على توقعاتهم المستقبلية لأسعار صرف إحدى العملات الدولية؛
- جمع المدخرات وإعادة توزيعها على نطاق دولي: يقوم سوق السندات الدولية بتجميع المدخرات على اختلاف أحجامها وإعادة توزيعها على نطاق دولي واسع بين مختلف فئات المقترضين؛
- السيولة النقدية العالية: تمتاز بالسيولة العالية وإمكانية تحويلها إلى نقود عن طريق بيعها عند الحاجة وتكون السندات مكفولة ومضمونة من قبل الجهة التي أصدرتها والتي هي عادة جهات رسمية أو مؤسسات دولية أو شركات ضخمة ومتعددة الجنسيات؛
- انعدام حق المراقبة والإشراف: في بعض القروض يجد المقرض نفسه مجبر على صرف القروض في أوجه محددة وللجهة التي منحت القرض حق مراقبة أوجه الصرف وطريقة العمل والتنفيذ، ومدى نجاح المشروع المراد تمويله، أما بالنسبة للسندات الدولية فإن الجهة التي أصدرت السندات لا تلتزم بأوجه استثمار محدد، كما لا تسمح بالمراقبة والإشراف على المشاريع المخطط تنفيذها.

ب. مخاطر التعامل بالسندات الدولية:

- يتم إصدار السندات الدولية بعملات دولية مختلفة ما يجعلها مرتبطة ارتباطاً وثيقاً بأسواق العملات وما يسودها من اضطرابات وتقلبات مستمرة تؤدي في النهاية تؤدي إلى التأثير على قرارات المستثمرين من جهة وإلى زيادة القيود التي تلجأ إليها السلطات النقدية المحلية من جهة ثانية؛
- قد يتحمل المستثمر في السندات الدولية خسارة غير متوقعة عندما يكون أجل التسديد ضمن مرحلة تضخم نقدي دولي وانخفاض للقوة الشرائية للنقود، بالتالي يكون قد اكتتب بنقود ذات قوة شرائية عالية ولكنه يتسلم عند الاستحقاق سند القرض نقوداً ذات قوة شرائية منخفضة؛

وعليه فسوق السندات الدولية مرتبط جوهرياً بما يسود سوق العملات الدولية من مظاهر الاستقرار أو عدم الاستقرار.

سابعاً: البنوك الأوروبية وصرف العملات

1. الفرق بين سوق القروض المصرفية الدولية وصرف العملات:

إذا رغب شخص في الحصول على عملة دولية فهو إما أن:

- يشتري هذه العملة من سوق العملات الأجنبية؛

- أو أن يقترضها من مصرف موجود في البلد المصدر لهذه العملة.

لذلك فالشخص الإنجليزي إن أراد أن يقترض الدولار فعليه أن يدخل سوق النقد في نيويورك للحصول على الدولار، ومنه فالصفقات التي تتم بالعملات الأوروبية هي ليست نفسها التعامل بصرف العملات، لأن التعامل بصرف العملات يتمثل في شراء وبيع كميات من العملات الأجنبية وفقاً لسعرها المعروض في سوق الصرف.

بينما التعامل بالعملات الأوروبية أو عمليات العملة الأوروبية يشتمل على القروض المتوسطة والطويلة الأجل التي يتم الحصول عليها من أسواق اليورو عملات مقابل أسعار فائدة سائدة في المراكز المالية اللندنية.

كما يبرز الاختلاف بينهما في كون سعر معاملات العملات الأوروبية هو سعر الصرف، أما معاملات العملات الأوروبية، فتتم وفقاً لسعر الفائدة.

وعلى الرغم من اختلاف التعاملين من الناحية العملية نجد أن كلتا السوقين مرتبطتان ببعضهما سوية ومتداخلتان، كون كلا السوقين هما جزء لا يتجزأ من السوق النقدية الدولية.

2. الأنشطة المصرفية الدولية:

إن أكثر من نصف أموال العالم تمر من خلال المراكز المالية الخارجية و22% من الأصول الخارجية لهذه المراكز تستثمر ويعاد اقراضها إضافة لذلك تمارس البنوك الدولية الكبرى نشاطات مصرفية متنوعة منها عمليات مصرفية خارجية تقليدية ومنها عمليات مصرفية بالعملات الأوروبية وهذه الأنشطة هي:

— قبول الودائع، وتقديم القروض بالعملات المختلفة للهيئات الوطنية والأجنبية؛

- الإدارة والعمل كوكلاء للقروض المشتركة ووضع خطط خاصة لمتطلبات التمويل سواء للتجارة الدولية أو المشاريع؛
 - القيام بصفقات العملات الأجنبية والتعامل بالذهب والمعادن النفيسة والحوالات النقدية الدولية؛
 - توفير خطابات الاعتماد المسندية وخطابات الضمان وتسهيلات أخرى بالعملات المتعددة؛
 - التداول التجاري بالعملات والخيارات المستقبلية، وعقود مقايضات العملة "Swaps"؛
 - الاكتتاب وإصدار السندات في السوق الأوروبية وما يرتبها لها من عمليات مصرفية، وتوزيع الأوراق التجارية في سوق العملات الأوروبية... إلخ.
- وهكذا تمارس المراكز المالية الخارجية دور البنوك المتعددة الجنسيات سواء من ناحية الملكية أو الأنشطة التي تزاولها، ويمكن تقسيم الاقراض الدولي الى ثلاث انواع هي:
- اقراض خارجي تقليدي بالعملة الوطنية؛
 - اقراض خارجي يتم من قبل بنوك تعمل في مراكز مختلفة بالعملات الاوروبية؛
 - اقراض عبر الدول وهي القروض الخارجية التي تقدمها البنوك بالعملات الاجنبية الى مقيمين من الدول التي تتواجد فيها المراكز المالية الاوروبية.
- والى جانب السوق الأوروبية برزت الصرفة اليابانية في المعاملات النقدية الدولية لاسيما بعد تصاعد دور الين الياباني في أسواق الأسهم العالمية وهكذا تعد طوكيو ثاني أكبر هذه الأسواق بالنسبة لحجم التداول أو توفير رؤوس الأموال، حيث تعمل فيها الآلاف من المؤسسات المصرفية التي تتوزع أنشطتها من تقديم الودائع والاعتمادات إلى تمويل المشاريع الصناعية بفترات استحقاق مختلفة.

3. سوق إصدارات الأوراق المالية القصيرة الأجل:

يعد ظهور وتطور أسواق اليورو-ورقة (Euro-note) واليورو ورقة تجارية استمرارا مطلقا لأسواق اليورو-قروض، وتسهيلات إصدار اليورو-ورقة (Euro-note) يتركز في إصدار متجدد لأدوات نقدية

قصيرة الأجل. يقوم فيه المصدر باختيار المبلغ والمدة وعملة الأوراق التي سوف تعرض على المستثمرين الدوليين المعنيين بتوظيفات سيولاتهم لعدة أيام أو على عدة سنوات، وتستتبع هذه التسهيلات التزاما من قبل المصارف بتأمين توظيف تلك الأدوات في السوق، عند كل سحب.

المحور الثالث: الإصلاح الاقتصادي والمالي

المحور الثالث:

الإصلاح الاقتصادي والمالي

أولاً: إطار عام للإصلاح الاقتصادي والمالي

1. مفهوم الإصلاح الاقتصادي:

هناك عدة تعريف للإصلاح الاقتصادي والمالي نذكر منها:

- تصحيح أسس الاقتصاد الكلي وإعادة رسم الأولويات لتوفير الظروف الملائمة للعودة إلى طريق النمو المضطرد وتحسين مستويات المعيشة والسيطرة على ضغوط التضخم؛
 - مجموعة من السياسات والإجراءات تهدف لرفع الطاقة الإنتاجية ودرجة مرونة الاقتصاد؛
 - العملية التي تستهدف تحسين أسلوب تعبئة الموارد وتخصيصها بغية تلبية الاحتياجات الحالية والمستقبلية على نحو أفضل؛
 - الاتجاه إلى التغيير التدريجي بإدخال إصلاحات جزئية من شأنها الحفاظ على النظام العام؛
 - إجراء التغييرات اللازمة في النفقات والمدخرات والإنتاج للتوصل إلى وضع مقبول لميزان المدفوعات يمكن فيه تمويل أي عجز في الحساب الجاري من خلال تدفقات رأس المال المعتادة.
- وعليه فالإصلاح الاقتصادي هو مجموعة السياسات والإجراءات التي تتخذها الدولة أو السلطات الاقتصادية الهادفة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي على المستوى الكلي وزيادة مضطردة في معدلات النمو، والتخفيف أو إزالة التشوهات في الهيكل أو الأداء الاقتصادي لتحسينه، من خلال ترك النشاط الاقتصادي لقوى السوق وتقليل نطاق التدخل الحكومي بما يكفل تحسين الكفاءة التخصيصية للموارد.

ويتراوح مدى هذه الإجراءات من حيث الفترة الزمنية والموضوع تبعاً لعمق المشكلات والاختلالات القائمة

2. الأهداف العامة للإصلاح الاقتصادي

منذ منتصف ثمانينات القرن الماضي بدأت العديد من الدول النامية بإبرام اتفاقيات مع كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي لتطبيق برامج إصلاح اقتصادي، أو ما يطلق عليها ببرامج التثبيت الاقتصادي والتكيف الهيكلي التي تستند بدرجة أساسية على تطبيق آليات السوق، والإصلاح الاقتصادي عادة ما يكون مرتبطاً بخطة التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وهو ليس غاية في حد ذاته بل وسيلة لتحقيق جملة من الأهداف أهمها:

- معالجة المشاكل والاختلالات الاقتصادية التي واجهتها الدول النامية، وإخراج البلاد من طور الركود إلى طور الانتعاش الاقتصادي؛
 - رفع معدلات النمو الاقتصادي من خلال تشجيع الاستثمار المحلي والأجنبي وتطبيق سياسة الخصخصة وتصحيح أسعار السلع والخدمات؛
 - الحد من تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج وجذب الاستثمارات الأجنبية إلى الداخل من خلال توفير المناخ الاستثماري الملائم؛
 - تشجيع القطاع الخاص وزيادة مشاركته في الاقتصاد الوطني بهدف زيادة الإنتاج وتوفير فرص جديدة للعمالة؛
 - منع الاحتكار وتعميق المنافسة في السوق المحلي؛
 - تحفيز الصادرات وتعزيز القدرة التنافسية لمنتجات البلد في الأسواق الخارجية؛
 - تفعيل إدارة الطلب الكلي بهدف الحصول إلى التوازنات في الاقتصاد، وكبح التضخم؛
 - تحقيق التوازنات المرغوبة والمطلوبة في الاقتصاد الوطني بين الإنتاج والاستهلاك من جهة وبين الادخار والاستثمار من جهة أخرى؛
 - تعبئة الطاقات المادية والمالية والبشرية كافة ووضعها في خدمة التنمية المستدامة وتوزيع هذه الموارد بكفاءة أكبر؛
 - التوزيع العادل للدخل القومي بما يساهم في تحسين المستوى المعيشي للمواطنين؛
 - تخفيف عبء المديونية الخارجية والحد من ضغط الديون على الاقتصاد الوطني.
- من خلال الأهداف السابقة فإن الإصلاح الاقتصادي يهدف بشكل عام إلى تحقيق هدفين رئيسيين:
- استعادة التوازن الداخلي والخارجي للاقتصاد؛
 - تحسين كفاءة تخصيص الموارد المتاحة للاقتصاد والسعي لتوسيع الطاقات الإنتاجية للبلد وإنماءها.
3. ابعاد الإصلاح الاقتصادي: للإصلاح الاقتصادي بعدين رئيسيين بعد داخلي وبعد خارجي كما يلي:
- أ- البعد الداخلي (المحلي): ويشمل ثلاثة أبعاد فرعية هي:
- **البعد الاقتصادي:** من المفترض أن يؤثر الإصلاح الاقتصادي على المدى البعيد على الأداء الاقتصادي للدولة في التجارة الخارجية والداخلية والأسعار والدعم وعجز الموازنة وسعر الفائدة ...؛

- **البعد الاجتماعي:** ينتج عن سياسات الإصلاح الاقتصادي في معظم الأحيان مشاكل محدودية الدخل كونها الفئة الأشد والأكثر عرضة للتغيرات الحاصلة في البعد الاقتصادي وهي تشكل في غالب الأحيان الشريحة الأوسع من شرائح المجتمع في الدول النامية؛
- **البعد السياسي:** إن سياسات الإصلاح الاقتصادي تصاغ وتفرض من قبل القوى العظمى التي تتحرك ضمن إطار مؤسسي يتمثل في صندوق النقد الدولي والبنك الدولي... مما يجعل الدول أمام خيار صعب لبلوغ أهدافها الإنمائية عن طريق الإصلاح الاقتصادي بما يتلاءم ووضعها الاقتصادي.

ب- البعد الخارجي (الدولي):

لسياسات الإصلاح الاقتصادي بعد دولي لما لها من أثر على الدولة التي تتبناها، فهذه السياسات من المفترض أنها ستؤدي لتطوير سوق الدولة المحلية ومن ثم التكيف السريع والحاسم مع التغيرات في السوق العالمية، ومن ثم التفاعل مع الفرص التجارية المتاحة على الصعيد الدولي وإزالة العقبات أمام المنافسة الدولية أو زيادة كفاءة قطاع التجارة الخارجي.

4. **الإصلاح الاقتصادي في الفكر الاقتصادي**

لا تختلف مدارس الفكر الاقتصادي كثيراً حول مفهوم الإصلاح الاقتصادي، لكنها تختلف حول أسباب عدم الاستقرار الاقتصادي ومن ثم تختلف في نوع السياسات اللازمة لتحقيق هذا الإصلاح الاقتصادي نوجزها فيما يلي:

أ. **المدرسة التقليدية**

يبني الفكر التقليدي على فروض التشغيل الكامل من خلال التفاعل الحر بين العرض والطلب، وتصوره بعدم وجود بطالة على مستوى الاقتصاد ككل وبالتالي يرون أن التقلبات التي تحدث في النشاط الاقتصادي في الأجل القصير سوف تتلاشى في الأجل الطويل، وفق عوامل الاستقرار الذاتية الكامنة في الجهاز الاقتصادي، وهذه التقلبات في النشاط الاقتصادي ترجع إلى عدة عوامل خارجية منها:

- تدخل الحكومة في النشاط الاقتصادي مما يؤدي إلى إعاقة سير العوامل الاقتصادية المختلفة نحو التوازن؛
- جمود الأجور والأسعار نتيجة ظهور الاحتكار؛

■ التقلب المتعاقب للموجودات الاقتصادية كتقلب الناتج الزراعي من سنة لأخرى الأمر الذي يؤدي للتأثير على الناتج الصناعي، فضلاً عن التطور التكنولوجي الحاصل بإدخال آلات حديثة في المجال الصناعي والذي يترتب عنه آثار سلبية وإيجابية على الجهاز الإنتاجي. طول فترات الكساد الاقتصادي وخاصة في مرحلة الثلاثينات من القرن العشرين، جاءت مغايرة لحكم التقليديين فبالرغم من انخفاض الأجور مقارنة بالأسعار فلم يؤدي ذلك إلى عودة الاقتصاد إلى حالة التشغيل الكامل.

ب. المدرسة الكينزية

لما عجزت المدرسة التقليدية في تغيير الأزمة الاقتصادية التي أصابت العالم في ثلاثينات القرن العشرين وإيجاد حلول لها برزت المدرسة الكينزية التي تصدت لتفسير العوامل المؤدية لظهور الأزمة مع اقتراح السياسات الضرورية لعلاجها في الآجال القصيرة حيث يعالج كينز الأزمة بافتراض ثبات التغيير في مجموعة من العوامل في الآجال القصيرة وهي:

كمية العمل وخصائصه، حجم الجهاز الإنتاجي ونوعه، درجة المنافسة والاحتكار، الفن الإنتاجي القائم، مستوى الإدارة والتنظيم، البنية الاجتماعية المتحركة في كيفية توزيع الدخل، عادات المستهلكين ...

هذه العوامل تلعب دوراً أساسياً في تحديد جانب العرض، وعليه فإن كينز قد بين أن التقلبات في مستويات الدخل القومي ومستويات الناتج والتوظيف هي نتيجة لثلاث عوامل (جانب الطلب):

الميل الحدي للاستهلاك، الكفاءة الحدية لرأس المال، سعر الفائدة.

وبافتراض ثبات الميل الحدي للاستهلاك في الآجال القصيرة سيتغير النشاط الاقتصادي ويحفز السلوك الاستثماري وهذا يعني أن التغيير في مستوى النشاط الاقتصادي إنما يتوقف على التعديل في خطط الاستثمار بفعل العوامل التالية: التفضيل النقدي، تغيير كمية النقود، الكفاءة الحدية لرأس المال.

ومن هنا يتضح أن الفكر الكينزي يرى أن التقلبات التي تحدث في مستوى النشاط الاقتصادي ترجع إلى مستوى التغيير الذي يحدث في كمية النقود، وإن السياسة النقدية والمالية تؤثر في الطلب الكلي، وعليه فهما أداتان رئيسيتان لتحقيق الاستقرار الاقتصادي.

بينت فترة السبعينات أن النموذج الكينزي غير قادر على تفسير ظاهرة الركود والتضخم والتعايش بينهما بسبب هيمنة المشروعات الاحتكارية على النشاط الاقتصادي، كما أن محاربة التضخم قد أثرت على الاستقرار المالي نتيجة السياسة النقدية المقيدة، وخلق التضخم كظاهرة احتكارية ناشئة عن جمود كل الأجور والأسعار في الاتجاه النزولي.

ففي حالة الانكماش غالباً ما تلجأ المؤسسات الإنتاجية ذات الطابع الاحتكاري إلى تخفيض الإنتاج دون الأسعار، ما يترتب عنه وجود بطالة في ثنایا التضخم أو ما يسمى بالركود التضخمي وهي حالة لا تستجيب للمفهوم الكينزي الهادف لمحاربة التضخم مع الحفاظ على العمالة الكاملة.

ج. المدرسة النقدية (مدرسة شيكاغو)

مدرسة شيكاغو هي فرع من فروع المدرسة النقدية تتخذ من تقلب كمية النقود سبباً رئيسياً لتفسير تقلب النشاط الاقتصادية، ويعتبرون التضخم والانكماش واختلال ميزان المدفوعات مجرد ظواهر نقدية، إن تحليل مدرسة شيكاغو لتفسير عدم الاستقرار هو نفسه المنهج التقليدي بحيث كلاهما يتماثلان في:

- يأخذان مبدأ تأثير النقود على النشاط الاقتصادية وخاصة مستوى الناتج القومي؛
- الاعتماد على الأجل الطويل وإهمال الأجل القصير؛
- كلاهما يدعو بعدم تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي بأي شكل كان حتى لا تعيق الأداء التلقائي لعوامل الاستقرار الذاتية.

وبالتالي نستخلص أن كلا من المنهج التقليدي ومنهج مدرسة شيكاغو قد تناولوا موضوع الاستقرار الاقتصادية من منظور واحد بالرغم من تباعد مدة تواجدهما.

تبنت غالبية الدول المتقدمة السياسة الاقتصادية المنبثقة من هذا المنهج، قصد مواجهة مشكلات التضخم والبطالة والركود، لكن ذلك أدى إلى تفاقم معدل البطالة وتدهور معدلات النمو الاقتصادي وانتشار المضاربات في أسواق النقد والمال وضعف الاستثمار ووقوع ركود اقتصادي استمر لسنوات طويلة.

وعلى هذا الأساس فإن الزيادة في معدل عرض النقود بما يساوي معدل نمو الإنتاجية في الأجل الطويلة لن يؤدي إلى الاستقرار الاقتصادي لأن الاستهلاك سوف يميل إلى التناقص لضعف التشغيل.

د. المدرسة الهيكلية.

يرجع مفكرو المدرسة الهيكلية مشاكل البلدان التي تعاني من عدم الاستقرار الاقتصادي إلى جذور الخلل في الجوانب الاقتصادية والاجتماعية كالاعتماد في عملية التصدير على المواد الأولية، والمبالغة في التخصص في الإنتاج، الارتفاع النسبي السنوي لعدد السكان مقارنة مع ضآلة عرض المواد الغذائية، قلة النقد الأجنبي لمواجهة ظاهرة الاستيراد المتزايد من السلع الضرورية.

وبالتالي فإن الهيكلية يرون بأن ضعف مرونة الجهاز الإنتاجي وما يترتب عليه من ضعف قوى العرض، هو الذي يؤدي إلى وجود ظاهرة التضخم في مختلف قطاعات الاقتصاد.

ولحل ذلك وجب التعاون وتصحيح هيكل الجهاز الإنتاجي والاقتصادي للبلد.

ثانياً: حتمية الإصلاح الاقتصادي في الدول النامية

مع بداية السنوات التي اعقبت الحرب العالمية الثانية وحتى سبعينات القرن الماضي بدأت الدول النامية تواجه العديد من الازمات أو الصدمات الخارجية والداخلية الواحدة تلو الاخرى ابتداء بأزمة الغذاء وأزمة نظام النقد الدولي في بداية السبعينات ومرورا بأزمة النفط الأولى عام 1973 والثانية في 1979 وانتهاء بأزمة المديونية التي برزت بشكل واضح عام 1982، ونتيجة لهذه الأزمات وغيرها من العوامل بدأت معظم الدول النامية منذ بداية عقد السبعينات تواجه العديد من المشاكل والاختلالات الاقتصادية أبرزها:

• انخفاض في معدلات النمو الاقتصادي؛

• ارتفاع العجز في ميزان المدفوعات؛

• ارتفاع معدلات التضخم والبطالة؛

• انخفاض الدخل للفرد وارتفاع مستويات الفقر .

ومع بداية الثمانينات من القرن الماضي تفاقمت هذه المشاكل والاختلالات الاقتصادية بدرجة كبيرة، ولعل الحاجة لتبني سياسة الإصلاح الاقتصادية في الدول النامية راجع إلى عدة مشاكل اقتصادية تعاني منها الدول، من بينها:

• الخصائص الاقتصادية والاجتماعية المشتركة في الدول النامية والتي تساهم بصورة مباشرة في

خلق الاختلالات الاقتصادية وتزايدها؛

- تدهور مستوى الطاقة الإنتاجية؛
- اختلال علاقات النمو بين القطاعات الاقتصادية الرئيسية؛
- التخصص في إنتاج وتصدير المنتجات الأولية وانخفاض أسعار هذه الأخيرة؛
- الارتفاع الكبير في معدلات النمو السكاني؛
- تدهور مستوى المعيشة الحقيقي للسكان؛
- تدهور معدلات التبادل التجاري؛
- ارتفاع أسعار واردات الدول النامية؛
- أزمة المديونية الخارجية؛
- انتهاء العمل بنظام ثبات سعر صرف الدولار الأمريكي وما انجر عنه من عدم قدرة الدول النامية على سداد التزاماتها الخارجية؛
- انخفاض كفاءة السياسات الاقتصادية المطبقة في تخصيص الموارد الاقتصادية؛
- انخفاض كفاءة أداء مؤسسات القطاع العام؛
- الفساد المالي والسياسي والإداري؛

ثالثاً: برامج الإصلاح الاقتصادي:

يجب أن نميز بين نمطين من برامج الإصلاحات التي تقوم العديد من الدول النامية بتطبيقها، فالنمط الأول يتمثل ببرامج الإصلاحات الاقتصادية التي يتبناها ويدعمها صندوق النقد الدولي والبنك العالمي، والنمط الثاني يتمثل في برامج الإصلاح الاقتصادي التي تتبناها بعض الدول بصورة ذاتية بعيداً عن أي دعم أو تدخل من قبل الصندوق والبنك ومشروطينهما، وسنتطرق فيما يلي لبرامج الإصلاح الخاصة بصندوق النقد الدولي:

1. البرامج المقترحة للإصلاح من قبل صندوق النقد الدولي

يتبنى صندوق النقد والبنك الدوليين برامج الإصلاح الاقتصادي، التي توزعت بينهما في إطار المهمات الوظيفية لكل منهما حيث يهتم صندوق بأفكار التثبيت الاقتصادي وإجراءاته في حين أختص البنك بآراء التكيف الهيكلي وإجراءاته في اقتصاد الدول النامية.

وعند لجوء أي دولة نامية إلى البنك الدولي من أجل حل مشكلاتها الاقتصادية، فإن البنك الدولي يشترط أن توافق هذه الدول أولاً على ما يراه صندوق النقد الدولي حتى يمكن للبنك الدولي من منح هذه الدولة القروض التي تحتاج إليها، ما يعني التنسيق الفاعل بين البنك والصندوق، في التعامل مع الدول النامية،

وعليه تبدأ الدولة بتطبيق سياسات التثبيت لمعالجة الاختلالات القصيرة المدى بإشراف صندوق النقد الدولي وتنتهي بسياسات التكيف لمعالجة الاختلالات العميقة في الاقتصاد، وذلك لتحقيق استقرار اقتصادي كلي وتغيير هيكلي في الاقتصاد في ذات الوقت.

فبرنامج التثبيت الاقتصادي والتعديل الهيكلي يستهدف أساساً تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات ودعم آليات اقتصاد السوق وإزالة عوائق حركية رؤوس الأموال والسلع والعناصر الانتاجية في السوق الدولي من خلال تقليص دور الدولة في الحياة الاقتصادية والاجتماعية، بإزالة كافة أشكال تدخل الدولة المباشر أو غير مباشر في جهاز الاسعار، من خلال القيام بإصلاحات على كلى جانبي العرض الكلي والطلب الكلي.

وتنطوي برامج الإصلاح الهيكلي على تغيرات هيكلية مهمة تتركز ضمن برنامج مالي متوسط الأجل (عادة ما يتراوح بين 3 إلى 4 سنوات) وتتوقف إمدادات التمويلات المقدمة من قبل الصندوق على مدى احترام تطبيق البلد لمعايير الأداء الكمية والنوعية المحددة في البرنامج، وتتمثل برامج التثبيت في:

أ. تخفيف عجز الميزانية العامة للدولة :

وهو أهم الأهداف التي تبناها صندوق النقد الدولي سعياً منه لتحقيق وضع قابل لنمو ميزان المدفوعات، لأن العجز في ميزان المدفوعات يرجع أساساً إلى معدل التضخم المرتفع الذي يرجع بدوره إلى الزيادة الكبرى في حجم الإنفاق العام عن الإيرادات العامة، ويتم التخفيف من عجز الميزانية عن طريق :

• ترشيد النفقات الجارية للحكومة: ويتم ذلك بترشيد الانفاق العام على السلع والخدمات والإعانات

النقدية الحكومية ومدفوعات خدمة الدين من خلال:

- تخفيض الانفاق الحكومي على السلع التي تستخدمها الوزارات والهيئات العامة؛
- الحد من الاستثمارات العمومية وتقليصها لفتح المجال امام الاستثمارات الخاصة؛
- زيادة مشروعات البنية الاساسية التي تتكامل ولا تنافس مع مشروعات القطاع الخاص؛
- تغيير سياسة التشغيل بالحد من تعيين الخريجين من الجامعات والمعاهد والمدارس في الوظائف الحكومية؛
- رفع أسعار المنتجات والخدمات حتى يصل إلى مستوى الأسعار العالمية؛
- زيادة الإيرادات العامة: من خلال إصلاح النظام الضريبي بالانتقال من الضرائب النوعية على الدخل الى الضرائب الشاملة، من خلال:
 - رفع المعدلات الضريبية وزيادة من حصيلتها وإعادة تنظيمها وإيجاد أوعية ضريبية أخرى؛
 - الحد من الاعفاءات الضريبية والجمركية ومحاربة التهرب الضريبي وتطوير طرق التحصيل الضريبي؛
 - تخفيض الاعتماد على ضرائب التجارة الخارجية وتوحيد الضرائب الجمركية والتخفيف من بعض رسوم الاستيراد أو حذفها؛
 - زيادة الاعتماد على الضرائب الغير مباشرة.
- تخفيض الدعم: يوصي صندوق النقد الدولي بتخفيض كل أشكال الدعم بطريقة تدريجية سواء كان ذلك الدعم الاجتماعي اوالدعم الموجه للمواد الغذائية الاساسية أو دعم الصادرات أو القروض أو دعم بعض الأنشطة الانتاجية او الخدماتية، لما للدعم من أثر سلبي على هيكل الاسعار والنفقات مستوى الكفاءة الاقتصادية، ومعدل التضخم.
- إصلاح هيكل تمويل عجز الميزانية العامة: ويتم معالجة العجز بالبحث عن مسبباته وإيجاد نوع من التفاعل بين السياسة المالية مع السياسات الاقتصادية، وإيجاد مجموعة من خيارات التمويل مع مراعاة أثر كل خيار تمويلي على المستوى الكلي ونلخص خيارات التمويل المتاحة فيما يلي:
 - التمويل من البنوك أي الاقتراض الحكومي من البنك المركزي أو البنوك التجارية؛
 - التمويل الغير بنكي من خلال اصدار السندات الحكومية في الأسواق المالية؛
 - التمويل الخارجي من خلال الاقتراض من الموارد الاجنبية.

ولكل طريقة من هذه الطرق أثر على هيكل الطلب الكلي وتعد وسيلة من وسائل علاج الاختلالات في الاقتصاد الوطني كالتضخم والكساد.... ويعد تمويل العجز محلياً أحسن من الاقتراض الخارجي لما يخلقه هذا الأخير من مشروطة قد تخل من وضع الاقتصاد الكلي.

ب. تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات :

يقصد بالتوازن في ميزان المدفوعات بالحالة التي تتكافأ في ظلها مدخلات ومخرجات الدولة من السلع والخدمات والتحويلات الرأسمالية قصيرة وطويلة الأجل من وإلى الخارج، وعليه فاختلال ميزان المدفوعات يعكس الاختلال بين الطلب الكلي والعرض الكلي مع العالم الخارجي، وعليه يرى صندوق النقد الدولي أن آليات تخفيض العجز في ميزان المدفوعات تتمثل في:

- تخفيض فجوة الموارد المحلية: للحد من فجوة الموارد المحلية يتطلب التأثير عن كل من الادخار والاستثمار المحليين أساساً لزيادة الصادرات وتقليل الواردات، من خلال تصحيح السياسات المالية والنقدية للبلد.
- إصلاح سعر الصرف: إصلاح سوق الصرف يلعب دوراً رئيسياً في تثبيت العجز في ميزان المدفوعات وتقليل معدلات التضخم، فسعر الصرف العملة المحدد بطرق تعكس حالة السوق دون مغالاة، يزيد من تنافسية المنتجات المحلية في الأسواق العالمية مقارنة بالمنتجات المنافسة الأجنبية ما يجعلها تبدو أقل سعراً الأمر الذي يؤدي لزيادة الطلب على المنتجات المحلية ومن ثم زيادة صادرات البلد، وإصلاح سوق الصرف يمنع ظهور السوق السوداء، وهروب رؤوس الأموال للخارج ويشجع الاستثمار الأجنبي في البلد.
- تحرير التجارة الخارجية: إزالة العوائق الإدارية والتسعيرية أمام الصادرات والواردات السلعية والخدماتية تماشياً مع أهداف المنظمة العالمية للتجارة يؤدي لزيادة المنافسة التي بدورها تؤدي إلى تبني تكنولوجيا حديثة وتحسين الإنتاج واستخدام أمثل للموارد المتاحة بأقل تكلفة ممكنة....
- إصلاح هيكل أسعار الفائدة: سعر الفائدة على القروض والودائع لا يؤثر فقط على مستوى الانفاق والتضخم وتوازن ميزان المدفوعات بل يؤثر وبدرجة كبيرة عن الادخار والاستثمار... وعليه يجب إصلاح هيكل أسعار الفائدة لاستعادة فعاليتها في الاقتصاد وهذا الأمر يتم بشكل تدريجي وبإصلاح النظام المصرفي وتقويته.

ج. دعم اقتصاد السوق:

اكتشف الصندوق أن الاختلالات التي تواجه الدول ليست مجرد تشوهات مالية ونقدية بل اختلالات لها جذور هيكلية يحتاج حلها مدة أطول، ودعم أكبر للقطاع الخاص وفتح المجال للمنافسة، أي دعم اقتصاديات السوق ويظهر ذلك من خلال:

- تقليص دور القطاع العام: توصى برنامج الإصلاح الاقتصادي بضرورة عدم تدخل الدولة في الاقتصاد وإعطاء الفرصة للقطاع الخاص خاصة في مشروعات الصناعة التحويلية على أن ينحصر دور الاستثمار العام في مشروعات البنية الأساسية فقط وذلك لكفاءة القطاع الخاص - حسب وجهة نظر الصندوق-.
- الخصوصية تتطلب برامج الإصلاح الاقتصادي التخلص من الاحتكار الحكومي في إدارة المشروعات جزئياً أو كلياً، من خلال السماح للقطاع الخاص المحلي والأجنبي بالمساهمة في المشروعات المشتركة، وكذا السماح للقطاع الخاص بتنفيذ بعض الخدمات العامة كالصحة والتعليم، والمرافق العامة من خلال عقود تبرمها الحكومة مع القطاع الخاص لتولي تنفيذ هذه الخدمات، فضلاً عن بيع المشروعات العمومية للقطاع الخاص أو العمل عليها دارياً بوضع برنامج بآليات خاصة تبدأ بمسح كامل لهذه المشروعات ومشكلاتها ثم تحديد المراد خصصته وفق جدول زمني للبيع وإنشاء جهاز خاص يتولى هذا البرنامج مع اتباع قواعد بسيطة وشفافة للبيع، الأمر الذي يحقق:
- تخفيض اعباء ميزانية الدولة الناجم عن دعم هذه الوحدات وتخصيصه لمجالات اقتصادية أخرى أكثر إنتاجية؛
- عائد الخصخصة يمكن استخدامه لسداد جزء من ديون الدولة وتمويل نفقات التقاعد المسبق لمستخدميها؛
- الاستفادة من الموارد الضريبية عند بيع الوحدات العامة للقطاع الخاص بسبب زيادة إنتاجية هذا الأخير.
- دعم وتشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر على الدولة أن تخلق الظروف الملائمة الداعمة لنشاط الاستثمار الأجنبي المباشر باتباع الخطوات التالية:
- اجراء تعديلات في المجال التشريعي بما يضمن تطبيق قواعد وآليات اقتصاد السوق؛
- إعفاء رأس المال الأجنبي من كل أنواع الضرائب والرسوم إما كلياً أو جزئياً؛

- تحرير الاسواق المالية؛
- ضمان المساواة في المعاملة بين الاستثمارات الوطنية والاستثمارات الأجنبية؛
- تشجيع القطاعات الاقتصادية القادرة على التصدير؛
- تقديم ضمانات لتشجيع الاستثمار الأجنبي....
- توفير الفرص لكل من القطاع العام والخاص: وذلك بخلق بيئة اقتصادية تنافسية بينهما من خلال:
 - فتح رأس مال القطاع العام لرأس مال القطاع الخاص؛
 - إعطاء ضمانات القروض لكل من القطاعيين بالتساوي مع إلغاء الضمانات الخاصة للقطاع العام؛
 - جعل أسعار الفائدة الخاصة بالقروض متساوية بين القطاع العام والقطاع الخاص؛
 - التسعير الاقتصادي الرشيد لمنتجات القطاع العام؛
- 2. آثار الإصلاح الاقتصادي والمالي في البلدان النامية

استنادا الى ما تقدم فان سياسات الاصلاح الاقتصادي، وفي كثير من الحالات، لم تستطع ان تأتي بمعالجات وحلول للمشكلات التي تعاني منها البلدان المثقلة بالديون، لأنها لم تفصح عن اي مضمون تنموي حقيقي، بل وأسهمت في تشويه السياسات الاقتصادية الوطنية وإبعادها عن القضايا الاساسية من خلال طرح البدائل من السياسات التي تركز على التمويل الخارجي وضرورة الايفاء بمتطلباته، ومتطلبات عوائد الاستثمارات الأجنبية ومحاولة الحفاظ على الاهلية الائتمانية التي تسهل حصول البلدان المدينة على قروض جديدة.

كما تشير النتائج بعد مرور مدة طويلة من التطبيق والالتزام بوصفات صندوق النقد الدولي بأن معظم بلدان الاصلاح الاقتصادي قد تعرضت لمزيد من المشكلات الاقتصادية والمالية كتهور معدلات تبادلها التجاري بسبب انخفاض حصيله الصادرات وتزايد وارداتها لأنها أصبحت سوقاً لتصرف الفائض الانتاجي المتزايد الذي تعاني منه الدول المتقدمة.

وعلى الرغم من اعتراف صندوق النقد الدولي بان جانبا من سياسته المالية لمعالجة العجز في بلدان الاصلاح الاقتصادي كانت انكماشية الى حد الافراط إلا انه لم يعترف بأخطاء السياسة النقدية، والمالية المطبقة، التي أثرت على جوانب مهمة من الخدمات الاجتماعية الضرورية كالصحة والتعليم ودعم السلع والمواد الضرورية للفئات الاجتماعية محدودة الدخل، خصوصاً في ظل خصخصة

وتشجيع الاستثمارات الأجنبية التي أدت إلى كبح المشروعات التنموية العامة التي يحتاجها الفئات الاجتماعية محدودة الدخل، مما فاقم من حجم التكاليف الاجتماعية، كما أدى إلى تعريض الصناعات المحلية الواعدة إلى منافسة شديدة من قبل المشروعات الأجنبية والسلع المستوردة.

ويمكن إيجاز ما تمخض عن تطبيق سياسات الإصلاح الاقتصادي من نتائج في

- تزايد العجز في موازين المدفوعات العامة بدلاً من خفضها. وتكرار حدوث الازمات المالية؛
- الوقوع في تبعية أكثر للسوق الرأسمالية العالمية؛
- تفاقم حدة المديونية الخارجية وخدماتها؛
- انخفاض معدلات الادخار والاستثمار المحلي بدلاً من زيادته؛
- ارتفاع معدلات التضخم واتساع نطاق الفقر والبطالة وتدهور مستويات المعيشة لفئات واسعة من مجتمعات.

رابعاً: الأدوات المستخدمة في علاج الاختلالات

تتلخص الأدوات التي يطلب صندوق النقد الدولي التركيز عليها في إطار برنامج التعديل الهيكلي في:

1. السياسة النقدية: تتمثل أهم الإجراءات المقترحة من قبل الصندوق في هذا المجال فيما يلي:

- رفع أسعار الفائدة وتركها تعكس حقاً ندرة المدخرات المحلية؛
- تجديد السقوف الائتمانية الخاصة بالائتمان المحلي؛
- التحكم في الإصدار النقدي وترشيده؛
- إتباع سعر صرف مرن وواقعي واقتراح تخفيض قيمة العملة مع مكافحة التضخم؛
- زيادة احتياطات الدولة من القطع الأجنبي.

2. السياسة المالية: إن أهم توصيات الصندوق في هذا الشأن تكمن في الحد من عجز الميزانية العامة

للدولة، عن طريق بترشيد الإنفاق العام وتحسين النظام الضريبي ورفع أسعار المنتجات والخدمات العامة، وإزالة الدعم السلعي... إلخ.

3. إصلاح السياسة التجارية (الأسعار) وإدارة المديونية: إن هذا الجانب يشمل جميع الإجراءات التي

تشجع التبادل الخارجي وتشجيع المنافسة بعد تحرير الأسعار وتحرير التجارة الخارجية، ومن ثم تجلب

المزيد من الأرصدة الأجنبية لمواجهة خدمات المديونية، فأهم الإجراءات في هذا الشأن تكمن في:

- إلغاء القيود على التجارة الخارجية وتحريرها من احتكار الدولة؛
 - ترشيد قطاع التعرفة الجمركية؛
 - تخفيض القيمة الخارجية للعملة، بغية الوصول بقيمة العملة إلى مستواها الحقيقي كما هو سائد في السوق، وكل ذلك باتجاه نظام سعر الصرف العائم، عن طريق إلغاء الرقابة على الصرف الأجنبي؛
 - تحسين شروط الاقتراض الخارجي وتسهيل تدفق الموارد الميسرة؛
 - تطبيق مختلف الإجراءات التي تؤدي إلى استرداد الديون، بالرغم من أن جميع إجراءات وسياسات برنامج التكييف الهيكلي تصب في هذا المجال.
4. سياسة تحسين النظام الإنتاجي: وذلك بإعادة هيكلة القطاع العام (الخصوصية)
- الأدوات المذكورة سابقا تتداخل مع التسهيلات التي يقدمها صندوق النقد الدولي في إطار برنامج التعديل الهيكلي للوصول للغايات المسطرة، فالتسهيلات التمويلية المقدمة من طرف صندوق النقد الدولي على المدى المتوسط والطويل التي تخدم الإصلاح الاقتصادي تتمثل في:
- أ. تسهيلات على المدى المتوسط والطويل: ويندرج ضمنها:
 - تسهيل التمويل التعويضي؛
 - تسهيل التكييف الهيكلي؛
 - التسهيلات الموسعة (التمويل الممتد)؛
 - مساعدات الطوارئ والتعويضات؛
 - تسهيل النمو والحد من الفقر؛
 - تسهيلات التحول الاقتصادي.
 - ب. تسهيلات التمويل الميسر الجديدة التي أنشأها الصندوق لمساعدة البلدان منخفضة الدخل بعد أزمة 2008.

المحور الرابع:

المنهج النقدي

لميزان المدفوعات

المحور الرابع: المنهج النقدي لميزان المدفوعات

أولاً: أسعار الصرف الحقيقية

سعر الصرف هو قيمة عملة ما مقومة في شكل عملة أخرى وهو الكمية الواجب تقديمها من العملة المحلية مقابل الحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية، ولسعر الصرف عدة أنواع منها ما يسمى بسعر الصرف الحقيقي:

وهو سعر الصرف الذي يعبر عن الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، ويعد مؤشر جيد لقياس القدرة التنافسية في الأسواق الدولية ويعكس الانخفاض في سعر الصرف الحقيقي ارتفاع في القدرة التنافسية المحلية، والارتفاع فيه يعكس تدهور القدرة التنافسية الدولية للبلد.

وهو مؤشر تجاري مرجح يجمع بين كل من تقلبات سعر الصرف الاسمي وتفاضل معدلات التضخم عن طريق قياس تكلفة وحدة العمل في الإنتاج الصناعي بعد ادخال التسويات اللازمة، بالتالي فهو ذو أهمية كبيرة في تحليل ودراسة أوضاع ميزان المدفوعات وتطوير الأسواق السلعية والنقدية والمالية، ويتم حساب سعر الصرف الحقيقي وفقاً للمعادلة التالية:

مؤشر الأسعار الأجنبية

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

فلو أخذنا بلدين بلداً 1 وبلداً 2 (على اعتبار أن البلد 1 هو البلد المحلي والبلد 2 هو البلد الأجنبي) كمثال يكون سعر الصرف الحقيقي كالآتي:

$$TCR = \frac{TCN/P1}{1x/P2} = \frac{TCN.P2}{P1}$$

حيث: TCR : سعر الصرف الحقيقي لعملة البلد 1

TCN: سعر الصرف الاسمي لعملة البلد 1

P1: مؤشر الأسعار بالبلد 1

P2: مؤشر الأسعار بالبلد 2

$x1$: هي وحدة واحدة من عملة البلد 2

تعطينا $1x/P2$ القدرة الشرائية لعملة البلد 2 في الداخل (أي في البلد نفسه) أما $TCN/P1$ فتعطينا القدرة الشرائية للعملة 2 في البلد 1، وعليه فإن سعر الصرف الحقيقي للعملة 1 مقابل العملة 2 يعكس الفرق بين القدرة الشرائية في البلد 2 والقدرة الشرائية في البلد 1، وكلما انخفض سعر الصرف الحقيقي كلما زادت القدرة التنافسية للبلد 1 (بشرط وجود قاعدة إنتاجية متنوعة وقوية).

وسعر الصرف الحقيقي يعتبر مؤشرًا هامًا لفهم القدرة الشرائية للعملة وتقييم تأثير التضخم على الاقتصاد. يمكن استخدامه لتحليل التوازن التجاري وتقدير مدى تأثير التغيرات في أسعار الصرف على الصناعات التصديرية والواردات، بالتالي يفيد المتعاملين الاقتصاديين في اتخاذ القرارات فارتفاع مداخل الصادرات لا يعني بالضرورة ارتفاع فعلي في كمية الصادرات لأن هذا الارتفاع في العوائد لم يؤدي إلى ارتفاع في أرباح المصدرين وذلك نتيجة ارتفاع تكاليف إنتاج المواد المصدرة، وقد يكون الارتفاع المحقق مجرد زيادة ناتجة عن ارتفاع أسعار الصرف الاسمية فقط. ولسعر الصرف الحقيقي عدة ميزات اقتصادية واجتماعية، ومن أهمها:

1. قياس القوة الشرائية: يعرض هذا السعر مقدار السلع والخدمات التي يمكن شراؤها بوحدة واحدة من العملة مع مرور الوقت بالتالي قياس تأثير التضخم على القوة الشرائية للعملة الوطنية؛
2. تقييم التنافسية الدولية: إذا انخفض سعر الصرف الحقيقي، تزيد جاذبية المنتجات المحلية بالنسبة للمستوردين الأجانب مما قد يزيد من تصدير السلع والخدمات الوطنية، الأمر الذي يحفز الاقتصاد؛

3. ضبط السياسات النقدية والمالية وتقييم صحة الاقتصاد: يساعد حساب سعر الصرف الحقيقي صانعي السياسات الاقتصادية في البلد على تحديد ما إذا كانت العملة الوطنية مبالغ فيها ما يعني أن السلع والخدمات المحلية باهظة الثمن بالنسبة للمستهلكين الأجانب، أو أن العملة الوطنية مفرطة الانخفاض ما يعني أن السلع والخدمات المحلية رخيصة بالنسبة للمستهلكين المحليين، الأمر الذي قد يخلق التضخم، بالتالي فسعر الصرف الحقيقي هو أداة تساعد على ضبط السياسات النقدية والمالية، وتحديد ما إذا كانت العملة الوطنية بحاجة إلى دعم أو تخفيض (سياسة سعر الصرف)؛

4. جذب الاستثمارات الأجنبية: تعد قوة العملة والاستقرار النقدي عوامل مهمة في جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة للبلاد. بالتالي فسعر الصرف الحقيقي يمكن أن يؤثر على قرارات المستثمرين الأجانب.

كما يحدد سعر الصرف الحقيقي فرص التداول فإذا كان سعر الصرف الحقيقي مرتفعاً، فالعملة الوطنية قوية، مما يساعد على الاستثمار في الخارج. أما إذا كان سعر الصرف الحقيقي منخفضاً، فالعملة الوطنية ضعيفة، أي أن الاستثمار في الداخل أفضل.

5. تخطيط الاستهلاك والاستثمار: يساعد حساب السعر الصرف الحقيقي الأفراد والشركات على تخطيط استهلاكهم واستثماراتهم بشكل أفضل، حيث يمكنهم تقدير كيفية تأثير تكاليف السلع والخدمات المستوردة بتغير سعر الصرف.

ثانياً: السلع الغير قابلة للتجارة ونظرية تعادل القوة الشرائية

1. أصل نظرية تعادل القوة الشرائية (PPA):

يعود أصل النظرية إلى الاقتصادي السويدي غوستاف كاسل GUSTAV CASSEL، الذي قام بصياغتها سنة 1922 في كتابه النقود وأسعار الصرف الأجنبي بعد عام 1914، عندما أثير التساؤل عن كيفية تحديد أسعار التعادل بين الدول التي تخلت عن قاعدة الذهب خلال الحرب العالمية الأولى والفترة التي تليها ما أدى إلى حدوث اضطرابات شديدة في أسعار الصرف، وتمثل الفكرة لهذه النظرية في أن القوة الشرائية للعملة داخل الدولة هي التي تحدد قوتها الشرائية في الخارج، أي أن الأسعار الداخلية هي التي تحدد سعر الصرف الخارجي.

حيث يرى غوستاف كاسل أن سعر صرف أي عملة يتحدد وفق قوتها الشرائية في السوق المحلية مقارنة بقدرتها في الأسواق الخارجية، الأمر الذي يتحدد وفقاً للتغيرات في المستوى العام للأسعار في كل من الدولتين على اعتبار أن قيمة السلع المتماثلة في أي بلدين يجب أن تكون متساوية بالتالي فسعرهما متساويين رغم اختلاف العملة وعليه فالكمية المدفوعة للحصول على السلعة في الدولة الأولى مساوية حسب سعر الصرف للكمية المدفوعة للحصول على نفس السلعة في البلد الثاني، ومن هنا يتحدد سعر الصرف.

ومنه فإن التغيرات التي تحدث على مستوى أسعار الصرف تعكس التباين في الأسعار النسبية لكلا الدولتين، أما سعر التوازن الذي يستقر عنده سعر الصرف في زمن معين يعني تساوي القوة الشرائية للعملتين. وفي حال تباين المستوى العام لأسعار يتم تحقيق قيمة تعادل جديدة تدريجياً ما يعني أن اختلاف الأسعار يعد وضعاً مؤقتاً لحين زوال اختلافات الأسعار.

فإذا كانت السلعة A في أمريكا تشتري بمبلغ دولار واحد ونفس السلعة بنفس المواصفات وتحقق نفس الاشباع للمستهلك في أوروبا تشتري بمبلغ 2 يورو فإن سعر الصرف بين الدولار واليورو هو 2 يورو مقابل 1 دولار.

وإذا حدث ارتفاع في المستوى العام للأسعار بفعل التضخم مقداره 25% مثلاً في أوروبا فإن السلعة تبعاً لذلك قد ارتفع سعرها إلى 2.50 يورو وبذلك يصبح بإمكان أي مستثمر أن يستغل اختلاف السعر بين الدولتين ليقوم بشراء كميات كبيرة من السلعة في السوق الأرخص وبيعها في نفس الوقت في السوق الأعلى وفي نفس الوقت تقل صادرات الدولة ذات المنتج الأعلى وهو ما يؤدي لظهور عجز تجاري يعالج بتخفيض عملتها مقارنة بعملة الدولة الثانية يؤدي في النهاية لإزالة الاختلافات في أسعار الصرف.

ولقد تم اختيار هذه النظرية فتيين أنها ذات دلالة في المدى الطويل أكثر منها في المدى القصير كما أن العملات القليلة الأهمية في حركة رؤوس الأموال الدولية أقل استجابة لنظرية تعادل القدرة الشرائية.

كما أن السلع الغير قابلة للتجارة (الغير متبادل بها دولياً)، تمنع نظرية تعادل القوة الشرائية من أن تنطبق بشكل كامل. لأن هذه السلع لا تخضع لقوى العرض والطلب العالمية، مما يعني أن أسعارها قد تختلف بشكل كبير بين البلدان.

والسلع الغير قابلة للتجارة هي السلع التي لا يمكن تداولها أو نقلها عبر الحدود بين الدول. وتشمل هذه السلع، مثلاً: الخدمات العامة مثل التعليم والرعاية الصحية، والسلع غير الملموسة مثل الملكية الفكرية، والسلعة النادرة مثل الهواء النقي، كما قد تتعلق بسلع تتميز بخصائص خاصة بنوع المستهلكين، وبطبيعة السلع في حد ذاتها، مثل السكنات، تكاليف النقل.....

ولهذه النظرية ثلاث صيغ مطلقة، نسبية ونقدية ندرجها على النحو التالي:

أ- الصورة المطلقة للنظرية

تعتبر هذه الصيغة امتداداً لقانون السعر الوحيد*، والتي تفترض أن السوق تامة، وغياب الحواجز الجمركية أمام حركات السلع، إضافة إلى أن المعلومات تامة الانتقال، وتوافر سوق دولية في ظل المنافسة، فضلاً عن تجانس السلع في كل البلدان.

* يستلزم أن وحدة نقدية، بعد تحويلها يمكنها شراء نفس سلة السلع المشتريات في الدولة المحلية من الدولة الأجنبية.

تشير النظرية في صورتها المطلقة ان سعر صرف اي عملة مقوم بوحدات من عملة اخرى يتوقف على القوة الشرائية للعملة كل في بلدها، ويتحدد سعر الصرف بحساب النسبة بين مؤشرات الاسعار في كل بلد ويكون سعر الصرف اي عملتين يساوي النسبة بين مؤشري الاسعار في بلدي العملتين.

ويكون التعبير عن الصورة المطلقة للنظرية بالمعادلة التالية

$$e_t = \frac{P_t}{P_t^*}$$

حيث أن:

e_t : سعر صرف عملة أجنبية بالنسبة للعملة المحلية.

P_t : مستوى الأسعار المحلية.

P_t^* : مستوى الأسعار الأجنبية.

وهذه المعادلة تعتبر أن وجود تكاليف النقل، والقيود المتعلقة بالتجارة الخارجية مثل التعريفات الجمركية... عوامل ثابتة عبر الزمن كما تشير الى ان مستوى السعر المحلي يساوي ناتج سعر العملة الاجنبية مقوما بالعملة المحلية ومستوى السعر الأجنبي.

ب- الصورة النسبية للنظرية

تبني هذه الصورة على أساس الفرضيات التالية:

- الأخذ بعين الاعتبار تكاليف النقل؛
- حرية انتقال المعلومات؛
- إزالة الحواجز التجارية التي تحد من تكافؤ الأسعار معاً عنها بالعملتين.

وتشير هذه النظرية الى ان سعر التوازن في سعر صرف يحدث عندما يتساوى معدل التغير في سعر الصرف مع معدل التغير في النسبة بين الاسعار، وفي حالة اختلاف معدلات التضخم بين المحلي والأجنبي فان الاختلاف في سعر الصرف يساوي الفرق في نسب التضخم بين الدولة الأجنبية والتضخم في الداخل، فعلى سبيل المثال إذا كانت نسبة التضخم في منطقة اليورو 3% وكان التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة 5% فإن الدولار الأمريكي سينخفض مقابل اليورو بنسبة 2% في السنة.

ونستخلص من هذه النظرية في صورتها النسبية ان اي ارتفاع في مستوى الاسعار الداخلية دون ان يصاحبه ارتفاع في مستوى الاسعار العالمي سيؤدي بالضرورة الى تدهور سعر الصرف، وبالتالي تدهور القيمة الخرجية للعملة بنفس نسبة ارتفاع الاسعار.

ج- الصيغة النقدية

إن نظرية تعادل القوة الشرائية قد ظهرت عند النقديين في قالب آخر، إلا أن مبدأ قانون السعر الوحيد بقي على حاله، والاختلاف الذي تميز به النقديين هو وجوب التفرقة بين نوعين في السلع هما: سلع متاجر بها دوليا، وسلع غير متاجر بها دوليا، حيث أن لكل بلد سلع منتجة ومستهلكة قابلة للتبادل، وسلع غير قابلة للتبادل دوليا، وكل نوع من السلع تأخذ لتكون مكونا للأسعار النسبية للسلع. ويقتصر النقديون قانون السعر الوحيد على السلع المتاجر بها دوليا فقط، وفي هذا الصدد يتحدد سعر الصرف من خلال أسعار السلع المحلية (P_t) وأسعار السلع الأجنبية (P_t^*) المتاجر بها دوليا، بافتراض كمال تكاليف النقل للرسوم الجمركية يتحدد سعر الصرف بالصيغة الرياضية كما يلي:

$$e = \frac{PT}{P^*T^*} \dots\dots\dots 1$$

ونقوم بتحديد الأسعار المحلية (P) التي تتضمن السلع المتاجر بها دوليا، وتحديد الأسعار الأجنبية المتعلقة بالسلع المتاجر بها دوليا (P^*T)، للتعبير عن الأسعار المحلية. بالمعادلات الرياضية التالية:

$$P = \alpha PT + (1 - \alpha)PN$$

α : حصة السلع المتاجر بها دوليا، من مجموع السلع المنتجة محليا.

الأسعار الأجنبية يعبر عنها كالتالي:

$$P^* = \alpha^* P^*.T + (1 - \alpha^*)PN^*$$

α^* : حصة السلع المتاجر بها دوليا، في مجموع السلع المنتجة في البلد الأجنبي.

نفترض أن (β) هو السعر النسبي التوازني بين السلع المحلية غير المتاجر بها دوليا والسلع المحلية المتاجر بها دوليا أي أن:

$$\beta = PN/P.T$$

والسلع المحلية الغير متاجر بها دوليا يمكن التعبير عنها كالآتي:

$$PN = \beta . PT$$

والافتراض أن (β^*) هو السعر النسبي التوازني بين السلع الأجنبية غير المتاجر بها دوليا.

والسلع الأجنبية المتاجر بها دوليا أي أن:

$$\beta^* = P^* N = P^* . T$$

والسلع الأجنبية غير متاجر بها دوليا يمكن التعبير عنها كالآتي:

$$P^* N = \beta^* . P^* . T$$

ويكون كالآتي في مستوى الأسعار الذي يمكن تعريفه من خلال الأسعار المتاجر بها دوليا للسلع المحلية فقط كالآتي:

$$P = \alpha PT + (1 - \alpha) \beta . PT$$

$$P = [\alpha + (1 - \alpha) \beta] . PT$$

والأسعار الأجنبية للسلع المتاجر بها دوليا هي كالآتي:

$$P^* = \alpha^* . P^* . T + (1 - \alpha^*) \beta^* . P^* . T$$

$$P^* = [\alpha^* + (1 - \alpha^*) \beta^*] . P^* . T$$

بالتعويض:

$$\text{نجد:} \begin{cases} \gamma : [\alpha + (1 - \alpha) \beta] \\ \gamma^* : [\alpha^* + (1 - \alpha^*) \beta^*] \end{cases}$$

مستوى

- مستوى الأسعار المحلية: $P = \gamma . P . T$

الأسعار الأجنبية: $P^* = \gamma^* . P^* . T$

وبتعويض قيمة T المستخرجة من معادلة مستوى الأسعار المحلية والأجنبية السابقة في المعادلة 1

يصبح سعر الصرف كما يلي:

$$e = \frac{P}{P^*} . \frac{\gamma^*}{\gamma}$$

وتوضع المعادلة الأخيرة، أن سعر الصرف الأجنبي يتحدد من خلال نسبة مستوى الأسعار المحلية إلى مستوى الأسعار الأجنبية، من خلال الأهمية النسبية للسلع غير متاجر بها دولياً α^* و β^* و β .

رغم أن الصيغة النقدية، كانت أكثر الصيغ النظرية التي أعطت تفسيراً مقنعاً بشأن تحديد سعر الصرف التوازني من خلال مستويات الأسعار، إلا أن الواقع المحلي يثبت عدم صحتها المطلقة.

2. الانتقادات الموجهة لنظرية تعادل القوة الشرائية (PPA):

تعرضت هذه النظرية أكثر من غيرها من النظريات المتعلقة بسعر الصرف للعديد من أوجه النقد والتحليل والمناقشة، باعتبارها أول نظرية تضع الاقتصاديين بعد كاسل على طريق تحليل العوامل المؤثرة في تحديد سعر الصرف، وعليه فإن هذه النظرية تطرح بعض الحدود الموضوعية لهذه النظرية:

- ضعف الفرضيات المطروحة على المستوى التجريبي، حيث لم يتم التحقق من قانون السعر الوحيد، إلا على مستوى بعض المنتجات الخاصة، والتي يتم تحديدها عالمياً كالذهب، البترول، المعادن، بعض المنتجات الزراعية....

- أثبتت الدراسات القياسية التجريبية، أن هذه النظرية لن تتحقق إلا في المدى الطويل؛
- استبعاد النظرية لوجود المنتجات المتبادلة وغير المتبادلة في سلة السلع، وظهور ما يعرف بأثر BALASSA الذي أوضح أن سعر الصرف الحقيقي هو السعر المتعلق بالمنتجات الاقتصادية المتبادلة مقارنة بالمنتجات غير المتبادلة؛

- تلغي هذه النظرية اختلافات أساليب قياس التضخم حسب نوع الأسعار المعتبرة، أسعار الاستهلاك، أسعار الإنتاج، أسعار الصادرات والواردات ...

- تعتمد هذه النظرية على تعادل قوتي الشراء للعملة الداخلية، الخارجية، اللتان من المنطقي تفاوتهما بسبب تكاليف النقل، تكاليف التأمين، القيود الجمركية....

- لا تهتم النظرية بتأثير تغيرات أذواق المستهلكين وظهور السلع البديلة وتغيرات الانتاجية على مستويات الأسعار المحلية أو على طلب السلع المستوردة ومن ثم تأثيرها على حساب سعر الصرف؛

- نظرية تعادل القوة الشرائية تفترض أن سعر الصرف يتغير بتغير مستوى الأسعار إلا أن التجربة العملية أثبتت أن التغيرات في أسعار الصرف يمكنها أن تؤدي إلى إحداث تغيرات في مستوى الأسعار؛

- تفترض النظرية ثبات الاسعار وثبات مستويات التبادل التجاري الخارجي كما تفرض حرية التبادل من القيود الجمركية ونظام الحصص والرقابة على الصرف، كما تلغي أثر المديونية الخارجية، وتحويل

رؤوس الاموال خاصة لغرض المضاربة؛

- تعلق نظرية تعادل القوة الشرائية بميزان العمليات الجارية فقط ضمن ميزان المدفوعات، في حين هناك عناصر أخرى من غير الأسعار تؤثر على الميزان التجاري، وميزان المدفوعات خاصة مرونة الطلب ومرونة الصادرات والواردات بالنسبة للدخل، والأسعار النسبية، كما يمكن للسلطات الاقتصادية التأثير على عجز ميزان المدفوعات بعدة وسائل أخرى؛
- إهمال النظرية لعوامل أخرى تؤثر في تحديد أسعار الصرف كأسعار الفائدة المطبقة في مختلف الدول والتي تؤثر على حركة رؤوس الأموال، ومستويات الدخل التي تؤثر على الطلب على العملات الأجنبية. ورغم كل الانتقادات السابقة فإن هذه النظرية، لا تزال مرجع الكثير من الاقتصاديين الذين يتناولون سعر الصرف بالدراسة والتحليل سواء بالأسلوب التحليلي أو القياسي، ومن ثم يمكن الاعتماد عليها لمعرفة تقدير تقريبي لسعر الصرف، يستند على تفاوت القوة الشرائية من دولة إلى أخرى.

ثالثاً: اللاتأكد في الأسواق المالية الدولية

لو أن متخذ القرار الاستثماري يعمل في ظل التأكد التام لكان من الممكن له أن يحدد بدقة متناهية العائد المتوقع الحصول عليه، وبالتالي يسهل عليه اتخاذ القرار الاستثماري. غير أن الواقع يؤكد أننا نعمل في عالم يتسم بقدر من عدم التأكد، ومن ثم يصبح من المستحيل على المستثمر أن يحدد بدقة حجم العائد الذي يتوقع تحقيقه، غير أنه يستطيع تقدير عدد الاحتمالات الممكنة، ووزن كل احتمال، وقيمة العائد المتوقع في ظلّه. كما يعد أيضاً السبيل لتقدير المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد حتى تتم التغطية المناسبة للعائد والمخاطر اللذين هما المحددين الأساسيين للقرار الاستثماري، سوف نبدأ بالحديث عن مفاهيم العائد والمخاطرة وعدم التأكد. يأتي بعد ذلك تناول أنواع المخاطر.

1. مفهوم عدم التأكد ومفهوم الخطر:

أ. مفهوم عدم التأكد:

عدم التأكد يقصد به مواقف لا تتوفر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية للاعتماد عليها في وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية ويتم فيه الاعتماد على الخبرات الشخصية لمتخذي القرار لذلك يطلق عليه التوزيع الاحتمالي الشخصي (التوزيع الاحتمالي التقديري). وإذا كان القرار الاستثماري جديد من نوعه، أو أن المنشآت المنافسة ترفض تزويد متخذ القرار بمعلومات تاريخية مفيدة، فلا سبيل لوضع توزيع احتمالي للتدفق النقدي إلا بالبحث والاستشارة مع من لهم دراية بهذا النشاط، وذلك من أجل وضع تصور لهذا التوزيع.

ب. مفهوم المخاطر المالية:

هي مقياس نسبي لمدى تقلب العائد أو التدفقات النقدية التي سيتم الحصول عليها مستقبلاً. وانحراف الأرقام المعلنة عن الأرقام المتوقعة أو المتنبئ بها بشكل سلبي بالتالي تهدد إنجاز الخطة الاستراتيجية للمؤسسة وأهدافها.

كما تعرف المخاطرة بأنها: عدم انتظام العوائد، فتذبذبها في قيمتها أو في نسبتها إلى رأس المال المستثمر هو الذي يشكل عنصر المخاطرة، وترجع عملية عدم انتظام العوائد أساساً إلى حالة عدم اليقين المتعلقة بالتنبؤات المستقبلية، كما أن لكل استثمار درجة معينة من المخاطر، وأن ما يسعى إليه المستثمر العادي هو تحقيق أعلى عائد ممكن عند مستوى مقبول لديه من المخاطر يتحدد وفق طبيعة المستثمر وعمره.

أن التغير في مستوى المخاطرة التي تنطوي عليها استثمارات قائمة أو جديدة يؤدي إلى رفض المستثمرين قبول هذه المخاطرة ما لم يترتب على ذلك زيادة ملائمة في معدل العائد المتوقع.

وتعرف المخاطر في العرف المالي تبعاً لما تضاف إليه، فإذا قيل المخاطر المالية؛ فالمراد بها المخاطر المصاحبة لاستخدام الأموال في المشروع، وإذا خصصنا مخاطر الائتمان، فالمراد بها المخاطر التي يمكن التعرض لها عند عدم سداد الائتمان، والتي تكون موضع دراسة بالنسبة لطلب الحصول على قرض أو تحديد ائتمان من المصرف....

وعليه الفرق الجوهرى بين المخاطرة وعدم التأكد يكمن في الطريقة التي يتم بمقتضاها تقدير التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية، إما على أساس بيانات تاريخية وإما على أساس الحكم الشخصي لمتخذ القرار.

2. أنواع المخاطر:

أ. من حيث مصدر النشؤ:

❖ مخاطر البيئة الخارجية: هي المخاطر والتهديدات عن عوامل خارجية وتتمثل في مختلف التحولات والانجازات التي يشهدها الاقتصاد العالمي.

❖ مخاطر العمليات: هي المخاطر التي تنشأ من عدم فعالية وكفاءة العمليات اليومية للمؤسسة وتنقسم إلى:

- مخاطر مالية: تتضمن جميع المخاطر ذات العلاقة بإدارة الموجودات والمطالب المتعلقة بالمؤسسة التي قد تنشأ من عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية تجاه الغير أو حدوث خلل في هيكلها التمويلي.

- مخاطر غير مالية: تتعلق بعمليات التشغيل غير المالية بالأساس ولكن قد يظهر لها تأثيرات مالية كخسارة في الأصول المادية.

- مخاطر المعلومات: هي مخاطر مترتبة عن استخدام نظم المعلومات نتيجة عدم توافر معلومات دقيقة وصحيحة تساعد على اتخاذ القرارات الصحيحة تتعلق بالنشاط أو العمل.

ب. من حيث النوع:

- ❖ مخاطر الائتمان (التأخر في التسديد): وتتعلق بإمكانية فشل العميل أو عدم قدرته على السداد في الوقت.
- ❖ مخاطر السيولة: هي عدم القدرة على مواجهة الالتزامات الخاصة بمعاملات المؤسسة.
- ❖ مخاطر الأعمال: تتمثل في المخاطر التي تواجه المؤسسة من نقاد.
- وتشير مخاطر الأعمال إلى درجة التقلب أو التذبذب في عائد العمليات التشغيلية للمنشأة المستثمر في أسهمها، والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الاستثمار الذي ينتظره المستثمر.
- ❖ مخاطر الإذعان: وتتمثل في مخاطر عدم الامثال للقواعد والقوانين التي تنظم عمليات التشغيل؛
- ❖ المخاطر السلعية: هي المخاطر الناجمة عن تذبذب أسعار السلع والتي تؤثر على التدفقات النقدية للمؤسسة.
- ❖ مخاطر سعر الفائدة (interest rate risk) نوع من المخاطر التي تواجه المؤسسات عندما يوجد عدم التوافق في تواريخ الاستحقاق بين الأصول والخصوم، وعندما يحدث تقلب في معدل الفائدة.
- ❖ مخاطر السوق (Market Risk) تنشأ مخاطر السوق عندما تقوم المؤسسات المالية بمبادلة الأصول والخصوم والمشتقات أكثر من احتفاظها بهم لفترات طويلة لأغراض الاستثمار والتمويل أو التحوط، وترتبط بخطر معدل الفائدة وخطر المبادلات الأجنبية.
- ❖ المخاطر خارج الميزانية (Off-Balance-Sheet Risk) إن أحد الاتجاهات اللافتة في المؤسسات المالية الحديثة هو نمو الفعاليات خارج الميزانية، وإن أكثر المخاطر خارج الميزانية ترتبط بخطر معدل الفائدة، خطر الائتمان، وخطر سعر الصرف فيمكن أن تُستخدم للتحوط أو تقليل تلك المخاطر. وإصدار خطاب الاعتماد مثال جيد على الفعاليات خارج الميزانية
- ❖ مخاطر سعر الصرف (Foreign Exchange Risk) استثمارات المؤسسة الأجنبية تُعرض المؤسسة المالية لمخاطر المبادلات الأجنبية حيث إن التغير في سعر الصرف (exchange rate) يمكن أن يؤثر عكسياً على قيمة أصول وخصوم المؤسسة المالية المقيمة بالعملة الأجنبية.
- ❖ مخاطر السيادة (Country or Sovereign Risk) إن المؤسسة المالية التي لا تقوم بإيجاد توافق بين حجم وتواريخ استحقاق أصولها وخصومها الأجنبية تعتبر معرضة لخطر العملة الأجنبية، وأيضاً نجد أن احتفاظها بأصول في بلد أجنبي يعرضها لنوع آخر من مخاطر الاستثمار الأجنبي يدعى بالمخاطر السيادية وهو مختلف عن خطر الائتمان الذي تواجهه المؤسسة المالية التي تشتري أصول محلية، فقد تتعرض لعدم قدرتها على سداد المبلغ الأصلي وفوائد القرض حتى ولو كانت تريد ذلك، بسبب قوانين وسياسية البلد.

لـ مخاطر التكنولوجيا، ومخاطر التشغيل خطر التشغيل (بما فيه خطر التكنولوجيا) هو خطر الخسارة الناجمة عن الأفراد والعمليات الداخلية غير الملائمة أو المخففة، مقارنة بالنظام أو الأحداث الخارجية، وتحدث مخاطر التكنولوجيا عندما لا تؤدي الاستثمارات في التكنولوجيا إلى التخفيض المتوقع في التكاليف إن خطر التشغيل يرتبط جزئياً بخطر التكنولوجيا ويمكن أن يزداد عندما يتواجد سوء استخدام للتكنولوجيا، أو سحبات العملاء، التكاليف القانونية، وتكاليف الفرصة البديلة (فرص الأعمال الضائعة)....

لـ مخاطر عدم القدرة على الوفاء بالديون (Insolvency Risk): إن خطر عدم القدرة على الوفاء بالديون يعتبر نتيجة لواحد أو أكثر من المخاطر التي تم ذكرها سابقاً (معدل الفائدة، السوق، الائتمان، خارج الميزانية، التكنولوجيا، سعر الصرف، السيادة، السيولة....)

ج. من حيث الانتظام

لـ مخاطر نظامية: وهي لا ترتبط بنوع معين من الاستثمارات بل تصيب جميع مجالات الاستثمار "مخاطر متعلقة بالأسواق، عوامل سياسية".

لـ وهي مخاطر لا يمكن التخلص منها بتنوع مكونات المحفظة، لأن عوائد كافة الأوراق المالية تتأثر بها بصرف النظر عن المنشآت المصدرة لتلك الأوراق.

لـ مخاطر غير نظامية: وهي مخاطر يمكن تجنبها بالتنوع وتعزى إلى ظروف المنشأة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، وحيث أن التغيرات في عائد سهم منشأة في هذه الحالة، لا يوجد ارتباط بينها وبين التغيرات التي تحدثها المخاطر غير المنتظمة لعائد سهم منشأة أخرى لاختلاف ظروف المنشأتين وعليه يمكن للمستثمر تخفيض تلك المخاطر بتنوع مكونات محفظة أوراقه المالية أي عدم تركيزها في أوراق مالية تصدرها منشأة معينة.

3. اختيار الاستثمارات في حالة عدم التأكد:

الخطر هو مقياس نسبي لمدى تقلب العائد أو التدفقات النقدية التي سيتم الحصول عليها مستقبلاً وهو مؤشر لدرجة الاختلاف في التدفق النقدي، عن التدفق النقدي المتوقع أو المقدم وكلما زادت هذه الاختلافات زاد الخطر والخطر مرتبط بتلك المواقف التي يمكن فيها القيام بتقدير التوزيع الاحتمالي لمشروع معين أما عدم التأكد فيقصد به مواقف لا تتوفر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية للاعتماد عليها في وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية ويتم فيه الاعتماد على الخبرات الشخصية لمتخذي القرار لذلك يطلق عليه التوزيع الاحتمالي الشخصي ويكمن الفرق الجوهرى بين المخاطر وعدم التأكد في الطريقة التي يتم بمقتضاها تقدير التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية فإما على أساس بيانات تاريخية أو على أساس الحكم الشخصي لمتخذ القرار.

أ. أصول الخطر في قرار الاستثمار:

- الربحية: يعد الربح من أهم أهداف أي مشروع اقتصادي انخفاض معدل الربحية دليل على وجود خطر يواجه الاستثمار.
 - التضخم: يعد من أهم المشاكل التي تواجه أي استثمار فانخفاض قيمة العملة نتيجة التضخم يجعل قيمة الاستثمار المستقبلية أقل من القيمة الحالية التي تم الاستثمار بها.
 - السوق: تتمثل قوى العرض والطلب وتقلباتها إذ قد تشكل أحيانا أصول للخطر في الاستثمار فانخفاض الطلب نتيجة لتغيرات ثقافة المستهلكين يعتبر حظر لنشاط المؤسسة كما أن دخول المنافسين وبدائل المنتج الخاص بالمؤسسة سيؤثر على استمرارية الإنتاج وحجم العرض.
 - هذا المؤشر ينحصر في كيفية وتكلفة الحصول على الأموال اللازمة لتمويل الاستثمار وحجم هذه الأموال ومصادرها في الوقت الحالي مقارنة بما كان عليه سابقاً يعتبر خطر بالنسبة للمؤسسة.
 - الوقت: يعتبر من العوامل المهمة في الاستثمار وتقييم بدائله، حيث أن الاستثمار طويل الأجل أكثر خطورة من الاستثمار قصير الأجل وذلك نظراً لأن طول المدة تشمل على عدة احتمالات لوقوع الخطر عكس المدة القصيرة والتي تكون قليلة المخاطر أو منعدمة.
 - التكاليف: تعتبر مؤشر من مؤشرات الخطر في حالة زيادة التكاليف المتغيرة (المباشرة/ غير المباشرة).
 - أخرى: هناك عناصر أخرى للمخاطر تؤثر على اتخاذ قرار الاستثمار تتمثل في الظروف الاقتصادية والسياسية وتقلباتها في بلد ما.
 - الأزمات الاقتصادية والكوارث الطبيعية.
- ب. معايير القرار في حالة عدم التأكد والخطر
- باستخدام درجة الحساسية: كلما ارتفع دليل الحساسية كلما ارتفعت درجة حساسية معدل العائد للتغيرات التي تحصل في قيمة العناصر محل التحليل وبالتالي نقول بأن احتمالية حدوث الخطر مرتفعة.
 - يمكن القول أن أسلوب تحليل الحساسية يوضح امكانية تأثير النتائج في المعايير المستخدمة في تقييم المشاريع كصافي القيمة الحالية أو العائد بأي تغير في قيمة أحد المتغيرات المستخدمة في القياس لمختلف التدفقات النقدية المتعلقة بالمشروع الاستثماري ويمكن الاستفادة من أسلوب تحليل الحساسية عند صعوبة وضع توزيعات احتمالية لعنصر أو أكثر من عناصر التدفقات النقدية للمشاريع محل التقييم

• باستخدام الانحراف المعياري:

— إذا كانت المشاريع مستقلة: في هذه الحالة إذا كانت المشاريع متساوية القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية فيتم ترتيبها بحيث تعطي الأفضلية للمشروع الأقل انحراف معياري، أما إذا كانت المشاريع متساوية الانحراف المعياري فتعطي الأفضلية للمشروع الذي له أكبر قيمة متوقعة $E(x)$.

— إذا كانت المشاريع غير مستقلة: إذا كانت هذه المشاريع مختلفة من حيث القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية أو من حيث الانحراف المعياري فيتم المفاضلة بينها باستخدام معدل الاختلاف فإذا كانت تلك المشاريع متنافية فسيتم اختيار المشروع الأقل اختلاف ونرفض المشاريع الأخرى.

• باستخدام معامل الاختلاف:

تستند عملية المفاضلة بين البديلين إذا كنا نريد بديل استثماري واحد إلى نتائج معامل الاختلاف الذي يسمح بمعرفة درجة المخاطرة بالنسبة للعائد المحقق بالتالي وفقاً للنتائج يتم اختيار البديل ذو معامل الاختلاف الأقل باستخدام نموذج تسعير الأصل المالي، يتم قبول المشروعات التي تتعادل أو تزيد معدلات عائدها عن عائد التوازن السوقي والذي يتكون من المعدل الخالي من الخطر إضافة إلى معدل خطر السوق كما أنه يبين البدائل الاستثمارية المرفوضة التي تنخفض معدل عائدها عن معدل التوازن السوقي.

4. الاستثمار في الأوراق المالية:

الاستثمار في الأصول المالية هو عبارة عن تضحية بمبالغ مؤكدة بغية الحصول على مبالغ مالية مستقبلاً (مبالغ غير مؤكدة).

الاستثمار في الأصول المالية يتم اتخاذه بناء على العائد والمخاطرة، فالعائد في العملية الاستثمارية وجهان لعملة واحدة فكلما زادت المخاطر زادت العوائد، وكلما قلت المخاطر قلت العوائد.

وتتمثل أهمية الاستثمار في الأوراق المالية في كونها تعمل على تعبئة الادخارات وتمويل الاستثمارات وتحقق عائد للمستثمرين فيها من خلال ما يلي:

— كونها آلية لتمويل الاقتصاد وذلك من خلال تحويل جزء من الادخار وتوجيهه نحو الاستثمار عن طريق جمع رؤوس الأموال من الأعوان الاقتصاديين بين ذوي الفوائض المالية وتقديمها في شكل موارد مالية طويلة الأجل، تغطي العجز المالي للمؤسسات واليرادات والشركات وتسد حاجتهم.

— تنظيم السيولة المدخرة واستثمارها لأجل طويل مع إمكانية بيعها وتداولها إذ أن الحائز لورقة مالية يستطيع من تلقاء نفسه ودون قيود بيعها إلى مستثمر آخر.

— أداة لتقويم الشركات والمشروعات، يساهم الاستثمار في الأوراق المالية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركة أو المشروع ومن ثم التحكم فيها بالنجاح أو الفشل، فانخفاض أسعار

- الأسهم بالنسبة لشركة ما دليل قاطع على عدم نجاحها أو ضعف مركزها المالي أو مواجهتها لخطر مالي ما قد يؤدي إلى اجراء بعض التعديلات فيها أملا في تحسين وضعها؛
 - يعمل الاستثمار في الأوراق المالية على تحديد أسعارها بصورة واقعية على أساس معرفة كافية ودرجة عالية من العدالة من خلال المزاد العلني في البورصة مما يعكس رأي المتعاملين في الورقة المالية وظروف مؤسساتها وهو ما يحول دون خلق سعر غير واقعي للورقة المالية.
 - تداول الأخطار إن الابتكار الحاصل في الأوراق المالية خاصة ما يسمى بالمشترقات المالية جعل منها آلية لتسيير وتحويل الأخطار التي يتحملها الأعوان الاقتصاديين كما يعمل التنوع في المحفظة على تقليل الأخطار التي يتحملها المستثمر؛
 - الحكم على كفاءة السياسة المالية والنقدية في الدولة مما يمهد للسلطات الحكومية الطريق أمام الهدف المراد تحقيقه وتحسين أوضاع الاقتصاد في الدولة.
5. مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية:

- مخاطر الاسترداد Call Risk (استدعاء السند): تصدر بعض الشركات سندات مقرونة بشرط الاستدعاء، مما يعطيها الحق في إعادة شراء تلك السندات من حملتها، بعد تاريخ معين محدد في نشرة الاكتتاب، فإذا قام مصدر الورقة باستدعاء حاملها أو إعادة شرائها منه عند وقت يقل عن الوقت المحدد في الورقة مما قد يعرض العوائد لهذه الورقة للتقلب أو الانخفاض.
- مخاطر التحويل: إذا تم تحويل سندات أو أسهم ممتازة إلى عدد محدود من الأسهم العادية في الشركة المصدرة فمعدل العائد قد تغير بالزيادة أو النقصان للأسهم العادية والورقة المالية القابلة للتحويل سواء كان سند أو سهم ممتاز فإن معدل كوبونها أو ربحها عادة ما يكون منخفض.
- مخاطر سعر الفائدة: تتغير أسعار الفائدة في السوق وفقا لتأثير قوى العرض والطلب على الأصول المالية المختلفة، وأيضا وفقا لمعدلات التضخم السائدة، وتبرز المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات بسبب العلاقة المتعكسة بين أسعار السندات في السوق وأسعار الفائدة السوقية، فارتفاع أسعار الفائدة السوقية على الأسعار الأخرى يشجع المستثمرين في السندات على بيع ما لديهم من سندات في السوق، مما يؤدي إلى زيادة العرض لهذه الأصول، ومع محدودية الطلب عليها في السوق فإن أسعارها تهبط بشكل حاد .
- مخاطر الإدارة: يقصد بها أكثر الأخطاء التي يرتكبها المديرون أو سوء الإدارة في الشركة، حيث تؤثر الأخطاء الفادحة للإدارة على مسار الشركة ومستقبلها.

ففي بعض الأحيان تؤدي الممارسات الخاطئة وغير المشروعة لإدارة شركة ما إلى منع تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية، وفي أحيان أخرى تؤدي الأخطاء غير المتعمدة التي تقوم بها الإدارة في تسيير أعمال الشركة إلى الاقتراب من حالة إشهار الإفلاس

- **مخاطر السوق:** وتنشأ من اختلاف العوائد الاستثمارية الناتجة عن بيع أصل مالي ويتمثل في الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع واختلافهما عبر الزمن إضافة إلى تكاليف عمليات البيع. وتشير المخاطر السوقية إلى التحرك العام في أسعار الورقة المالية، حيث تتحرك هذه الأسعار مع استجابة لأحداث خارجية (هذه الأحداث غير مرتبطة بصفة أساسية بالشركات المعنية)، فعندما يحدث التحرك في السوق الخاص بالسهم صعوداً أو هبوطاً لأن معظم الأسهم تتجه أسعار السهم في نفس اتجاه السوق.
- **المخاطر السياسية:** الاستقرار السياسي والأمني ووجود الديمقراطية وتبادل السلطة الأمن والسليم واحترام حقوق الإنسان والقوانين يزيد من الثقة في التعاملات المالية لأن اختلاف التشريعات وتغير القرارات الضريبية والسياسات المالية والنقدية تؤثر تأثيراً مباشراً على عوائد الأوراق المالية في السوق.
- **مخاطر القوة الشرائية للنقود:** وتتمثل في هبوط القوة الشرائية للدخل الناتج من الاستثمار نتيجة ارتفاع مستوى الأسعار في الاقتصاد ككل مما يؤثر على العائد من الاستثمار الذي قد يختلف عن العائد الحقيقي له.
- **المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة:** ويقصد بالمخاطر المنتظمة ذلك التغير الذي يحدث في عوائد الورقة نتيجة للارتفاع العام أو الهبوط العام في السوق المالي أما المخاطر الغير منتظمة فهي التغير الذي يحدث في الورقة المالية نتيجة لبعض العوامل الخاصة بها (يمكن لصاحب المحفظة التنوع لتجنب هذا الخطر) إضافة إلى ما سبق قد يتعرض المتعاملون إلى عدة أخطار سببها أن اجمالي التعامل في الأوراق المالية لا يتسم في أدائها بالرشد إذ قد تسلك سلوكاً مغايراً للظروف الاقتصادية والأصول العلمية.
- **خطر عدم المساواة والشفافية في الحصول على البيانات المتعلقة بالشركات:** سواء كان للمستثمرين أو وسطائهم مما قد يغير من عوائد هذا الاستثمار نتيجة لعدم علمهم الكامل بحقيقة هذا الاستثمار.
- **مخاطر الصناعة** تنجم هذه المخاطر عن ظروف تخص الصناعة، كوجود صعوبة في توفير المواد الأولية اللازمة للصناعة، ووجود خلافات مستمرة بين العمال وإدارة المصنع، وكذلك التأثيرات الخاصة للقوانين الحكومية المتعلقة بالرقابة على التلوث، وتأثيرات المنافسة الأجنبية على الصناعة المحلية، أذواق وتفضيلات المستهلكين وظهور منتجات جديدة، أو تكنولوجيا جديدة....

- مخاطر الرفع التشغيلي والمالي يرتبط الرفع التشغيلي بنمط هيكل تكاليف المنشأة أي بالوزن النسبي للتكاليف الثابتة التشغيلية للتكاليف الكلية، وعلى هذا الأساس ترتفع درجة الرفع التشغيلي كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في هيكل التكاليف.
- مخاطر الإفلاس تنشأ مخاطر الإفلاس عن عدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها تجاه الغير، نتيجة التغير في سلامة المركز المالي لها عند تنفيذ اقتراح استثماري، أو توسيع نشاطاتها...
- مخاطر التضخم: يؤدي التضخم إلى تدهور القوة الشرائية؛ أي إمكانية عدم كفاية العوائد المستقبلية الناتجة عن استثمار في الحصول على السلع والخدمات التي يمكن الحصول عليها بالأسعار الحالية، أي تعرض الأموال لانخفاض في قيمتها الحقيقية، فحتى لو ارتفعت القيمة النقدية للاستثمار قد يكون ذلك نوع من الوهم إذا كانت مستويات الأسعار قد ارتفعت بمعدلات أكبر.
- مخاطر السيولة: يقصد بها إمكانية التصرف في الورقة المالية بسرعة وسهولة دون تعرض سعرها لانخفاض شديد حيث تفتقر السندات لخاصية السيولة خصوصاً إذا كانت طويلة الأجل، لذلك فإن المستثمر يتعرض إلى مخاطر السيولة الناتجة عن الهبوط الذي يحصل في القوة الشرائية للعملة بفعل التضخم، حيث تنخفض القيمة الحقيقية للسند عن قيمته الاسمية التي يصدر بها
- مخاطر الإطفاء السنوي للسندات : يوفر عقد الإصدار في كثير من الحالات للشركة المصدرة الحق في أن تطفئ سنوياً نسبة محددة من الإصدار، كما ينص في هذا العقد على الطريقة التي بموجبها تحديد السندات المطفأة، ويستغل المصدرون شرط الإطفاء في الفترات التي تشهد فيها ارتفاعاً في السعر السوقي للسند مقارنة بقيمته الاسمية، فيقومون بإطفاء السندات القابلة للإطفاء ما يحرم حملة هذه السندات من تحقيق أرباح رأسمالية في حال الاحتفاظ بهذه السندات.
- مخاطر تاريخ الاستحقاق: يقصد بها أنه كلما طال تاريخ استحقاق السند زاد عزم التأكد بشأن مستقبل تدفقاته النقدية، فالقدرة على التنبؤ بالمخاطر التي تتعرض لها ورقة مالية تستحق بعد ثلاثة سنوات هي أكثر بكثير من القدرة على التنبؤ بالمخاطر التي تتعرض لها ورقة مالية تستحق بعد ثلاثون سنة.
- مخاطر الاستثمار في المشتقات المالية: رغم أن التعامل في أدوات المشتقات المالية، يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في معدلات العائد وأسعار الصرف وأسعار السلع. إلا أنه بحكم طبيعة تلك الأدوات إذ هي ترتبط بالتوقعات فهي كذلك تتضمن احتمالات الربح والخسارة، حيث أنها في

حد ذاتها تتضمن مخاطر تؤدي في بعض الأحيان إلى خسائر هائلة وغير محتملة، مما يتسبب في خلق الأزمات.

6. إدارة المخاطر المالية في الأسواق المالية:

أ. مفهوم إدارة المخاطر المالية في الأسواق المالية:

مصطلح التحوط أو التغطية لهما نفس المعنى نظراً لأصل الكلمة الإنجليزي، وتتمثل في كون التغطية مركز مؤقت يأخذه المستثمر مستقبلاً على أصل معين لحماية ما يملكه من أوراق إلى أن تتم تصفيته بحيث يعوض جزئياً أو كلياً الخسارة المحتملة لهذا الاجراء ويمكن تعريفها بأنها العملية التي يبحث من خلالها أحد المستثمرين عن حماية مركزه المالي في السوق الحاضرة باستخدام مركز مضاد باستخدام المشتقات المالية.

ب. استراتيجية التحوط:

وتتمثل في استراتيجيتين رئيسيتين هما التحوط القصير الأجل والتحوط طويل الأجل (مركز مالي طويل / مركز مالي قصير) ويدور استخدام التحوط القصير والتحوط الطويل الأجل حول مسألة التسليم والتسلم فإذا كنا بصدد التسليم فهو مركز طويل (مشتري)، وإذا كنا بصدد التسليم فهو مركز قصير (بائع).

فصاحب المركز الطويل يكون ممتلكاً للأصل ذاته بينما المحتفظ بمركز قصير فليس مالكا للأصل إنما مقترضاً له وعليه الالتزام برده.

أدوات إدارة المخاطر المالية:

وتتمثل في التخفيض من المخاطر أو التخلص منها عن طريق بيع الأوراق المالية أو إحلال جزء منها بأخرى أقل خطورة.

- التنوع: ويترتب عن هذه الأداة تخفيض المخاطر الكلية للمحفظة المالية؛

- التأمين ضد المخاطر

- استخدام المشتقات المالية: إذ نجد أن لجوء المستثمرين لعقد اتفاق على ورقة مشتقة من ورقته الأصلية (عقد خيار، عقد مبادلة، عقد مستقبلي) قد يجنبه أو يقلل له الخطر الذي قد يحصل لورقته المالية.

كما يمكن للمستثمر تحديد نسبة الخطر الذي يمكنه تحمله وبناء على هذا يمكنه ترك مركزه أو موقفه مفتوح نظراً لانخفاض المخاطر المتعلقة باستثمار أو عن الحد الأقصى للمخاطر التي يمكنه تحملها وعليه يترك مركزه المالي مفتوح نظراً لكون تكاليف التغطية أحياناً أعلى من الخطر نفسه.

تحليل العلاقة بين العائد والمخاطر للأوراق المالية:

1. تحليل العائد والمخاطرة لورقة مالية واحدة:

يسعى المستثمر المالي إلى تعظيم العائد المتوقع ولكنه يواجه قيد المخاطرة وبالتالي من المحتمل أن يكون العائد المحقق مختلفاً عن العائد المتوقع وكلما أراد زيادة العائد يجب عليه تحمل درجة أكبر من المخاطرة وهي أساس القرار الاستثماري مما يجعله يقوم بدراسة لتحليل العائد والمخاطرة المتعلقة بالاستثمار المرغوب فيه للمفاضلة بينه وبين غيره كمحاولة لتقليل المخاطر لأكبر قدر ممكن.

رابعاً: المخاطر السيادية والديون السيادية

1. إطار عام للديون السيادية:

أ- مفهوم الديون السيادية:

الديون السيادية هي الديون التي تنشأ نتيجة حصول الحكومات ذات السيادة على تمويل من مصادر غير ذاتية (خارجية) لسداد التزاماتها المالية، ودفع المستحقات المتراكمة عليها، عن طريق إصدارها لسندات إما: بعملتها المحلية (غالبا ما تكون هذه السندات موجهة نحو المستثمرين المحليين) ويسمى هذا الدين بالدين العام الداخلي؛ أو بعملة دولية كعملات اليورو دولار (في هذه الحالة الإصدار يكون غالباً موجهة للمستثمرين في الخارج) ويسمى هذا الدين بالدين العام الخارجي.

ب- مفهوم أزمة الديون السيادية

تتمثل أزمة الديون السيادية في تفاقم الديون السيادية كم مشكلة* بسبب تزايد مستويات الاستدانة الخارجية جراء كثرة الالتزامات الحكومية والافراط في الانفاق الحكومي المتعدد الأسباب، ليتحول في نهاية المطاف لأزمة ديون سيادية وذلك بتحقيق إحدى الحالات التالية:

- عندما تتوقف الحكومة عن سداد خدمة ديونها، أو سداد أصل الدين؛
- القيام باقتراض جديد لتغطية فوائد وأقساط دين قائم من قبل؛
- عندما يعتقد المقرضون أن توقف الحكومة المستدينة عن السداد ممكن الحدوث ومن ثم يتوقفون عن تقديم قرض جديدة ويحاولون تصفية القروض القائمة.

2. تاريخ أزمات المديونية الخارجية:

تعود بداية الديون الخارجية إلى نهاية الستينات وبداية السبعينات من القرن العشرين كمشكل تعاني منه الدول النامية، لكنها تطورت لتصل لمرحلة الأزمة في ثمانينات القرن الماضي بعد تغير الأوضاع الدولية بشكل كبير من بين هذه التغيرات:

* مهما بلغت ضخامة حجم الاقتصاد أو تعددت موارده المالية، تبقى إشكالية الاستدانة قائمة لأسباب متعددة. إذ لا يوجد دولة في العالم يبلغ حجم دينها العام صفراً، ويعد هذا الأمر مصدراً من مصادر الخطر لإمكانية تحول هذا المشكل لأزمة محتملة في حال تفاقمه.

✓ انهيار أسعار الصرف الثابتة سنة 1973 وارتفاع أسعار الطاقة بشكل كبير خلال سنوات 77-80 تبعاً لذلك؛

✓ حالة الركود التضخمي التي سادت تلك الفترة؛

✓ ارتفاع أسعار الفائدة الدولية في نهاية السبعينات وبداية الثمانينات؛

✓ إعلان العديد من كبرى الدول المدينة توقفها عن دفع التزاماتها الخارجية بعد وصولها إلى مستويات قياسية غير مسبوقة لا تستطيع الدول المدينة الوفاء بها مثل: المكسيك، الأرجنتين، البرازيل.

3. أسباب المديونية الخارجية:

تنشأ مشكلة الديون السيادية نتيجة للعوامل التالية:

- تراجع الإيرادات العامة للدول نتيجة انخفاض مستويات الدخل وضعف مستويات النشاط الاقتصادي؛

- تمويل عجز الموازنة عندما تكون الإيرادات الفعلية أقل من النفقات المتوقعة، وتفضيل تحمل عبء الدين على خفض الإنفاق العام أو رفع الضرائب خوفاً من التبعات السياسية والاجتماعية لمثل هذه القرارات؛

- ضخامة المشاريع التنموية المتبناة خصوصاً من قبل الدول النامية عقب حصولها على سيادتها واستقلالها السياسي؛

- حالات الطوارئ مثل الحروب والكوارث الطبيعية والأزمات المالية، عندما لا تصلح وسائل أخرى مثل رفع الضرائب في مواكبة احتياجات الحكومة لمواجهة الحالات الاستثنائية؛

- برامج التحفيز المالي التي تطبقها دول العالم المختلفة للحيلولة دون انتشار الكساد ومحاولة الخروج منه على نحو سريع؛

- محاولات الدول إنقاذ المؤسسات المالية الوطنية من الإفلاس، الأمر الذي يؤدي إلى تحويل الديون الخاصة لدى المؤسسات المالية إلى دين عام على الدول؛

أما أسباب أزمات المديونية الخارجية فيمكن إيجازها فيما يلي:

- تزايد الطلب الكلي وضعف المدخرات الوطنية؛

- سوء تسيير الدين الخارجي؛

- فشل السياسات الإنمائية؛

- عدم وجود بيئة جاذبة لرأس المال وهروبه نحو الخارج؛

- التبادل الغير متكافئ وتدهور شروط التبادل التجاري للدول النامية؛ نتيجة تخصيص الدول النامية

في قطاعات غير رائدة وقل مردودية، وتصدير مواد أولية بأسعار لا تتحكم فيها فضلاً عن زيادة

أسعار وارداتها بمعدل أكبر من معدل تزايد أسعار صادراتها؛

- نمو وتطور سوق الاورو- دولار الذي تبوأ مكانة هامة في زيادة التمويل الدولي بشكل واسع في ظل عدم تقيده من السلطات النقدية؛
- طبيعة الديون المقترضة فأغلب القروض المتحصل عليها كانت من مصادر خاصة؛
- ارتفاع أسعار النفط: ما أدى إلى تزايد مديونية الدول النامية المستوردة للنفط بسبب ارتفاع تكلفة الاستيراد والعجز الخارجي، كذلك ارتفاع تكلفة الإنتاج في معظم دول العالم ما يؤدي إلى حدوث ارتفاع أسعار جميع المنتجات مما يزيد من ارتفاع تكلفة الواردات للدول النامية؛
- ارتفاع أسعار الفائدة: أسعار الفائدة الحقيقية المنخفضة في السبعينات شجع العديد من الدول النامية إلى اللجوء للاقتراض الخارجي بشكل موسع، ولكن بسبب ارتفاع معدلات التضخم في نهاية السبعينات دفعت أسعار الفائدة للارتفاع ما أدى إلى زيادة أعباء الدين الخارجي بشكل كبير.

4. تصنيف الديون السيادية:

تُعنى مجموعة من الوكالات الخاصة بعملية تصنيف الديون وترتيب دائنية الدول، لضمان حماية حقوق الدائنين للحكومات من مخاطر فقدان هذه الحكومات لمصداقيتها أو احتمال عدم سدادها لديونها.

فقبل إقراض أي دولة تأخذ المؤسسات المالية الدولية والدائنون في السوق الدولية بعين الاعتبار مستوى قدرة الحكومة المدينة على سداد ديونها، بمراجعة تصنيفها الائتماني المحتسب من قبل هذه الوكالات بناء على وضع موازنتها من حيث معدلات العجز الناتجة عن الفارق بين الإيرادات والنفقات، وحجم هذا العجز مقارنة بالناتج الداخلي الإجمالي.

وبناء على ذلك يتم منح كل دولة مدينة مستوى من مستويات التصنيف الائتماني، يتراوح ما بين (AAA) "درجة أمان عالية" وهو أعلى تصنيف للجدارة الائتمانية، وله درجات تابعة مثل (AA)، أو (A)؛ ثم يأتي التصنيف (BBB) ويعني "جدارة ائتمانية متوسطة" وله درجات تابعة مختلفة، كما هو في التصنيف السابق؛

ثم التصنيف (CCC) "جدارة ائتمانية عالية المخاطر"، ثم التصنيف الأخير (DDD) "جدارة ائتمانية متعثرة" وهما أيضا يتضمنان درجات مختلفة كما في التصنيفين السابقين.

5. الأساليب المتبعة في حل أزمة المديونية:

✓ إعادة جدولة الديون: أي تأجيل سداد ديون الدولة المدينة المقدمة من الجهات الرسمية وإعطائها وقت يسمح لها بتحسين حالة ميزان مدفوعاتها، شرط التزام الدول المدينة بتنفيذ سياسات وتوجيهات تتعلق بالجوانب الاقتصادية والاجتماعية وتنفيذ مطالب صندوق النقد الدولي

(تخفيض القيمة الخارجية للعملة الوطنية، تحرير الأسعار العامة ووقف الرقابة عليها، تحرير التجارة الخارجية، رفع الدعم عن المواد الضرورية...)

✓ إعادة التمويل: وتستعمل بصفة مستمرة في نطاق تسيير الخزينة وتهدف لحصول المدين على شروط تمويل جديدة أفضل من شروط الديون القديمة وتغيير تشكيلة الديون ومواعيد استحقاقات التسديد مما يؤدي إلى تخفيض خدمة الديون المسددة سنوياً؛

✓ عمليات تحويل الديون: تتم عمليات تحويل الدين عادة للديون المتحصلة من جهات خاصة، حيث تتم بموجب هذه الطريقة بيع دين دولة ما لطرف ثالث بمنحه خصماً معيناً على هذا الدين، ويحصل الطرف الثالث بعد شرائه للدين على عملة محلية بقيمة هذا الدين، وبسعر الصرف السائد بين العملتين أي العملة المحلية والعمللة التي تم بها تقييم الدين؛

✓ مبادلات الدين بأسهم: تتمثل في إمكانية تحويل الدين الخارجي لأحد الجهات الدائنة إلى حقوق ملكية من خلال امتلاك الدائن لحصص من أسهم رأس مال المؤسسات أو الشركات الوطنية؛

✓ إعادة شراء الدين 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 أقل من القيمة الاسمية للدين؛

✓ توريق الدين وهي عملية تحويل الدين إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية وتسمى الأدوات المالية 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.

6. الآثار الناجمة عن أزمت الديون السيادية:

تتوقف آثار الديون السادية عادة على طريقة استخدامها، فبفعل عمليات الاقتراض الخارجي والاستخدام الأمثل له يمكن بناء اقتصاديات قوية، كما قد ينجم عنها آثار سلبية وفي مختلف المجالات الاقتصادية والاجتماعية، في حالة عدم استعمالها بشكل أمثل، يمكن أن نذكر منها ما يلي:

- الآثار على القدرة الذاتية للاستيراد: إن قدرة الاقتصاد الوطني على الاستيراد هي متغير أساسي يحكم وإلى حد كبير مستويات الاستهلاك والإنتاج والاستثمار. وإذا كانت خدمة الدين الخارجي تتزايد بشكل كبير فقد تؤدي إلى إهلاك القدرة الذاتية للاستيراد الأمر الذي ينعكس سلباً على المؤشرات الاقتصادية؛

- الآثار على الإنتاج والاستثمار والتوظيف: إذا كانت المديونية الخارجية لأي دولة تتزايد بوتيرة سريعة، وبالنظر لارتفاع خدمات الدين الخارجي فقد تضطر البلدان المدينة للضغط على وارداتها بشكل كبير للوفاء بالتزاماتها الخارجية، الأمر الذي ينعكس سلباً على الاستهلاك بارتفاع في الأسعار خصوصاً إذا ارتبط الأمر بالسلع الاستهلاكية الضرورية.

كما سينعكس ذلك سلباً على السلع الوسيطة المستوردة وقطع الغيار سواء من حيث انخفاض الكمية أو ارتفاع الأسعار مما يؤدي إلى تراجع الطاقة الإنتاجية في العديد من القطاعات، وإعادة النظر في العديد من المشاريع الاستثمارية وإلغاء جزء هام منها، مما يؤدي إلى تضاعف نسبة البطالة:

• الأثر على المستوى العام للأسعار: يمكن تفسير العلاقة بين أزمة الديون السيادية والمستوى العام للأسعار في النقاط التالية:

- تميل الأسعار نحو الارتفاع حينما تبدأ عملية سداد خدمات الدين الخارجي وبالأخص إذا كانت المشروعات التي تم تمويلها عن طريق القروض الأجنبية لا تعمل بطاقاتها القصوى.
- ضعف القدرة الاستيرادية للدولة نتيجة لارتفاع خدمة الديون الخارجية، له أثر كبير على ارتفاع أسعار السلع الضرورية لصيانة وتجديد وسائل الإنتاج حيث سيؤدي إلى انخفاض عرض السلع مما يؤدي في النهاية إلى ارتفاع الأسعار.
- لما كانت معظم القروض مشروطة بعمليات توريد سلع نصف مصنعة أو رأسمالية من البلد المقرض، فإن مختلف الدراسات والتقارير تؤكد أن أسعار هذه المنتجات في بعض الأحيان تزيد بأكثر من 100% على اعتبار أن المورد يجد نفسه في حالة احتكار.

• الأثر على معدلات النمو: تراجع القدرة الذاتية على الاستيراد وتراجع معدلات الاستثمار والإنتاج وارتفاع الأسعار ومعدلات البطالة وغيرها الكثير يساهم بطريقة مباشرة وغير مباشرة في تحقيق معدلات نمو متواضعة بالبلدان المدينة.

خامساً: النقود وأسعار الصرف -النماذج التقليدية

تفسر العلاقة بين كمية النقود في الاقتصاد وسعر صرف العملة الوطنية* مقابل العملات الأخرى. من خلال عدة نماذج منها النماذج التقليدية لسعر الصرف التي قدمت تصورات بسيطة لكيفية تأثير النقود على أسعار الصرف منها:

1. النموذج النقدي الأساسي لسعر الصرف:

يعتبر المدخل النقدي أن عرض النقود والطلب عليها من المحددات الرئيسية لسعر الصرف، فحسب هذا النموذج كمية النقود المتاحة في الاقتصاد تؤثر على قيمة العملة الوطنية. أي إذا زادت كمية النقود في الاقتصاد بدون زيادة في السلع والخدمات المتاحة، فإن هذا قد يؤدي إلى تضخم الأسعار، وانخفاض قيمة العملة في ذات الوقت، وعلى الجانب الآخر، إذا قلت كمية النقود، فإن هذا قد يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة الوطنية مقابل العملات الأخرى.

* من المهم ملاحظة أن هناك العديد من العوامل الأخرى التي تؤثر على أسعار الصرف والنقود في الواقع، بما في ذلك عوامل سياسية واقتصادية دولية.

كما يؤكد هذا النموذج على الدور الكبير الذي تلعبه السياسة النقدية في تحديد كل من سعر الصرف ومعدل التضخم في الأجلين الطويل والقصير.

إلا أن ذلك لا يعني عدم تأثير المتغيرات الحقيقية على سعر الصرف بالنسبة للنماذج النقدية، إذ تمارس المتغيرات الحقيقية تأثيرها على سعر الصرف بطريقة غير مباشرة من خلال تأثيرها على الطلب على النقود.

تجدر الإشارة إلى أن النموذج النقدي الأساسي لسعر الصرف يتشابه مع التحليل الاقتصادي الكلاسيكي (نظرية تعادل القوة الشرائية PPA)، من حيث افتراضه مرونة الأسعار في الأجل القصير، أي أن تأثيرات السياسة النقدية تنتقل إلى سعر الصرف من خلال قناة تعادل القوة الشرائية وليس من خلال قناة أسعار الفائدة، وهذا النموذج يندرج ضمنه نموذجين فرعيين هما:

أ. النموذج النقدي للسعر المرن FLMA: يهدف النموذج النقدي للسعر المرن إلى تفسير كيفية

تأثير التغيير في طلب وعرض النقود على سعر الصرف، ويقوم على الافتراضات، التالية:

- العالم يتكون من اقتصادين محلي وأجنبي؛
 - العرض النقدي متغير خارجي (يحدد من طرف البنك المركزي)؛
 - دالة الطلب الحقيقي على النقود مستقرة بالنسبة لمستوى الدخل الحقيقي، مستوى سعر الفائدة والأسعار؛
 - مرونة الطلب الداخلية على النقود موجبة؛
 - العلاقة بين الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية وسعر الفائدة عكسية؛
 - مرونة الدخل ومرونة الفائدة الخاصة بالطلب على النقود متماثلة.
- وتم صياغة المعادلة التالية للنموذج:

$$E = (m - m^*) - \phi(y - y^*) + \lambda(r - r^*)$$

حيث:

نضع * للدلالة على متغيرات البلد الأجنبي.

y الدخل الحقيقي

E مستوى سعر الصرف

m لوغار يتم عرض النقود

R مستوى سعر الفائدة

ϕ و λ معاملات المرونة الخاصة بالطلب على النقود بالنسبة للدخل ومعدل الفائدة على التوالي

توضح المعادلة أن:

- حدوث زيادة في المعروض النقدي المحلي يؤدي إلى ارتفاع مؤشر الأسعار الوطنية (الأسعار مرنة) وكذا انخفاض مناسب في قيمة العملة المحلية بالنسبة للعملة الأجنبية (نفس الفكرة التي تقوم عليها نظرية تعادل القوى الشرائية فمع بقاء العوامل الأخرى على حالها فإن سعر الصرف يتحدد عن طريق كمية النقود المتداولة والمصدرة من قبل السلطات النقدية)؛
- تؤدي الزيادة في الناتج المحلي (الدخل الحقيقي) إلى ارتفاع أو فائض في مستوى الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية، والذي يتم امتصاصه عن طريق تخفيض المستوى العام للأسعار في البلد المحلي، بالتالي تحسن قيمة العملة المحلية؛
- ارتفاع أسعار الفائدة المحلية يؤدي إلى انخفاض الطلب على النقود، ووجود فائض في عرض الأرصدة النقدية الحقيقية والذي يتم امتصاصه عن طريق ارتفاع المستوى العام لأسعار في البلد كرد فعل على زيادة نفقات الأعوان الاقتصاديين الأمر الذي ينجر عنه تدهور قيمة العملة المحلية. يوضح النموذج بأن هذه المتغيرات تؤثر على سعر الصرف من خلال تأثيرها على الطلب على النقود، إذ تؤدي الزيادة في الدخل الحقيقي المحلي إلى زيادة الطلب على الأرصدة النقدية المحلية، وهو ما يتوافق مع نظرية تعادل القوة الشرائية PPA والملاحظ في هذا النموذج أن تتحقق الحالات المذكورة يتم في المدى الطويل، كما أن النتيجة الأخيرة غير متطابقتين مع الواقع.

ب. النموذج النقدي للسعر الجامد SPMA

يقدم Rudiger Dornbusch 1976 نموذجاً كينزياً في المدى القصير ونقدياً في المدى الطويل، بحيث يمكن تفسيره بأنه محاولة إصلاح بين النموذج النقدي والملاحظات الموجودة في الواقع، حيث يعرض هذا النموذج ديناميكية لسعر الصرف لها كل خصائص التوازن في المدى الطويل للنموذج النقدي، بينما -ينحرف في المدى القصير- كل من سعر الصرف الاسمي (والحقيقي بفعل صلابة الأسعار)، ومعدل الفائدة عن مستواهم للمدى الطويل.

ويعرف النموذج بنموذج الاندفاع السريع لسعر الصرف، إذ أن حدوث زيادة في عرض النقود الاسمي يؤدي إلى اندفاع سعر الصرف بسرعة في الأجل القصير متعدياً مستوى سعر الصرف طويل الأجل نتيجة حدوث أثرين لزيادة العرض النقدي، هما الأثر المباشر (أي أن زيادة العرض النقدي تؤدي إلى تدهور قيمة العملة المحلية) وأثر السيولة (زيادة عرض النقود يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة و بالتالي تدفق رؤوس الأموال للخارج، الأمر الذي يؤدي إلى تدهور قيمة العملة المحلية)

إذا كان النموذج النقدي للسعر المرن يركز على تحليل التوازن الآني لكل من سوق السلع وسوق النقود، فإن النموذج النقدي للسعر الجامد SPMA يركز على أثر تحرير رؤوس الأموال على سعر الصرف، الأمر الذي لا يجعل سعر الصرف يحقق التوازن في سوق السلع فحسب بل تحقيق التوازن في سوق الأصول المالية المحلية والأجنبية .

يتميز النموذج SPMA بنفس خصائص النموذج FLMA في المدى الطويل في حين أنه يختلف بشكل جوهري في خصائصه قصيرة المدى، وذلك بسبب افتراضه جمود الأسعار، والذي يعطي تفسيراً آخر لتقلب سعر الصرف

2. النموذج النقدي لـ Girton- Rope

أضاف كل من Don Roper & Lance Girton 1977 من خلال نموذجهما النقدي جانباً جديداً للمدخل النقدي لسعر الصرف، يعرف هذا النموذج بنموذج ضغوط سوق الصرف **Exchange Market Pressures (EMP)** أي أنه في ظل نظام سعر الصرف الثابت فإن الضغوط على الحسابات الخارجية يتم استيعابه عادة عن طريق تغيرات الاحتياطات الدولية للدولة المعنية، في حين يتم استيعاب ضغط سوق الصرف في ظل نظام مرن لسعر الصرف عن طريق تغيرات سعر الصرف. غير أن الواقع يشير إلى أن النظام النقدي الدولي لا هو نظام ثابت ولا هو نظام تام المرونة بل هو نظام للتعويم المدار أو المراقب، ويتم استيعاب الضغط على سعر الصرف في ظل هذا الأخير جزئياً عن طريق تغيير الاحتياطات الدولية في حين يتم استيعاب الجزء الآخر عن طريق تغيير سعر الصرف .

ولتحقيق القياس الدقيق لأثر الضغوط النقدية على سوق الصرف الأجنبي استخدمنا **Roper & Girton** معياراً مركباً يشتمل على مجموع معدل التغير في الاحتياطات الدولية مكمشاً بمستوى الأساس النقدي بالإضافة إلى معدل التغير في سعر الصرف ذاته، والذي يعبر عن مقياس حقيقي لمقدار ضغط سوق الصرف وفق المعادلة التالية:

$$r + e = p^* + y - a - d$$

حيث:

p^* : التغير النسبي في مستوى الأسعار الأجنبية؛

e التغير النسبي في مستوى سعر الصرف E ؛

r التغير النسبي في مستوى الناتج؛

a التغير النسبي في مستوى مضاعف النقود m ؛

d التغير النسبي في الائتمان المحلي بالنسبة للقاعدة النقدية $\left[\left(\frac{\Delta D}{(R+D)}\right)\right]$

r التغير في صافي الأصول الأجنبية بالنسبة للقاعدة النقدية $\left[\left(\frac{DR}{(R+D)}\right)\right]$

توضح المعادلة أنه:

- في ظل قيم معطاة لـ p^* ، a ، y فإن الزيادة في الائتمان المحلي d تؤدي إلى انخفاض في الاحتياطات

الأجنبية، و تدهور نسبي مساو في قيمة العملة المحلية.

- المعادلة تقيس ضغط سوق الصرف، أي الضغط على احتياطات الصرف الأجنبي وعلى سعر الصرف وكذلك عندما يحدث توسع في عرض النقود المحلي على الطلب عليها في ظل نظام التعويم المدار، كما تبين مجموعة من العلاقات الأساسية والهامة، والتي يمكن إجمالها في:

- زيادة معدل نمو عرض النقود المحلي سوف تتلاشى ويتحقق التوازن النقدي من جديد عن طريق خفض (رفع) سعر الصرف وتدفق الاحتياطات الأجنبية للخارج (للدخل)؛
- زيادة معدل نمو الدخل الحقيقي تؤدي إلى زيادة الطلب على النقود، والتي يمكن أن تقابل في ظل غياب التوسع النقدي المحلي من خلال رفع سعر الصرف ودخول تدفقات الاحتياطات الأجنبية؛
- زيادة معدل نمو الأسعار العالمية سوف ينعكس في مزيج من ع سعر الصرف وتدفقات إلى الداخل للاحتياطات الأجنبية،
- زيادة معدل نمو مضاعف النقود سوف تنعكس إما في رفع سعر الصرف أو تدفق خارج الاحتياطات الأجنبية أو مزيج بينهما .

من خلال ما سبق يمكن القول بأن نموذج Girton & Roper نموذج مشتق من النموذج النقدي الأساسي، تم تعميمه بافتراض أن تحرك سعر الصرف ينحرف عن فروق التضخم بشكل خطي بمقدار مزيج معدلات التوسع في الائتمان المحلي والنمو النقدي الأجنبي .

إن تحقيق متطلبات النظرية يتطلب وجود ما يعرف بنظام Linear Trade-Off بمعنى أن تحرك بـ 1% في سعر الصرف يمكن تجنبه بواسطة تدخل بـ 1% من رصيد المعروض النقدي في ظل تحقق افتراضات محددة لمدى استجابة الطلب على النقود والسلوك الخاص لسعر الصرف، كما أن النموذج يعتبر أكثر ملاءمة في الأجل الطويل.

3. النموذج النقدي لفروق أسعار الفائدة الحقيقية

تمثل أسعار الفائدة - في معظم نماذج تحديد سعر الصرف - أداة ربط للتغيرات في المتغيرات الاقتصادية الأساسية مع تغيرات سعر الصرف، وفي ظل النمو المضطرب في حركة رؤوس الأموال الدولية تزايدت أهمية تباين أسعار الفائدة الحقيقية عند تحديد سعر الصرف .

أ. فروق أسعار الفائدة الحقيقية والتحركات الدولية لرأس المال

مما لاشك فيه أن ازدياد درجة تدفق رؤوس الأموال الدولية سوف يؤدي إلى تعاضل أهمية أسعار الفائدة في تحديد سعر الصرف، فبافتراض عالم تسوده حرية تدفق رؤوس الأموال بين الدول فإن أسعار الصرف وأسعار الفائدة النسبية تتحدد معاً، بحيث يمكن التأكد من أن الفجوة بين الادخار والاستثمار المحليين تساوي العجز (الفائض) في الحساب الجاري، وعلى الرغم من أن التغيرات في فروق أسعار الفائدة الحقيقية تعتبر السبب المحوري لتغيرات سعر الصرف إلا أن السبب النهائي يناط بتغيرات الادخار و/أو الاستثمار، فزيادة الاستثمار المحلي عن الادخار المحلي تعتبر دافعا لزيادة أسعار الفائدة الحقيقية المحلية مقارنة بأسعار الفائدة الأجنبية، مما يؤدي إلى تحسن قيمة العملة المحلية و بنفس الآلية فإن زيادة الادخار عن الاستثمار يؤدي إلى تدهور قيمة العملة المحلية نتيجة انخفاض أسعار الفائدة المحلية عن مثيلتها الأجنبية.

ب. نموذج Frankel لفروق أسعار الفائدة الحقيقية

قام Frankel ببناء نموذج نقدي من أجل تحليل أثر تغيرات معدلات الفائدة على سعر الصرف، وهو نموذج يمزج بين النموذج النقدي للسعر المرن والنموذج النقدي للسعر الجامد يعرف هذا النموذج بالنموذج النقدي لفروق أسعار الفائدة الحقيقية، حيث يفترض سريان PPA في المدى الطويل فقط، وإذا كان Dornbusch يرى بأن توقعات سعر الصرف تتوقف على سرعة تجاوز الفجوة بين فجوة سعر الصرف الحاضر الجاري و سعر الصرف طويل الأجل، وتبلاشي هذه الفجوة يكون التحيز في كل من سعر الصرف الجاري و التضخم المتوقع مساوياً للصفر، فإن Frankel يقر بتأثير هذه الفجوة لكنه يضيف تأثير فروق مستويات التضخم المتوقعة، و بالتالي ينظر لنموذج Frankel بأنه نموذج أكثر عمومية لتحديد سعر الصرف، إذ يبرز التأثير المباشر لنمو عرض النقود على سعر الصرف، كذلك التأثير غير المباشر للتوقعات الخاصة بالتضخم على سعر الصرف، كما أنه يبين أثر السيولة على أسعار الفائدة الحقيقية و تحركات رأس المال ومن ثم على سعر الصرف. إذ أن التوسع المفاجئ في عرض النقود المحلية يؤدي إلى انخفاض واضح في قيمة العملة المحلية إذا أدى ذلك إلى انخفاض مؤقت لأسعار الفائدة الحقيقية، مما يؤدي إلى تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج وقد توصل إلى المعادلة:

$$\bar{E} - \bar{P} - \bar{P}^* = \bar{m} - \bar{m}^* - \phi(\bar{y} - \bar{y}^*) + \lambda(\pi - \pi^*)$$

تبين المعادلة أن سعر الصرف يتحدد بالعرض من والطلب على عملتين . ففي حالة التوازن التام تؤدي زيادة المعروض النقدي إلى تضخم الأسعار، وبالتالي ارتفاع سعر الصرف تناسبياً، كما تؤدي زيادة الدخل أو الانخفاض في معدل التضخم المتوقع إلى زيادة الطلب على النقود مما يؤدي إلى تحسن قيمة العملة المحلية

سادساً: التدخلات في أسواق الصرف الأجنبي

وتتمثل التدخلات في سوق الصرف في تدخل السلطات النقدية للتأثير على سعر الصرف وذلك بما يسمى بسياسات سعر الصرف:

1. إطار عام لسياسة الصرف

1. مفهوم سياسة الصرف:

هي سياسة تتدخل بها السلطات النقدية للتأثير على سعر صرف العملة في سوق الصرف، وسياسة أسعار الصرف هي آلية فعالة لحماية الاقتصاد المحلي للدولة من الصدمات الخارجية والداخلية ويتوقف تأثير هذه السياسات على مدى استقرار السعر الأمثل الذي يتوقف على نظام سعر الصرف القائم في الدولة، كما أن سياسات أسعار الصرف تعد جزءاً من السياسة الاقتصادية تسمح بتحقيق أهداف التشغيل الكامل، النمو، استقرار الأسعار والتوازن الخارجي، وتعد سياسة الصرف من ضمن السياسات المتعددة التي تلجأ إليها السلطات النقدية ببلدان العالم بهدف إدارة الاقتصاد الوطني ودعم نموه والحد من الخلل في توازنه.

2. أهداف سياسة سعر الصرف:

تسعى سياسة سعر الصرف إلى تحقيق جملة من الأهداف من بينها:

- مقاومة التضخم: تساعد سياسة سعر الصرف على محاربة التضخم وتخفيض معدلاته ومراقبته، حيث يؤدي تحسين سعر الصرف إلى انخفاض مستوى التضخم المستورد وتحسين مستوى تنافسية المؤسسات، إذ في المدى القصير يكون لانخفاض تكاليف الاستيراد أثر إيجابي على انخفاض مستوى التضخم،

وتتضاعف أرباح المؤسسات بما يمكنها من ترشيد أداة الإنتاج في المدى المتوسط وهكذا تحقق المؤسسات عوائد انتاجية وتتمكن من إنتاج سلع ذات جودة عالية بما يعني تحسين تنافسيتها.

• تخصيص الموارد: يؤدي سعر الصرف الحقيقي الذي يجعل الاقتصاد أكثر تنافسية إلى تحويل الموارد إلى قطاع السلع الدولية (الموجهة للتصدير) وهذا ما يعمل على توسيع قاعدة السلع الدولية بحيث يصبح عدد كبير من السلع قابلاً للتصدير وبالتالي يقل عدد السلع التي يتم استيرادها، ويزيد انتاج السلع التي كانت تستورد محلياً (احلال الواردات) والسلع التي يمكن تصديرها، كما ينعكس أثر تغيير سعر الصرف الحقيقي في اعادة تخصيص الموارد في أسواق عوامل الانتاج، إذ يؤدي انخفاضها إلى زيادة استخدام عنصري العمل ورأس المال في قطاع التصدير وفي الصناعات المنافسة للاستيراد.

• توزيع الدخل: يؤدي سعر الصرف دوراً هاماً في توزيع الدخل بين الفئات أو بين القطاعات المحلية فعند ارتفاع القدرة التنافسية لقطاع التصدير التقليدي (مواد أولية، زراعة...) نتيجة انخفاض سعر الصرف الحقيقي فإن ذلك يجعله أكثر ربحية، ويعود الربح من هذا الوضع إلى أصحاب رؤوس الأموال في الوقت الذي تنخفض فيه القدرة الشرائية للعمال وعند انخفاض القدرة التنافسية الناجمة عن انخفاض سعر الصرف الاسمي (ارتفاع سعر الصرف الحقيقي) فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع القدرة الشرائية للأجور في الوقت الذي تنخفض فيه ربحية الشركات العاملة في قطاع السلع الدولية فتقلص استثمارها ويهدف تقليص الآثار السلبية الناجمة عن سعر الصرف التنافسي يلجأ أصحاب القرار أحياناً إلى اعتماد أسعار صرف متعددة مثل سعر الصرف للصادرات التقليدية وسعر صرف الواردات الغذائية

2. السلطات النقدية وأدوات سعر الصرف:

أ- السلطات النقدية وسياسة ضبط سعر الصرف:

تعد السياسة النقدية إحدى الوسائل المهمة للسياسة الاقتصادية التي تعتمد عليها الدولة والتي تتخذ من المعطيات النقدية موضوعاً لتدخلها بهدف تحقيق أغراض اقتصادية مختلفة، وتعد السياسة النقدية جزء من السياسة الاقتصادية؛ لأنها تسهم في تحقيق أهدافها العامة، إضافة لما للنقود من تأثير على المتغيرات الاقتصادية الأخرى. وتختلف أهداف السياسة النقدية تبعاً لمستويات التقدم والتطور الاقتصادي والاجتماعي للمجتمعات المختلفة، والنظم الاقتصادية والاجتماعية السائدة وظروف احتياجات وأهداف هذه المجتمعات.

إن السلطات النقدية عادة لا تنتظر الأزمة حتى تتطور قبل دخولها السوق فإذا انتظرت السلطات النقدية طويلاً فإنها لن تنجز عملها على نحو جيد، إن السلطات النقدية فعلياً

تدخل من خلال موظفي الصرف الأجنبي في البنك المركزي والدين هم على تماس مباشر ومتواصل مع السوق فإذا رأوا أن قيمة عملتهم ترتفع أو تنخفض على نحو سريع بمعنى أن التغيير خارج المدى الذي وضعوه لأنفسهم، فإنهم يتصلون هاتفياً بوسيط الصرف الأجنبي أو مصرفاً، للقيام بعض مضاد للاتجاه الذي يسير فيه السوق.

وتعتمد قدرة البنك المركزي في منع عملته من الانخفاض لأقل من الحد الأدنى يعتمد على ما يحوزه من عملات أجنبية أو ما يمكنه اقتراضه منها، كما أن اتجاه عملة ما للارتفاع يلزم البنك المركزي أن يبيع المزيد منها ليحد من ارتفاعها في السوق الصرف، سياسة السوق المفتوحة هذه عادة ما تربك في تقييد التوسع في عرض النقود.

ب- أدوات سياسة سعر الصرف:

تستعمل السلطات النقدية في كل دولة من الدول العديد من الأدوات والسياسات لتنفيذها سياسة سعر الصرف في الاقتصاد المحلي أهمها:

❖ تعديل سعر صرف العملة: في حالة وجود خلل تلجأ السلطات النقدية إلى خفض قيمة العملة أو إعادة تقويمها في حالة نظام الصرف الثابتة أما في حالة نظام أسعار الصرف المعومة فتعمل على التأثير على تحسين أو تدهور قيمة العملة وتستخدم سياسة التخفيض على نطاق واسع لتشجيع الصادرات، وتتضمنها في العادة برامج التصحيح المدعومة من قبل صندوق النقد الدولي.

❖ استخدام احتياطات الصرف: في ظل نظام أسعار الصرف الثابتة أو شبه مدارة تلجأ السلطات النقدية إلى المحافظة على سعر صرف عملتها، فعند انهيار عملتها تقوم ببيع العملات الصعبة لديها مقابل العملة المحلية وعندما تكون الاحتياطات غير كافية يقوم البنك المركزي بتخفيض قيمة العملة وفي ظل نظام الصرف العائم تقاوم السلطات النقدية التقلبات الحادة في سعر عملتها إلا أن الاحتياطات لا تكتفي للتصدي للآثار الناجمة عن حركة رؤوس الأموال (المضاربة).

ج. استخدام سعر الفائدة:

عندما تكون العملة ضعيفة يقوم البنك المركزي باعتماد سياسة سعر الفائدة المرتفع لتعويض خطر انهيار العملة.

د. مراقبة الصرف:

تقتضي سياسة مراقبة الصرف بإخضاع المشتريات والمبيعات العملة الصعبة إلى رخصة، ويتم استخدامها لمقاومة خروج رؤوس الأموال خاصة الخروج المضاربي، ومن بين التدابير تعتمد عليها السلطات النقدية في ذلك هي:

- منع التسوية القبلية للواردات؛
- الالتزام بإعادة العملات الأجنبية من الخارج نتيجة التصدير ضمن فترة زمنية محددة؛
- تحديد المخصصات بالعملة الصعبة الموضوعة تحت تصرف المسافرين إلى الخارج قصد السياحة.

3. سياسة سعر الصرف والتوازن الاقتصادي:

لتنفيذ هذه السياسة وتحقيق أهدافها تستعمل السلطات العديد من الأدوات والوسائل أهمها:

أ- تعديل سعر صرف العملة:

لما ترغب السلطات في تعديل توازن ميزان المدفوعات تقوم بتخفيض العملة أو إعادة تقويمها عند اتباعها نظام سعر صرف ثابت، أما عند اتباعها نظام سعر صرف عائمتعمل على التأثير على تحسن أو تدهور العملة، وتستخدم سياسة التخفيض على نطاق واسع لتشجيع الصادرات، إلا أن نجاح هذه السياسة يتوقف على توفر مجموعة من الشروط:

- اتسام الطلب العالمي على منتجات الدولة بقدر كبير من المرونة بحيث يؤدي تخفيض العملة إلى زيادة أكبر في الإنتاج المصدر؛
- ضرورة اتسام العرض المحلي لسلع التصدير بقدر كاف من المرونة بحيث يستجيب الجهاز الإنتاجي للارتفاع في الطلب أو الطلب الجديد الناجم عن ارتفاع الصادرات؛
- ضرورة توفر استقرار في الأسعار المحلية؛
- عدم قيام الدول المنافسة الأخرى بإجراءات مماثلة لتخفيض عملاتها؛
- استجابة السلع المصدرة لمواصفات الجودة والمعايير الصحية الضرورية للتصدير؛

ب- استخدام احتياطات الصرف:

في ظل أسعار صرف ثابتة أو شبه مدارة تلجأ السلطات النقدية إلى المحافظة على سعر صرف عملتها، فعند انهيار عملتها تقوم ببيع العملات الصعبة لديها مقابل العملة المحلية، وعندما تتحسن العملة تقوم بشراء العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية، وعندما تكون الاحتياطات غير كافية يقوم البنك المركزي بتخفيض العملة المحلية.

ج- استخدام سعر الفائدة:

عندما تكون العملة ضعيفة يقوم البنك المركزي باعتماد سياسة سعر الفائدة المرتفعة لتعويض خطر انهيار العملة، ففي النظام النقدي الأوروبي عندما أصبح الفرنك أضعف من المارك الألماني، عمد بنك فرنسا إلى تحديد أسعار فائدة أعلى من أسعار الفائدة الألمانية، إلا أن التكلفة المرتفعة للقرض تهدد النمو.

د- مراقبة الصرف:

تقضي سياسة مراقبة الصرف بإخضاع المشتريات والمبيعات للعملة الصعبة إلى رخصة خاصة، ويتم استخدامها لمقاومة خروج رؤوس الأموال خاصة الخروج المضاربي، ومن بين التدابير التي تعتمدها السلطات النقدية في هذه الأداة:

- منع التسوية القبلية للواردات؛
 - الالتزام بإعادة العملات الأجنبية المحصل عليها في الخارج نتيجة التصدير ضمن فترة زمنية محددة؛
 - تقسيم الحسابات البنكية إلى حسابات لغير المقيمين تستفيد من التحويل الخارجي للعملة وحسابات للمقيمين لا يمكن عن طريقها تسوية المعاملات مع الخارج.
- تجدر الإشارة إلى أن معظم الدول بدأت تتخلى عن مراقبة الصرف بعد انتشار نظام التعويم.

هـ- إقامة سعر صرف متعدد:

يهدف نظام أسعار الصرف المتعدد إلى تخفيض آثار حدة التقلبات في الأسواق وتوجيه السياسة التجارية لخدمة بعض الأغراض المحددة ومن أهم الوسائل المستخدمة هو اعتماد نظام ثنائي أو أكثر لسعر الصرف بوجود سعرين أو أكثر لسعر صرف العملة، أحدهما مغالي فيه ويتعلق

بالمعاملات الخاصة بالواردات الضرورية أو الأساسية أو أدوات القطاعات المراد دعمها وترقيتها .
أما السلع المحلية الموجهة للتصدير أو الواردات غير الأساسية فتخضع لسعر الصرف العادي.

4. أهداف سياسة سعر الصرف:

تسعى سياسة سعر الصرف إلى تحقيق مجموعة من الأهداف أبرزها:

أ- مقاومة التضخم:

يؤدي تحسن سعر الصرف إلى انخفاض في مستوى التضخم المستورد وتحسن في مستوى تنافسية المؤسسات، ففي المدى القصير يكون الانخفاض في تكاليف الاستيراد أثر إيجابي على انخفاض مستوى التضخم المستورد وتحسن في مستوى تنافسية المؤسسات، 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 تنافسيتهما.

ب- تخصيص الموارد:

يؤدي سعر الصرف الحقيقي-الذي يجعل الاقتصاد أكثر تنافسية- إلى تحويل الموارد إلى قطاع السلع الموجهة إلى التصدير، وهذا ما يعمل على توسيع قاعدة السلع الدولية بحيث يصبح عدد كبير من السلع قابلاً للتصدير، وبالتالي يقل عدد السلع التي يتم استيرادها.

ج- توزيع الدخل:

يؤدي سعر الصرف دوراً مهماً في توزيع الدخل بين الفئات أو بين القطاعات المحلية، فعند ارتفاع القدرة التنافسية لقطاع التصدير التقليدي (المواد الأولية، الزراعية...) نتيجة انخفاض سعر الصرف الحقيقي، فإن ذلك يجعله أكثر ربحية، ويعود الربح من هذا الوضع إلى أصحاب رؤوس الأموال في الوقت الذي تنخفض فيه القدرة الشرائية للعمال، وعند انخفاض القدرة التنافسية الناجمة عن انخفاض سعر الصرف الإسمي فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع القدرة الشرائية للأجور.

د- تنمية الصناعة المحلية:

يمكن للبنك المركزي اعتماد سياسة لتخفيض أسعار الصرف من أجل تشجيع الصناعة الوطنية، فلقد قام البنك الفدرالي الألماني عام 1948 بتخفيض مهم للعملة؛ مما شجع الصادرات

وفي مرحلة ثانية قام باعتماد سياسة العملة القوية، كما اعتمدت السلطات النقدية سياسة التخفيض لحماية السوق المحلي من المنافسة الخارجية وتشجيع الصادرات.

5. التخفيض الاسمي والتخفيض الحقيقي لسعر الصرف:

يرتبط التمييز بين الانخفاض والتخفيض وما بين الارتفاع والرفع بالطريقة التي يتحدد بها سعر العملة ففي ظل نظام الصرف الثابت فإن أسعار العملات تتحدد بواسطة السلطات النقدية ففي حالة ارتفاع قيمة العملة أو انخفاضها فالمقصود هو رفع وتخفيض سعر الصرف، أما في ظل نظام الصرف المعوّم فإن أسعار الصرف تتحدد على أساس العرض والطلب في حالة ارتفاع قيمة العملة نستعمل مصطلح الارتفاع وفي حالة الانخفاض فنستعمل مصطلح انخفاض، ومعيّار التفرقة هنا هو آلية الانخفاض والارتفاع في قيمة العملة فإن كانت متعمدة تم اعتماد مصطلحي الرفع والخفض وإن كانت تلقائية فيتم اعتماد مصطلحي الارتفاع والانخفاض وفيما يلي سنتعرض للسياستين ببعض التفصيل:

أ- سياسة رفع القيمة الخارجية للعملة:

ارتفاع قيمة العملة هو ارتفاع سعر العملة المحلية إزاء العملات الأخرى نتيجة قوى العرض والطلب في سوق الصرف وليس للدولة أي دخل في هذا الارتفاع، أما رفع القيمة الخارجية فهي سياسة يعتمدها البنك المركزي يؤدي إلى زيادة الوحدات من العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية عن طريق التدخل المستمر في السوق عن طريق بيع العملة الأجنبية وشراء العملة المحلية، وتكون عملة أكبر من قيمتها الحقيقية عندما يكون سعرها الرسمي أكبر من سعرها في السوق الحر، حيث لا يعكس السعر الرسمي السعر التوازني الذي يحد من عجز ميزان المدفوعات.

ولرفع آثار ايجابية للمستوردين وسلبية للمصدرين بالتالي تلجأ الدولة لهذه السياسة لتقليل أعباء وارداتها على الميزان التجاري أو لتخفيض أثر ارتفاع الأسعار العالمية لهذه الواردات على الأسعار المحلية.

ب- سياسة تخفيض قيمة العملة:

ويقصد بها تخفيض المحتوى الذهبي الرسمي المحدد لوحدة النقد في إطار نظام أسعار الصرف الثابتة، وهو إجراء تقوم به السلطات النقدية بغية تغيير سعر صرف العملة المحلية إزاء العملات الأجنبية الأخرى.

وهو التقليل المتعمد في قيمة العملة الوطنية بالنسبة لعملات الدول الأخرى لمعالجة اختلال في ميزانها التجاري بتحفيز الصادرات والحد من الواردات، وهي انقاص قانوني لعدد الوحدات المن العملة الأجنبية مقابل وحدة واحدة من العملة الوطنية.

وعليه فانخفاض قيمة العملة ناتج عن قوى العرض والطلب في السوق في ظل حرية الصرف، أما التغطية فهو إجراء متعمد من السلطات النقدية.

وتتمثل أهم أسباب تخفيض قيمة العملة فيما يلي:

- معالجة العجز في ميزان المدفوعات؛
- زيادة دخول المنتجين المحليين؛
- تقليص الفجوة بين السعر الرسمي والموازي قصد تقليل المضاربة على العملات الأجنبية؛
- معالجة البطالة؛
- تنشيط القطاعات التصديرية.

سابعاً: الدورات الاقتصادية في الاقتصاد الحقيقي وانتقال الصدمات

1. مفهوم الدورات الاقتصادية

تعد الدورات الاقتصادية سمة مميزة وملصقة للنظام الرأسمالي تعرف بأنها عبارة تستخدم لوصف التقلبات في الإنتاج الكلي التابعة لدورة الأعمال، وتحسب من خلال الارتفاع أو الانخفاض في الناتج الإجمالي الحقيقي بشكل متعاقب بين فترات من التوسع (contraction) والانكماش (expansion) في النشاط الاقتصادي الكلي، لفترة تمتد من سبع إلى عشر سنوات للدورة الواحدة، حيث يتكرر ظهور القمة والقاع في الدورات الاقتصادية بشكل مستمر لكن ليس بفترات منتظمة بالتالي لا يمكن التنبؤ بها بشكل دقيق. ويمثل الانتقال المتسلسل بين قمة وقمة موالية أو بين قاع وقاع موالية دورة اقتصادية، لتكون بذلك القمة والقاع نقاط التحول في الدورة الاقتصادية.

وهناك اختلاف بين الأزمات الاقتصادية والدورات الاقتصادية فالأزمات الاقتصادية هي اضطراب مفاجئ يطرأ على التوازن الاقتصادي ناشئة عن الاختلال التوازن بين الإنتاج والاستهلاك وهي عبارة عن جزء من الدورة الاقتصادية وتمثل نقطة الانتقال من قاع الدورة الاقتصادية باتجاه قمته.

ويمكن أن لا تتم الدورة الاقتصادية دورتها بحيث يتم الانتقال مباشرة من قمة لقيمة أخرى كما يمكن توسيع مدى فترة الرواج في حال تدخل السلطات الاقتصادية في البلد بمعالجة مظاهر الركود بالشكل الذي يمنع الانتقال لمرحلة الكساد ليخلق بذلك دورة اقتصادية جديدة.

2. التأصيل النظري للدورات الاقتصادية:

وهناك عدة نظريات جاءت مفسرة للدورات الاقتصادية وهي كالتالي:

أ- النظرية الكلاسيكية

لم يتمكن آدم سميث وديفيد ريكاردو من كشف تناقضات الاقتصاد الرأسمالي العميقة وفهمها التي تظهر في أوضح صورها بالآزمات الاقتصادية الدورية العامة. فقد أكد ريكاردو أن الإنتاج الرأسمالي يتمتع بمقدرة على التوسع لا حد لها، مادامت زيادة الإنتاج تؤدي آلياً إلى زيادة الاستهلاك، ولهذا فلا مكان لفيض الإنتاج العام. وبناء على هذه النظرية لا يمكن حدوث غير توقف عفوي في تصريف بعض السلع ناشئ عن عدم تناسق جزئي في توزيع العمل الاجتماعي بين فروع الإنتاج، وإن القضاء على عدم التناسق هذا حتمي بفعل ميكانيكية المزامنة.

ب- النظرية الماركسية:

يفسر ماركس سبب الدورات الاقتصادية بالتناقضات الرئيسية التي تحدث في الاقتصاد الرأسمالي. إذ يؤكد على أن السبب الرئيسي في حدوث الأزمة هو وجود تناقض في الإنتاج الرأسمالي الناتج من التناقض بين الطابع الاجتماعي للإنتاج والملكية الرأسمالية لوسائل الإنتاج، ولم تنف النظرية الماركسية وجود تناقض بين الإنتاج والاستهلاك في الاقتصاد الرأسمالي بل حاولت أن تضع هذا التناقض في موقعه المناسب في تفسير الدورة الاقتصادية.

فامتلاك الرأسماليين لوسائل الإنتاج يدفعهم لاستغلال المزيد من وسائل الإنتاج ويمنحه الفرصة في الاستغناء عن عدد من العمال بتعويضهم بالآلات والمكانات الأكثر تطوراً ما يؤدي لظهور البطالة بين صفوف العمال وضعف القدرة الشرائية ومن ثم حدوث الأزمة الاقتصادية.

ج- نظرية سيموندي (1760 – 1825)

يرى سيموندي استناداً إلى بعض أفكار آدم سميث أن سبب الدورات الاقتصادية يرجع إلى عدم كفاية الاستهلاك إذ مع تطور الانتاج الآلي الكبير تزداد البطالة وتنخفض الأجور وتبعاً لذلك ينخفض الاستهلاك الأمر الذي يؤثر على الناتج الكلي ويخلق الدورة الاقتصادية وعليه حسب سيموندي يجب على الإنتاج أن يتوافق مع الاستهلاك.

وقد حاولت هذه النظرية فيما يبدو أن تعطي تفسيراً ظاهرياً صحيحاً للأزمة، ولكنها لم تبحث في أسباب تدني الأجور ولا في أسباب سوء توزيع الدخل الذي يقود إلى نقص الاستهلاك الذي يؤدي بدوره إلى حدوث الأزمة.

د- التفسير الكينزي:

وفقاً لكينز فالمضاعف يقوي التغيرات الصغيرة في الطلب الكلي لتؤدي إلى تغيرات واسعة في الدخل. ويشدّد على عدم الاستقرار الناتج عن عمل المضاعف من خلال عمل المعجل، حيث يؤدي خفض (أو زيادة) الانفاق الاستهلاكي إلى تقلبات كبيرة في الانفاق الاستثماري وفقاً لمبدأ معجل الاستثمار، فالتوسع الاقتصادي يزيد بسرعة ليتحول إلى ركود، لأن الاستثمار يستجيب وينمو بسرعة داعماً القطاعات الأخرى للاقتصاد الوطني (مبدأ المضاعف)، وينتهي الانكماش الاقتصادي بحدوث

الكساد، لأن انخفاضاً صغيراً نسبياً في معدل الاستهلاك يؤدي إلى خفض معدل الاستثمار الجديد (أثر المعجل).

وعليه يفسر كينز الدورات الاقتصادية بعدم كفاية الطلب الفعال ويؤكد أن سبب الأزمة يكمن في القوانين النفسية التي لا تتبدل ومنها قانون ميل الناس إلى التوفير، وهكذا يربط كينز السبب الرئيس للأزمة بخصائص طبيعة الإنسان التي لا تتبدل، وفوضى الروح الإنسانية، بدلاً من ربطها بخصائص الاقتصاد الرأسمالي النوعية، ويوضح كينز أن مجموع استهلاك المجتمع يتأخر دائماً عن نمو مجموع الدخل الحقيقي نتيجة لخصائص الأفراد النفسية

ويطالب الدولة بالتدخل لحل قضية استخدام أكبر عدد ممكن من اليد العاملة (نظرية الاستخدام الكامل). وهو يعتقد أن معالجة الأزمات الاقتصادية لا يتم إلا بتدخل الدولة في الحياة الاقتصادية تدخلاً فعالاً، عن طريق تنظيم مقدار الاستهلاك العام والتوظيفات، باستعمال عدد من الأدوات المالية والنقدية.

هـ- تفسير أصحاب النظرية النقدية:

يرى النقديون وعلى رأسهم فريدمان أن الاقتصاد في ذاته مستقر لكن تدخل السلطات النقدية هو السبب الرئيسي في حدوث الدورة، بالإضافة إلى الصدمات خارجية فعندما يحاول البنك المركزي إعادة تنشيط الاقتصاد في الوقت الذي يشهد فيه تباطؤ عن طريق رفع الكتلة النقدية غالباً ما يحدث العكس فالوقت اللازم لكي تشخص السلطات النقدية الأوضاع وتتخذ قراراتها تتطور الدورة وفي هذه الحالة تكون الدورة الاقتصادية ظاهرة لا يمكن التنبؤ بها وتعكس الآثار السلبية للسياسة الاقتصادية.

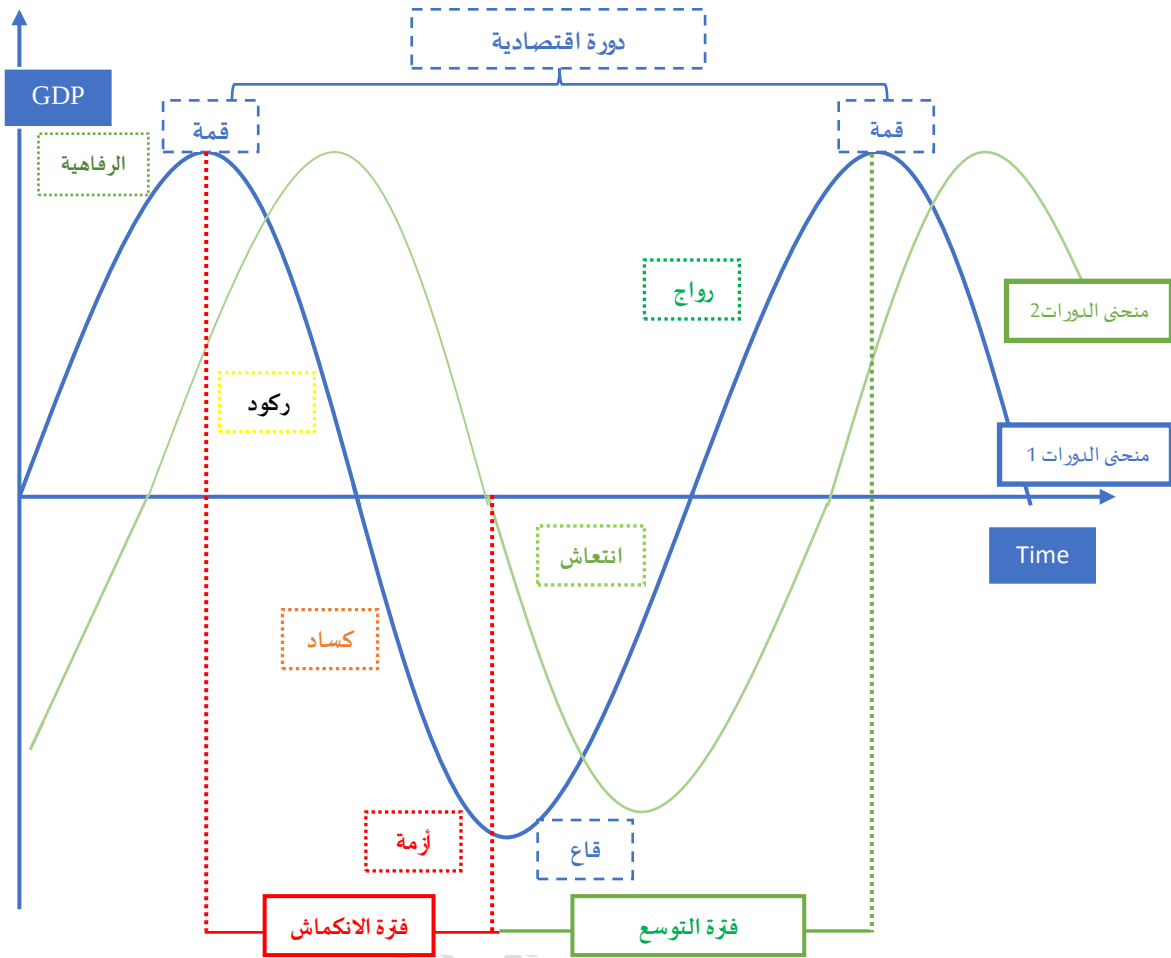
و- النظرية الحديثة (التفاعل بين المضاعف والمعجل):

إن نقطة الضعف الرئيسية في التحليل الكينزي للدورات الاقتصادية كانت في إهماله لتأثير المعجل، فالمضاعف لوحده لا يستطيع تفسير التقلبات الاقتصادية، إن التفاعل ما بين المضاعف والمعجل هو الذي يزيد التقلبات الدورية في النشاط الاقتصادي، فالارتفاع التلقائي في مستوى الاستثمار الثابت يزيد الدخل بقدر معين، والارتفاع بالدخل الكلي سيسبب ارتفاعاً آخر في الاستثمار من خلال تأثير المعجل، وعندما يحدث ذلك فإن سلسلة من المسببات ستترتب بحلقة مستمرة: الاستثمار يؤثر على الدخل، والدخل بدوره يؤثر على الخطط الاستثمارية...

3. مراحل الدورات الاقتصادية

دورة الأعمال في الاقتصادات الرأسمالية هي عبارة عن تغير دوري في المؤشرات الاقتصادية كالبطالة والتضخم وتندرج تحت دراسات الاقتصاد الكلي وتراوح مدة دورة الأعمال بين سنتين إلى سبع أو ثمان سنوات ويتفق الاقتصاديين على أن لكل دورة أربعة مراحل مع وجود اختلاف في تسمياتها كما هو موضح بالصورة:

الشكل 18: مراحل الدورة الاقتصادية



أ- مرحلة الانتعاش (Recovery):

تتمثل المرحلة التي يميل فيها المستوى العام للأسعار إلى الثبات، أما مستوى النشاط الاقتصادي فينمو ببطء وينخفض سعر الفائدة ويتضاءل المخزون السلعي وتزايد الطلبات على المنتجات لتعويض ما استنفذ من هذا المخزون، مصحوبة في زيادة ملحوظة في الائتمان المصرفي والنتيجة هي زيادة حجم التوظيف ببطء ويتم الوفاء بديون البنوك. إضافة إلى ذلك تتصف هذه المرحلة بارتفاع مستوى الإنتاج وانخفاض نسبي في مستوى البطالة وارتفاع ضئيل في الأسعار وتوسع ملحوظ في الائتمان المصرفي مع توسع في التسويات والإيداعات.

ب- مرحلة الرواج (Boon):

وتأتي هذه المرحلة بعد فترة الانتعاش المستمر، حيث تصبح فيها الطاقة الإنتاجية والموارد الاقتصادية المتاحة في الدولة مستغلة بالكامل، ويطلق على قمته 'الرفاهية' (الازدهار) تتميز بارتفاع مستوى الناتج الوطني لأعلى مستوى له وتزايد في حجم الإنتاج الكلي بمعدل سريع وتزايد حجم الدخل وارتفاع مستوى الدخل وارتفاع مستوى التوظيف وفي نهايتها يبدأ بالظهور النقص في العمال ونقص بعض المواد الخام الأساسية لينتقل الاقتصاد بعدها إلى مرحلة الانكماش التي تعد بداية التغير في النشاط

عندما يكون الاقتصاد في حالة ازدهار كمرحلة أولى يليها الكساد لتنتهي هذه المرحلة كليا بحصول أزمة الاقتصادية (Crise).

ج- مرحلة الركود (Recession):

تتميز هذه المرحلة ببداية انخفاض الناتج الوطني والدخل الوطني، العمالة والتجارة الخارجية والاستهلاك.... وهي المرحلة التي تبدأ فيها الأسعار بالهبوط وينتشر فيها الذعر التجاري وترتفع أسعار الفائدة وتزايد البطالة... والركود حالة عامة تسود معظم النشاطات الاقتصادية ولا تقتصر على قطاع معين أو فترة معينة، وتستمر هذه الفترة عادة من ستة أشهر إلى عام وقد تزيد في حال لم يتم علاجها بشكل سليم.

د- مرحلة الكساد (Dépressions):

وتتسم بانتشار البطالة وكساد التجارة وانخفاض مستوى النشاط الاقتصادي إلى أدنى مستوى له وهبوط في الأسعار وحجم الإنتاج والدخل إضافة إلى ذلك انخفاض التسهيلات المصرفية وانخفاض أسعار الفائدة، وارتفاع نسبة الاحتياط القانوني وضعف التسويات والإيداعات المصرفية وغالبا ما تنخفض مشتريات المستهلكين بحدة في حين يتزايد مخزون قطاعات الأعمال من السلع الإنتاجية وهبوط الاستثمار، انخفاض الطلب على الأيدي العاملة يتبعها عمليات تسريح مؤقت للعمال، وكذلك تراجع الطلب على المواد الأولية وانخفاض أسعارها مع انخفاض أرباح قطاعات الأعمال بحدة ترافقها هبوط في أسعار الأسهم، وفي قاع (Trough) هذه المرحلة تكون الأزمة اقتصادية في شدتها حيث يكون النشاط الاقتصادي سيئا للغاية، ويحدث هذا في حالة غياب أي تدخل حكومي من أجل إيقاف التدهور الحاصل في النشاط الاقتصادي العام أو تأخره.

وهكذا تتناوب مراحل الدورات الاقتصادية. وتختلف مدة كل مرحلة من المراحل تبعا لاختلاف شروطها بين بلد وآخر أو من وقت إلى آخر ولكن هناك سمة عامة ملازمة لتطور الدورة هي أن مرحلة الأزمة والركود أطول من مرحلة الانتعاش والنهوض عادة.

4. مراحل نشوء وتطور الأزمات: الأزمة كظاهرة اجتماعية مثل باقي الظواهر تمر بمراحل وخطوات

معينة ويكون لها دورة حياة مثل أي كائن:

1. مرحلة ميلاد الأزمة:

ويطلق عليها مرحلة التحذير أو الإنذار المبكر للأزمة، وفي هذه المرحلة تبدأ الأزمة في الظهور لأول مرة في شكل مبهم، ينذر بخطر غير محدد المعالم أو المدى الذي سيصل إليه وذلك راجع إلى عدم توافر بيانات ومعلومات عن الأزمة واتساع نطاق المجهول حولها فإذا كان متخذ القرار لديه الخبرة والقدرة على استيعاب هذه المرحلة من مراحل الأزمة استطاع القضاء عليها في مهدها وإلا تقدمت الأزمة إلى المرحلة التالية.

2. مرحلة نمو الأزمة:

تنمو الأزمة في حالة حدوث سوء الفهم لدى متخذ القرار في المرحلة الأولى حيث تتطور نتيجة تغذيتها من خلال المحفزات الذاتية والخارجية والتي استقطبتها الأزمة وتفاعلت معها، وفي مرحلة نمو الأزمة تتزايد مظاهرها ولا يستطيع متخذ القرار أن ينكر وجودها نظراً للضغوط المباشرة التي تسببها الأزمة.

3. مرحلة نهض الأزمة (مرحلة انفجار الأزمة):

وتصل الأزمة إلى هذه المرحلة عندما يخفق متخذ القرار في التعامل مع العوامل التي حركت الأزمة أو لم يستطع السيطرة على متغيراتها المتسارعة لتصل إلى أقصى قوتها وعنفها، حيث تنفجر مولدة طاقة ضخمة ذات أبعاد مختلفة ويصعب للوهلة الأولى حصرها أو حتى قياس حجمها لتأثير الصدمة التي أحدثتها ولوجود حالة من عدم التوازن وعدم وضوح الرؤية وتشابك الآراء.

4. مرحلة انحسار الأزمة:

تبدأ الأزمة بالانحسار والتقلص بعد الصدام العنيف الذي يفقدها جزءاً هاماً من قوة الدفع لها ومن ثم تبدأ في الاختفاء التدريجي، وهناك بعض الأزمات تتجدد لها قوة دفع جديدة عندما يفشل الصراع في تحقيق أهدافه، وينبني على ذلك أنه من الأهمية أن يكون لدى القيادة بعد النظر في مرحلة انحسار الأزمة وضرورة متابعة الموقف من كافة جوانبه خشية حدوث عوامل جديدة خارجية تبعث فيها الحيوية ويكون لها القدرة على الظهور والنمو مرة أخرى بعد اختفائها التدريجي.

5. مرحلة اختفاء وتلاشي الأزمة:

في هذه المرحلة تفقد الأزمة كل مظاهر قوى الدفع المولدة لها وتبدأ في التلاشي وينتهي الاهتمام بها ويختفي الحديث عنها إلا كتاريخ سبق أن حدث. وتبدأ مظاهر النمو والانتعاش مجدداً. وتتطور الأزمات في شكل دائري إذ ربما يكون حل الأزمة يحمل في طياته علامة إنذار لأزمة أخرى قادمة ودورة الأزمة تجعل من الصعب التنبؤ بمكانها ووقت انتهائها ومتى تبدأ الأخرى.

5. أنواع الدورات الاقتصادية

هناك تقسيمات مختلفة لأنواع الدورات الاقتصادية يستند بعضها لأساس الإطار الزمني وبعضها لاختلاف الأسباب والبعض الآخر لطبيعة القطاعات، وفيما يلي سرد موجز لبعض أنواعها الرئيسية:

أ. أنواع الدورات الاقتصادية حسب المدى الزمني:

• دورة كيتشن أو الدورة الصغرى (Kitchin Cycle):

وتستمر لمدة قصيرة أربعين شهراً وتحدث نتيجة لتذبذب التغيرات في المخزون وحاصل الإنتاج النسبية والتجديدات الفنية في الاستثمار والتناسب العكسي بينهما نتيجة لتنافسهما على الحصة، حيث أن الاستثمارات الجديدة سوف تخصص لزيادة إدخال الأساليب التكنولوجية الحديثة في مخططهم الإنتاجي.

• دورة جوغلر دورة الأعمال (Juglar Cycle):

وتسمي دورات الاستثمار الثابت. مدتها من 9 إلى 10 سنوات وقد ارجع جوغلر الطلب على إنتاج السلع المعمرة إلى مجموعة عوامل هي:

- أسعار الفائدة في السوق.
 - أرباح المشروعات الاستثمارية.
 - التوقعات الخاصة برجال الأعمال والمستثمرين.
 - تكنولوجيا الإنتاج وخزين السلع المعمرة.
- بالتالي فالتقلب في هذه العوامل يؤدي إلى ظهور الدورات الاقتصادية التي تتكون من أربعة مراحل هي:
- مرحلة التوسع: وتنتج عن ارتفاع حجم الإنتاج، التضخم ونمو حجم القروض؛
 - مرحلة الأزمة: وتمثل أقصى ارتفاع في الدورة، وتدوم بضعة أسابيع، تتجلى في انتشار الإفلاس وأزمات البورصة؛
 - مرحلة الكساد: تتميز هذه المرحلة بالركود وتراجع الإنتاج؛
 - مرحلة عودة التوسع: هي المرحلة التي تعبر عن أدنى الدورة.

● دورة كوندرا تيف (Kondratieff Cycle):

يتعرض الاقتصاد الرأسمالي لحدوث دورات اقتصادية تسمى دورات كوندرا تيف نسبة إلى العالم الاقتصادي الروسي نيكولاي ديميترييفتش كوندرا تيف الذي أسس نظريته بناء على دراسة سلوك الأسعار خلال القرن التاسع عشر، وقد اشتملت الدراسة رصد التغير في أسعار الأجور وأسعار الفائدة وأسعار المواد الخام والتجارة الخارجية والودائع المصرفية وبعض البيانات الأخرى، حيث تتوقع النظرية أن طول الموجة الاقتصادية الرئيسية بين 50 إلى 60 سنة، أي نصف قرن تقريباً من الازدهار والركود الاقتصادي وتحتوي دورة كوندرا تيف ثلاثة أنواع من الدورات الاقتصادية بحسب إطارها الزمني هي:

- دورة قصيرة الأجل ما بين 10 إلى 15 عاماً؛
 - دورة متوسطة الأجل وتتراوح ما بين 25 إلى 30 عاماً؛
 - دورة طويلة الأجل وتتراوح مابين 60-70 عاماً.
- ويمكن أن نستنتج أن الظاهرة الحديثة للدورات تتمثل في أنها أقل حدة -رغم بعض الاستثناءات- وأقصر أمد وهذا يرجع إلى المحاولات المستمرة من جانب الرأسمالية للتكيف مع الشروط التاريخية الجديدة ومتطلبات الثروة التقنية والعلمية

ب. أنواع الدورات الاقتصادية حسب النوع:

- **الدورات القطاعية:** وتختلف بحسب القطاع، ومنها الدورة العقارية، أو ما يسمى بدورة كوزنت Kuznets، وتستمر لفترة تتراوح ما بين 15 و25 عاماً، وتحتوي داخلها بعض الدورات قصيرة الأجل تعود في سبب حدوثها إلى تقلبات في مستوى النشاط الاقتصادي الكلي؛
- **الدورات الموسمية:** وهي المتعلقة بمواسم العمل الزراعي والصناعات الغذائية المرتبطة بها، والتقلبات الناشئة عن مواعيد الإصدار النقدي.. إلخ، وتكون ذات مواسم منتظمة كل عام.

6. آلية (قنوات) انتقال الصدمات (العدوى):

الدورات الاقتصادية ذات طبيعة عامة وشاملة، فإذا واجهت منشأة إخفاقاً أو ركوداً فإن ذلك معناه أن المنشآت التي تتعامل مع هذه المنشأة ستتأثر، وبالتالي ستؤثر هذه المنشآت بدورها على المنشآت الأخرى التي تتعامل معها تجارياً، وهكذا فإن الكساد سيمر من صناعة إلى أخرى وسيأتي الوقت الذي تعاني فيه كل الصناعات وكل المناطق والمنشآت في البلد من طوفان الكساد، ولن ينجو من ذلك الطوفان إلا منشآت قليلة.

أ. مفهوم العدوى:

تعني العدوى انتقال الأزمة الحاصلة مؤسسة إلى باقي مؤسسات القطاع والقطاعات ذات الصلة بالمؤسسة ما يؤدي إلى انتقال الأزمة من قطاع إلى قطاع آخر داخل نفس الدولة، كما تعني العدوى انتقال أزمة في دولة ما إلى بلد آخر، فانهيار أسواق المال أو أسواق العملة في دولة ما قد يترتب عليه نشأة أزمة ثقة تؤدي إلى انهيار أسواق المال في دول أخرى ذات روابط اقتصادية مع الدولة الأولى في أوقات متقاربة، وقد تنتقل هذه الصدمات سواء من خلال الروابط المختلفة بين الدول أو من خلال سلوك المستثمرين.

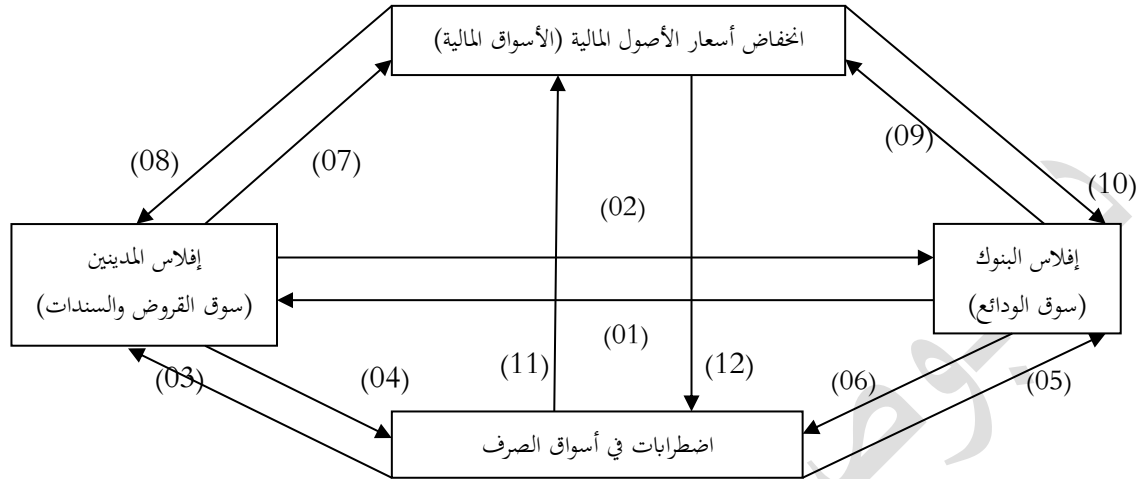
ب. قنوات انتشار الأزمات المالية

تكون العدوى عندما تتمكن أزمة اقتصادية لدولة ما (بعد أن انتشرت لكل متغيرات النظام الاقتصادي وقطاعاته) من الامتداد والوصول إلى دول أخرى مؤدية إلى ولادة الأزمة من جديد في هذه الدولة، بفعل أثر الدومينو، ويمكن تقديم بعض القنوات التي تساعد على انتشار العدوى عبر أنحاء العالم فيما يلي:

- **القناة المالية:** تعتبر أسواق المال أسرع الأسواق نقلاً للأزمات، لكون رؤوس الأموال تتدفق بحرية أكبر من تدفق السلع والعمالة، فعند حدوث فجوة بين إنتاج السلع وتصريفها، تفقد المؤسسة القدرة على تحويل مخزونها من السلع إلى نقد، تتوقف عن دفع ديونها، ويصاب أصحابها وأصحاب المصارف والمضاربون بالهلع، ويبدأ سباق محموم وراء النقد، فيطالب الدائنون بوفاء ديونهم أو خدمتها. ويتسابق المودعون إلى سحب أموالهم من المصارف وصناديق الضمان والتسليف فتضطرب بعض المصارف إلى التوقف عن الدفع وقد تعلن إفلاسها ويتقلص عرض رأس المال الإقراضي ويرتفع معدل الفائدة، هذا الوضع الاقتصادي والمالي المنذر بحلول أزمة يخلق هلع يصيب رجال الأعمال والمستثمرين في السوق المالي، وبفعل سلوك القطيع سيزيد الأثر وينتقل لباقي دول العالم تبعاً فعندما تنفجر الأزمة في دولة معينة فإن المستثمرين الأجانب الذين هم ليسوا على دراية كافية بأوضاع الدول الأخرى، سيعتبرون أن الدول التي لها نفس خصائص الدولة التي تعاني من الأزمة (نفس الموقع الجغرافي، تشابه الهيكل الاقتصادي، تقارب الوضع الاقتصادي...) ستدخل هي الأخرى في أزمة حيث يقوم المستثمرون ببيع

سندات هذه الدول مسببين بذلك أزمة. والشكل التالي يوضح قنوات انتشار الأزمات المالية داخل وخارج البلد:

الشكل 19: القنوات المحتملة لإنشاء الأزمات المالية في سوق النقد وسوق رأس المال والاستثمار



المصدر: ودان بوعبدالله، آليات المؤسسات النقدية في التوقي ومواجهة الأزمات المالية الدولية دراسة حالة الأزمة المالية العالمية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2014-2015، ص 59، نقلا عن: علال بن ثابت، الأسواق المالية في ظل العولمة بين الأزمات ومظاهر التجديد، مذكرة ماجستير غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، 2003/2002، ص 74.

من المعلوم أن الأزمة المالية هي مجموعة من حلقات الاضطراب المالي التي تقود إلى الأخطار. هذه الاضطرابات تمس أحد الأسواق التالية: سوق الاستدانة (سوق القروض والسندات)، سوق الصرف، سوق الودائع والسوق المالية، يوضح هذا الشكل مختلف القنوات المحتملة لإنشاء الأزمات المالية بين مختلف الأسواق، وفيما يلي شرح لهذه القنوات:

- القناة الأولى: تمثل انتقال أزمة المديونية من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي، فالانقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول قد يؤثر سلبا على البنوك ويزيد من احتمال إفلاسه .
- القناة الثانية: تبين الحالة العكسية للقناة الأولى، حيث أن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك سيؤدي إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدينين وبالتالي احتمالات إفلاسهم كذلك. والشاهد على ذلك ما حدث في الأزمة البنكية بالولايات المتحدة الأمريكية سنة 1929.
- القناة الثالثة: أزمة في سعر الصرف من شأنها أن تؤدي إلى اضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرين عنها والتحول إلى سندات بعملة أخرى.

- القناة الرابعة: إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث هلعاً لدى المستثمرين (الأجانب خاصة) فيقومون بالتخلي عن تلك السندات، فيحدث هناك اضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة كميات البيع الكبيرة المعروضة.
 - القناة الخامسة: قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر في رأس المال (خسائر الصرف)، وهو ما سبب أزمة مصرفية لدى البنوك.
 - القناة السادسة: إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات الالتزامات مع الخارج خاصة، سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بعمليات مع الخارج.
 - القناة السابعة والثامنة: تمثل القناتان الانتقال من الأزمة في أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات، وهي غالبية الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم. فنتيجة ارتفاع سعر الفائدة تصبح السندات قديمة الإصدار أقل مردودية من تلك حديثة الإصدار، بالإضافة إلى هذا تصبح الأسهم بدورها أقل مردودية من السندات الحديثة الإصدار، وهذا ما يدفع بالمستثمرين إلى استبدال الأسهم مقابل السندات الجديدة الإصدار، مما يعني حدوث أزمة في سوق الأموال الخاصة.
 - القناة التاسعة والعاشر: تعبر عن انتقال الأزمة من أسواق الودائع إلى أسواق المال والعكس، حيث أن عدداً كبيراً من البنوك تعتبر كمتعاملين في السوق المالية، سواء كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية. كما أن البنوك خاصة في الدول المتقدمة تمتلك حصة كبيرة من رسملة السوق المالي، فقد تضطر البنوك عند إفلاسها إلى بيع حصص أسهمها في السوق المالي مما يؤدي إلى انخفاض سعر الأسهم
 - وبالتالي حدوث أزمة في سوق الأموال الخاصة (الانتقال من أزمة بنكية إلى أزمة السوق المالي). كما أن الانخفاض الحاد في مؤشرات البورصة قد يؤدي إلى حدوث أزمة بنكية بإمكانية تعرض عدد كبير من البنوك للإفلاس باعتبارها متعامل في السوق المالي.
 - القناة الحادية عشرة: قد يؤدي انخفاض مؤشرات البورصة (أزمة سوق مالي) إلى طرح الأصول المالية من قبل المتعاملين في السوق المالي وحصولهم على السيولة، مما يعني سحب العملة النقدية من السوق وبالتالي حدوث أزمة في سوق الصرف.
 - القناة الثانية عشرة: يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك إلى حدوث هلع كبير لدى المستثمرين الأجانب، فيقومون بالتخلي عن أصولهم المالية المقيمة بتلك العملة، والذي ينجر عنه انخفاض أسعار الأصول المالية في السوق المال.
- القناة التجارية:**

وتحتل المرتبة الثانية من حيث درجة سرعة نقل الأزمات الاقتصادية، فالشركات والمؤسسات المتأزمة تعتمد إلى إغلاق مؤسساتهم، أو إلى تقليص أعمالها وخفض إنتاجها، وتقليص العمالة لديها، بالتالي تراجع الأعمال التجارية، وتنكمش التجارة الخارجية، كما أن تراجع مستوى الأداء الاقتصادي للدولة المتأزمة يؤدي إلى انخفاض مستوى مستورداته من دول العالم، بسبب انخفاض مستوى استهلاكه، وهو ما يعني نقل آثار الركود إلى الدول المصدرة لها.

سوق العمالة

وتعتبر من أقل الأسواق نقلاً للأزمات الاقتصادية بين الدول، حيث لا تظهر تأثير الأزمة إلا بعد فترة لا يمكن اعتبارها قصيرة المدى، حيث ترتفع معدلات البطالة في معظم الدول تأثراً بالأزمة خاصة العمالة غير الماهرة، الأمر الذي يؤدي لتقليل مداخيل العمل خصوصاً المهاجرين منهم الذين يقللون من تحويلاتهم لدولهم الأم وما ينجر عن ذلك من أثر سلبي.

7. معالجة الدورات الاقتصادية

يركز الاقتصاديون على مجموعتين رئيسيتين من الاستراتيجيات لمواجهة الدورات الاقتصادية وتعزيز الاستقرار الاقتصادي هما:

أ. الاستراتيجية النشطة: وتقوم على تحولات جادة في السياسات النقدية والمالية، ففي فترات الركود يوجه البنك المركزي أدواته التقليدية (السوق المفتوحة، وسعر الخصم والاحتياطي القانوني) لزيادة عرض النقود وفي نفس الوقت، تقوم السلطات المالية بزيادة الإنفاق الحكومي من جانب وتخفيض الضرائب من جانب آخر، والعكس في فترات الرخاء التضخمي، وتنسق هذه السياسات مع أدوات الاستقرار التلقائية والتي بموجبها تتغير مستويات الإنفاق الحكومي ومعدلات الضرائب بهدف استقرار الطلب الإجمالي قريباً من مستوى الناتج عند التشغيل الكامل.

ب. الاستراتيجية الغير نشطة: تقر هذه الإستراتيجية أن آلية التعديل الذاتي (من خلال أدوات الاستقرار التلقائية) للاقتصاد ستكون كافية بتجنب التقلبات الدورية. وتبنى الإستراتيجية غير النشطة على قاعدة النمو النقدي (الثابت) لفريدمان والتي تنص على أن زيادة عرض النقود بأقل من معدل نمو الناتج الحقيقي يعني تقلص عرض النقود بالنسبة للناتج الحقيقي وبالتالي فإن السياسة النقدية ستعمل على تفعيل التأثير التحديدي خلال فترة الرخاء التضخمي، وبالمقابل فإن زيادة عرض النقود أكثر من معدل نمو الناتج الحقيقي ستعمل على تعديل الاتجاه التصاعدي لمعدلات التضخم.

وهكذا تقوم الإستراتيجية غير النشطة على أسلوب توقف وثم تحرك وذلك بدلاً من كبح صناع القرار للعرض النقدي بقوة بعد عدة مرات من التوسع ومن ثم زيادة التضخم المتولد مما يدفع الاقتصاد إلى الركود.

ثامناً: الهجمات المضاربة

1. المضاربة:

ويقصد بها تعاقد على شراء عملة أجنبية بسعر معين وبيعها في موعد أجل أو مستقبلي بسعر أعلى بناء على توقعات قوى العرض والطلب بالتالي فالمعامل معرض للخسارة في حال التغير في سعر الصرف عكس توقعاته، وعليه فالمضاربة تسعى للاستفادة من اختلاف متوقع في قيمة العملة داخل سوق صرف واحد لكن مع اختلاف الآجال.

فإذا توقع المضاربون في الأسواق المالية أن سعر أصل ما سيرتفع في المستقبل، في هذه الحالة سيتجه هؤلاء المتعاملين لشراء أكبر كمية ممكنة من هذه العملة والاحتفاظ بها لبيعها في المستقبل عند تحقق التوقع الخاص بهم، وبالعكس، إذا توقعوا بعض انخفاض سعر أصل ما في المستقبل، فسيلجئون إلى بيع ما يملكونه من الأصل الآن.

وقد يتحقق ما توقعه هؤلاء المضاربون وقد لا يتحقق ما يعني أنهم يعرضون أنفسهم لمخاطر على أمل الحصول على ربح مستقبلي محتمل، فإذا تحققت تنبأ ته وتوقعاته حول تغيرات السوق فإنه سيحقق مكاسب وإذا لم تتحقق توقعاته فإنه سيخسر، ويطلق عادة على المضارب الذي يتوقع ارتفاع في قيمة الأصل بالمضارب على الصعود **Bull**، أما المضارب الذي يتوقع انخفاض قيمة الأصل بالمضارب على الهبوط **Baer**، والمضاربون عادة هم الأفراد وشركات ذات ثروات الكبيرة أكثر من كونهم بنوك.

2. الهجمة المضاربة:

الهجمة المضاربة هي استراتيجية في مجال التداول في الأسواق المالية وهي عملية يقوم فيها مستثمرون أو مجموعات استثمارية بشراء أو بيع أصول بشكل مكثف بهدف التأثير على سعرها بالانخفاض من خلال التخلص الموسع مما يملكونه من الأصل الذي يتعرض للهجمة مما يؤدي إلى انخفاض الطلب عليه، أو بالارتفاع من خلال تكثيف عمليات الشراء من هذا الأصل مما ينعكس على زيادة الطلب على هذا الأصل في السوق.

مستندين في ذلك على سلوك القطيع الذي ينتهجه أغلب المستثمرين في الأسواق المالية ففي حال تعرض أصل معين لهجمة مضاربة (سواء بالارتفاع أو الانخفاض) من قبل كبار المتعاملين في السوق أو أغلبهم فسيحذو باقي المتعاملين حذوهم بالقيام بنفس الاجراء مما ينعكس على سعر هذا الأصل في السوق إيجاباً أو سلباً.

غالبًا ما يتم استخدام الهجمات المضاربة لتحقيق مكاسب مالية سريعة، وقد يكون لها أسباب أخرى من مثل: انخفاض الثقة في الاقتصاد، أو توقعات بتغير قيمة الأصل في السوق، اضطرابات سياسية أو اقتصادية....

ولكن يمكن أن يكون لها أيضاً عواقب سلبية على الاقتصاد ككل، الأمر الذي قد يحدث أزمة مالية أو اقتصادية في البلد وهو ما حصل لدول النمرور الآسيوية سنة 1997.

تاسعاً: نتائج وتكاليف الأزمات الاقتصادية:

1. مفهوم الأزمة:

لا يوجد مفهوم أو تعريف محدد لمفردة الأزمة* لكن المعنى الاصطلاحي لها يدور بصفة عامة حول معنى الشدة والقحط وهي ظاهرة تعبر عن خلل عميق قد وقع في واحدة على الأقل من مؤشرات الاقتصاد الكلي أو الجزئي وتُعرف بأنها مرحلة حرجية تواجه المنظومة الاجتماعية ينتج عنها خلل أو توقف بعض الوظائف الحيوية لهذه المنظومة أو كلها ويصاحبها تطور سريع في الأحداث ينجم عنه عدم استقرار في النظام الأساسي لهذه المنظومة مما يدفع سلطة اتخاذ القرار فيها إلى ضرورة التدخل السريع لنجدها وإعادة التوازن لهذا النظام، فهي اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى وبصفة عامة.

ويمكن تعريفها بأنها تهديد أو خطر لأهداف وقيم ومعتقدات وممتلكات الأفراد والمنظمات والدول والتي تحد من عملية اتخاذ القرار؛ فتلاحق الأحداث فيها وتشابك الأسباب معها بالنتائج يفقد متخذ القرار القدرة على السيطرة عليها أو على اتجاهاتها المستقبلية، فأى قرار يتخذ في ظل عدم التأكد وقصور المعرفة واختلاط الأسباب بالنتائج وتداعي كل منهما بشكل متلاحق ليزيد من درجة المجهول عن تطورات ما قد يحدث مستقبلاً من الأزمة وفي الأزمة ذاتها.

والأزمة ظرف يتسم بعدم التوازن ويمثل نقطة تحول في حياة الفرد، الجماعة، أو المنظمة، أو المجتمع، وغالباً ما ينتج عنه تغيير كبير، فهي كل حالة أو أمر مهما كان موضوعه ومجاله لا يستطيع صاحبه أو أصحابه-أطرافه- وضع حد لاشتداده وتطوره إلى الأسوأ فتصبح له الأولوية المطلقة في ضرورة التعامل معه واتخاذ القرار لحسمه لأنه يهدد إحدى القيم العليا في المؤسسة بشكل لا يمكن التسامح معه.

وللأزمة جانبين جانب إيجابي وآخر سلبي فهي لا تعد فقط خطراً بل فرصة أيضاً فالجانب المدمر للأزمة شرط لا بد منه لتطوير المنظمة فالحياة والموت والنظام والفوضى والبناء والهدم والأداء العادي والأزمة يجب ألا ينظر إليهما كمتضادات بل كوحدة كاملة. لإتاحة المجال لقيام عمليات ودورات إنتاجية حديثة.

* - تعني الأزمة في اللغة - في المعجم الوسيط - الشدة والقحط فتأزم الشيء أي اشتد وضاق.

2. اثر الأزمات الاقتصادية:

تختلف آثار الأزمات باختلاف أنواعها ومسبباتها لكنها اجمالاً تندرج ضمن الآثار التالية:

أ- تداعيات الأزمات على الاقتصاد النقدي:

- تقلص حجم التمويل وندرته؛
 - إفلاس متواصل لكثير من البنوك والمؤسسات المالية؛
 - تذبذب أسعار الذهب والعملات وما لذلك من تأثيرات سلبية على التجارة الدولية وبالتالي على اقتصاديات الدول؛
 - سحب الودائع والادخارات من البنوك نتيجة فقدان ثقة المدخرين في البنوك إضافة إلى انخفاض القيمة الحقيقية للمدخرات؛
 - نقص السيولة المتداولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات المالية وهو ما يؤدي إلى انكماش النشاط الاقتصادي- انخفاض مستوى التداولات في أسواق النقد والمال؛
- كل الآثار السابقة وغيرها تؤثر على الاستقرار المالي للدولة ككل.

ب- تداعيات الأزمات على الاقتصاد الحقيقي: من بينها:

- انكماش الاقتصاد: تؤدي الأزمات الاقتصادية إلى حدوث تباطؤ حاد في النشاط الاقتصادي قد يتحول إلى ركود وتراجع الإنتاج والنمو الاقتصادي حسب شدة الأزمة وعمقها؛
- انخفاض مستوى الطاقة المستغلة في الشركات بسبب نقص السيولة، وتجميد الحصول على القروض من المؤسسات المالية، مما يؤدي إلى انخفاض الإنتاجية على المدى الطويل؛
- ارتفاع حاد في نسب البطالة حيث تقوم الشركات بتقليص الإنتاج والوظائف لتقليل التكاليف في محاولة منها لمواجهة الأزمة وتقليل الخسائر؛
- انخفاض الاستهلاك والإنفاق بصفة عامة سواء من الأفراد أو المؤسسات أو الدول بسبب ضعف السيولة؛
- انخفاض المبيعات بسبب انخفاض معدلات الاستهلاك والإنفاق والادخار والاستثمار وهو ما يؤدي إلى مزيد من الكساد والبطالة والتعثر والتوقف والتصفية والإفلاس ويخلق انكماش في حجم التجارة العالمية؛
- إفلاس العديد من الشركات؛
- التراجع في حجم الصادرات النفطية، وغير النفطية نحو الأسواق الرئيسية بسبب تباطؤ النشاط الاقتصادي وانكماش التجارة الدولية؛

- تراجع أسعار النفط للدول المنتجة والمصدرة له الناجم عن انخفاض الطلب؛
 - تحقيق عجز في موازين المدفوعات؛
 - تحقيق عجز في الميزانية العمومية الناتج عن انخفاض الإيرادات مما يقلل من قدرتها على تقديم الخدمات العامة وتنفيذ البرامج الاجتماعية؛
 - انخفاض المستوى المعيشي وزيادة نسبة الفقر وأعداد الفقراء والتوترات الاجتماعية بشكل متزايد مع امتداد الأزمة؛
 - انخفاض المعونات والتحويلات المقدمة للبلدان النامية المتضررة من آثار الأزمة، بفعل تراجع النشاط الاقتصادي وتسريح العمالة في الدول الصناعية، مما يزيد من عدد الفقراء في الدول النامية؛
 - زيادة الضغوط التضخمية؛
 - انخفاض قيمة الاحتياطي من الدولار عند الدول التي تعتمد بشكل كبير في صادراتها على المنتج الواحد المرتبط بهذه العملة، وخسارة جزء من أصول بعض البلدان المستثمرة في الأسواق المالية العالمية، أو في بعض الشركات العابرة للقارات (الصناديق السيادية، ودائع في الاحتياطي الفدرالي... إلخ)؛
 - انخفاض قيمة العملة مما يزيد من تكلفة الواردات ويؤدي إلى تضخم الأسعار؛
 - قد تؤدي الأزمات الاقتصادية إلى تغييرات في السياسات الحكومية وتأثيرات سياسية متعددة، بما في ذلك تغييرات في الحكومات.
- وفيما يلي لمحة عن أبرز أزمات النظام الرأسمالي وأثارها:

الجدول 11: لمحة حول أهم أزمات الرأسمالية للعقود الماضية

الأزمة	الأسباب والمظاهر
أزمة شباط/فبراير 1637	استفحال ظاهرة المضاربة في أوروبا أدى إلى انخفاض مفاجئ للأسعار تسبب في إفلاس المضاربين، وقد اعتبرها المؤرخون أولى الأزمات المالية الناتجة من المضاربة.
أزمة 1720	تعرضت كل من فرنسا وبريطانيا لأزميتين متتاليتين جراء انهيار أسعار أسهم الشركات التي تستغل موارد العالم الجديدة
أزمة شباط/فبراير 1797	يقرر بنك إنجلترا تعليق التخليص نقداً نظراً إلى الانحصار الذي وقع في احتياطه، وهو ما أدى إلى سحب مدخرات المواطنين والشركات، والتسبب في إفلاس جماعي.
أزمة 1810	بعد قيام نابليون بضرب حصار على إنجلترا تأثر نظام الائتمان ولم تستطع البنوك تحصيل حقوقها على الشركات جنوب أمريكا مما أحدث أزمة سيولة وموجة بطالة.

أزمة 1819	صرف أموال باهظة على حرب 1812 وسياسة التقشف التي فرضها البنك المركزي أدت إلى حدوث أزمة مالية في الولايات المتحدة الأمريكية.
أزمة 1825	المضاربة الشديدة على الاستثمارات في أمريكا اللاتينية أدت إلى انخفاض قيم أسهم هذه الاستثمارات في بورصة لندن، الأمر الذي تسبب في إفلاس عدد كبير من البنوك والشركات، وهي أولى الأزمات التي مست البورصة في بريطانيا.
أزمة 1836	اشتراط بيع الأراضي مقابل معادن ثمينة شكل ضربة قاضية للمضاربة في سوق العقار في أمريكا، ونظراً إلى حجم الديون واقتراض البنوك الأمريكية من نظيرتها البريطانية، فقد انعكس هذا القرار على قيم أسهم البنوك البريطانية، وأدى بالتالي إلى انهيار في بورصة العقار البريطاني وانتقالها إلى البورصة الأمريكية.
أزمة أيار/مايو 1873	أعلنت بورصتا فيينا والنمسا فترة الكساد الاقتصادي العالمي بسبب المضاربات الضخمة التي لا تقابها ضمانات، ولم تكن مغطاة بإنتاج اقتصادي حقيقي مما سبب انهياراً في بورصة أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية
أزمة تشرين الأول/أكتوبر 1929	فقد مؤشر «داو جونز» ثلث قيمته وتبعه ركود وانحسار في الإنتاج العالمي بـ50 بالمئة، وتعد تلك الأزمة أشهر الأزمات المالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي وأقواها أثراً، إذ هبطت أسعار الأسهم في سوق المال الأمريكية بمعدل 13 بالمئة، التي انعكست على الانهيارات المتوالية في أسواق المال الدولية، وقد استمر أثر هذه الأزمة عشر سنوات.
أزمة 1944	إقامة نظام نقدي دولي جديد «بريتون وودز» يعتمد على قاعدة الذهب والدولار، بخلاف رأي كينز الذي أراد قطع العلاقة بين إصدار النقود والذهب وربطه بألية حقوق السحب الخاصة.
أزمة 1971	نهاية قابلية التحويل الثابت بين الدولار والذهب ليحدد سعره وفق السوق، وأصبحت أسعار الصرف مرنة وفي السنوات التي تلت، وبسبب غياب القوانين المنظمة، أزيلت الحواجز بين الأسواق المالية، وخضعت معدلات الفائدة لاضطرابات قوية.
أزمة 1974	إفلاس البنك الألماني «هيرستات» بسبب التفاوت في التوقيت بين ألمانيا والولايات المتحدة الأمريكية، وهي أول مرة يتم من خلالها التعرف على الخطر النظامي.
أزمة 1982	أزمة الديون العالمية التي نشأت إثر توسع البنوك التجارية العالمية في الإقراض لحكومات دول العالم الثالث نتيجة تحرير القطاع المالي والمصرفي وحرية حركة رؤوس الأموال وقد اقترنت حركة التوسع في الإقراض بإعلان الدول المدينة عدم قدرتها على الوفاء بأعباء الديون وخدماتها، مثلما حدث في المكسيك عام 1988.
أزمة 1985	توقف نظام التشغيل في بنك نيو يورك لمدة 28 ساعة أدى إلى التوقف الكلي لعمليات السحب والدفع للقروض الحكومية، وهو ما استدعى تدخل البنك المركزي سريعاً بـ20 مليار دولار.

انخفاض قيمة الدولار كسعر صرف وارتفاع أسعار الفائدة المتعلقة بالمدى الطويل لغاية 400 نقطة، أدّى إلى انهيار في بورصة الأسهم في لندن وأمريكا، الأمر الذي استدعى تدخل البنك المركزي الأمريكي.	أزمة تشرين الأول/أكتوبر 1987
تعرض الجنيه الإسترليني لموجة مضاربات أغرقته، وهو ما تسبب في تشويه النظام النقدي الأوروبي.	أزمة أيلول/سبتمبر 1992
وتسمى الأزمة الاقتصادية المكسيكية، وذلك لأن ارتباط عملة البلد بالدولار الأمريكي شكل ضماناً وهمية شجعت على الاستدانة الأجنبية مما سبب عجزاً في ميزان المدفوعات واستدعى تدخل الولايات المتحدة لكونها أقرب جيران المكسيك..	أزمة 1994
الأزمة الآسيوية، أصبحت تايلاند وكوريا الجنوبية على حافة الانهيار المالي، وتم اتخاذ إجراءات تعديل عنيفة، أدخلت الاقتصاد في مرحلة ركود قاس دفع ثمنها من أجور العمال التي انخفضت أكثر من 30 بالمائة بسبب انخفاض قيمة النقود.	أزمة 1997
تم إنقاذ السوق المالية من كارثة محققة بفضل مبادرة الاحتياطي الأمريكي وبمساهمة 100 أكبر بنك في العالم وذلك بسبب المشتقات المالية التي سببت انهياراً كبيراً في بنوك دول الاتحاد السوفياتي سابقاً، وهددت النظام المالي العالمي.	أزمة أيلول/سبتمبر 1998
أزمة الإنترنت أو الدوت كوم (أزمة مؤشر ناسداك)، ضعف النمو الاقتصادي الأمريكي ليبقى مدعوماً بالاستهلاك العائلي المرتبط بمعدلات الفائدة المنخفضة جداً، وارتفاع قيمة العقارات والقروض السهلة نتيجة إدراج أسهم شركات الإنترنت في سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة، وهو ما يعرف بمؤشر ناسداك حيث ارتفعت أسعار أسهم تلك الشركات بشكل كبير فأدت في عام 2000 إلى انفجار تلك الفقاعة (سميت آنذاك فقاعة شركات الإنترنت).	أزمة أيار/مايو 2000
ما عرف باسم هجمات تنظيم القاعدة على برج نيويورك، وما نتج منها من انهيارات كبيرة في أسواق المال الأمريكية وتضرر شبكات اتصال حيوية كأنظمة المقاصة.	أزمة أيلول/سبتمبر 2001
بداية انخفاض العقارات في بعض مناطق الولايات المتحدة واستمرار انهيار البورصة، وإفلاس أكبر البنوك في العالم، مع توالي العديد من الفضائح في الميدان المالي، وتوالي انهيار أكبر المصارف وإفلاسها في ما بات يعرف بأزمة الرهن العقاري.	أزمة 2007

المصدر: شريط عابد، معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي، مجلة بحوث اقتصادية عربية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، القاهرة، العددان 48-49، خريف 2009-شتاء 2010، ص ص 46-48.

خاتمة عامة

خاتمة:

شهدت السنوات الأخيرة تطوراً كبيراً في المبادلات التجارية وتنامياً متسارعاً في الاستثمارات الخارجية المباشرة والغير مباشرة، وتزايداً في الروابط المالية والتجارية بين الدول والشركات بمختلف أشكالها والأفراد عبر الحدود والأقاليم والقارات. وهذه التطورات لن تتوقف لما يكتنف الاقتصاد العالمي من تغير مستمر ودائم، الأمر الذي يخلق تحديات وفرص متجددة تستدعي البحث المستمر والتفكير الاستراتيجي، ويتطلب الاستعداد الدائم للتكيف والابتكار.

في هذه المطبوعة، قمنا باستكشاف جزء بسيط من المالية الدولية ضمن الموضوعات المسطرة وزارياً في برنامج المقياس، اكتشفنا من خلالها الروابط الاقتصادية، التي يعبر عنها بالكم الهائل من التدفقات النقدية والحقيقية بين بلدان العالم المختلفة، كما تعلمنا التحديات والفرص التي يمكن أن تشكل مستقبل الاقتصاد العالمي ذو الصبغة المتغيرة، أسس وتحديات الأسواق المالية الدولية، وأهمية الاستقرار المالي وكيفية تحقيقه. كما أدركنا أن التعاون الدولي في مجال المالية يلعب دوراً حاسماً في تعزيز الاستدامة والتنمية الاقتصادية في حال ما تم بشكل صحيح ومدرّس.

إن فهم المالية الدولية أصبح أكثر أهمية من أي وقت مضى في ظل تزايد سرعة التكنولوجيا وتعاقد التحديات البيئية والسياسية للحفاظ على الاستقرار المالي والاقتصادي الوطني والدولي، ولتطوير القدرة على التكيف واتخاذ القرارات المناسبة، وما هذه المطبوعة إلا نقطة انطلاق لمزيد من التعلم والبحث والاطلاع في المجال.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

I- الكتب:

1. أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة والنشر، القاهرة، 2001.
2. إمام محمد سعد، البترو دولار والاستثمار الأجنبي دراسة تحليلية "تداعيات أسعار البترول على أسواق رأس المال والتمويل الدولي، ط1، المكتب العربي للمعارف، القاهرة، 2014.
3. باري ن سيجل، النقود والبنوك والاقتصاد وجهة نظر النقاد، ترجمة: طه عبد الله منصور، عبد الفتاح عبد الرحمن عبد المجيد، دار المريخ للنشر، الرياض، 1987.
4. بلقاسم زايري، المالية والتجارة الدولية ملخصات المحاضرات وتمرين منهجية، ج2، الناشر الجامعي الجديد، تلمسان، الجزائر، 2017.
5. بني هاني حسين، الأسواق المالية طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المشتقة، دار الكندي للنشر والتوزيع، الأردن، 2018.
6. بول أ سامويلسون، ويليام د نوردهاوس، الاقتصاد، ترجمة هشام عبد الله، الدار الأهلية للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
7. توماس ماير، جيمس إس دوسينبري، روبرت زاد ألبرت، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 2002.
8. جبار محفوظ، البورصة وموقعها من اسواق العمليات المالية، دار هومة للنشر، الجزائر، 2002.
9. جمال جويدان الجمل، الاسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الاردن، 2002.
10. جهاد أحمد أبو السندس، عبد الناصر طلب نزال الزيد، مبادئ الاقتصاد الكلي مفاهيم وتطبيقات عملية، دار تسنيم للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
11. جيمس جواريتيني، ريشارد ستروب الاقتصاد الكلي الاختيار العام والخاص، ترجمة: عبد الفتاح عبد الرحمن، عبد العظيم محمد، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 1999.
12. حازم الببلاوي، النظام الاقتصادي الدولي المعاصر من نهاية الحرب العالمية الثانية إلى نهاية الحرب الباردة، سلسلة عالم المعرفة، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، 2000.
13. حسني خريوش، عبد المعطي رضا ارشيد، محفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية بورصة الأسهم والسندات المالية، دار زهران للنشر والتوزيع، الاردن، 2011.
14. خالد واصف الوزني، احمد حسين الرفاعي، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، دار وائل للطباعة والنشر، الأردن، 2007.
15. رمزي زكي، التاريخ النقدي للتخلف، سلسلة عالم المعرفة، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، 1987.

16. دريد كامل آل شبيب، المالية الدولية، دار اليازوردي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
17. دومينيك سالفاتور، سلسلة وملخصات شوم "نظريات ومساائل في الاقتصاد الدولي"، ترجمة محمد رضا علي العدل، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
18. سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، النقود والبنوك والمصارف المركزية، دار اليازوردي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
19. سي بول هالود، رونالد ماكدونالد، النقود والتمويل الدولي، ترجمة، محمود حسين حسني، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 2007.
20. سيد البواب، برامج التثبيت والتكيف الهيكلي لصندوق النقد الدولي والبنك العالمي، ط5، البيان للطباعة والنشر، مصر، 2005.
21. شاعر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، ط4، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008.
22. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ط6، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
23. عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية "بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
24. فؤاد مرسي، الرأسمالية تجدد نفسها، سلسلة عالم المعرفة، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، 1990.
25. عبد الكريم شنجار العيساوي، عبد المهدي رحيم العويدي، السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية والمالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2014.
26. عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
27. علي عبد الفتاح أبو شرار، الاقتصاد الدولي، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007.
28. فتيني مايا، العملة المالية، ط1، دار الحامد، الأردن، 2017.
29. فضل علي مثنى، الآثار المحتملة المنظمة التجارة العالمية على التجارة الخارجية والدول النامية، مكتبة مدبولي، القاهرة، 2000.
30. محمد صالح القرشي، المالية الدولية، مؤسسة الوراق، عمان، 2007.
31. محمود حامد محمود، العلاقات النقدية الدولية، ط1، دار حميثرا للنشر، القاهرة، 2017.
32. محمد عمر حماد أبودوح، منظمة التجارة العالمية واقتصاديات الدول النامية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
33. محمد سيد عابد، التجارة الدولية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، 2001.
34. مدني بن شهرة، الاصلاح الاقتصادي وسياسة التشغيل (التجربة الجزائرية)، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
35. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2015.

36. هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الكلي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.
37. هيل عجمي جميل الجنابي، التمويل الدولي والعلاقات النقدية الدولية، دار وائل للنشر والتوزيع، الاردن، 2014.
38. وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي قضايا نقدية ومالية، ط1، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2001.
39. وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، ج2، ط1، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2003.
40. المرسي السيد حجازي، منظمة التجارة العالمية: عرض تاريخي تحليلي - لبنان ومنظمة التجارة العالمية، الدار الجامعية، لبنان، 2001.
41. عادل أحمد حشيش، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2000.
42. عاطف السيد، الجات والعالم الثالث "دراسة تقييمية للجات واستخراجية للمواجهة"، مجموعة النيل العربية، مصر، 1999.
43. عبد المطلب عبد الحميد، الجات وآليات منظمة التجارة العالمية من أوروغواي لسياتل وحتى الدوحة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
44. عرفان تقني الحسين، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، 1999.
45. غازي عبد الرزاق النقاش، التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية، ط2، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
46. مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.
47. مفيد عبد اللاوي، محاضرات في الاقتصاد النقدي والسياسات النقدية، مطبعة مزوار، الوادي، الجزائر، 2007.
48. ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية "العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق"، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، الاردن، 2004.
49. محمد إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2009.
50. نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين، تاريخ الأزمات الاقتصادية في العالم، دار الكتاب الجامعي، الامارات العربية المتحدة، 2014.
51. هيثم يوسف عويضة، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها الإقليمية، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2015.
52. سميرة أيوب، صندوق النقد الدولي وقضية الإصلاح الاقتصادي والمالي دراسة تحليلية، مركز الاسكندرية للكتاب، الاسكندرية، 2000.

53. اكرام عبد العزيز، الاصلاح المالي بين نهج صندوق النقد الدولي والخيار البديل، بيت الحكمة للنشر، بغداد، العراق، 2002.
54. عدنان حسين يونس، التمويل الخارجي وسياسات الاصلاح الاقتصادي تجارب عربية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الاردن، 2022.
55. عثمان أبو حرب، الاقتصاد الدولي، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
56. محمد دويدار، محاضرات في الاقتصاد الدولي، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، 2003.
57. بسام الحجار، العلاقات الاقتصادية الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر، لبنان، 2003.
58. نعمة الله نجيب، محمود يونس، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والصيرفة والسياسات النقدية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
59. طارق عبد العال حماد، ادارة المخاطر، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2007.
60. إبراهيم بن حبيب الكروان السعدي، قراءة في الأزمة المالية المعاصرة، ط2، دار جرير للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
61. عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمات المالية العالمية أزمة Sub-prime، ليجند للنشر، الجزائر، 2009.
62. عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
63. سامي محمد هشام حريز، المهارة في إدارة الأزمات وحل المشكلات "الأسس النظرية والتطبيقية"، ط1، دار البداية، عمان، 2007.
64. معن محمود عياصرة، مروان محمد بني أحمد، إدارة الصراع والأزمات وضغوط العمل والتغيير، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
65. محسن أحمد الخضير، إدارة الأزمات "منهج اقتصادي إداري لحل الأزمات على مستوى الاقتصاد القومي والوحدة الاقتصادية"، مكتبة مدبولي، ط2، القاهرة، 1990.
66. محمود خلف جاد الله، إدارة الأزمات، ط1، دار أسامة، الأردن، 2008.
67. عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، أبو ظبي، 2002.
68. عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.
69. محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2000.
70. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.

71. بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زايد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، 2019.

II- الملتقيات والندوات والتظاهرات:

72. عبد الحق بوعتروس، تقنيات إدارة مخاطر سعر الصرف، مؤتمر إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة الأردنية، 2007.

73. عبد القادر شلالي، علال قاشي، مدخل استراتيجي لإدارة المخاطر المالية، الملتقى الدولي الأول حول: إدارة المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات دول العالم، جامعة آكلي امحمد أولحاج، البويرة، 26-27/11/2013.

74. نبيل حشاد، الاحتياطات الدولية وانعكاساتها على سياسة سعر الصرف والتصنيف الائتماني السيادي لمصر، محاضرة الجمعية المصرية للبحوث الاقتصادية، 11 مارس 2013.

75. محمد سحنون، شعيب يونس، دور الصكوك الإسلامية الحكومية في التقليل من أزمات الديون السيادية، الملتقى الوطني حول: الأسواق المالية والعولمة، المركز الجامعي أمين العقال الحاج موسى أق أخموك تمناست، 09-10 أفريل 2013.

III- مذكرات الماجستير وأطروحات الدكتوراه:

أ- أطروحات الدكتوراه:

76. بربري محمد أمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010-2011.

77. بن قدور بن علي، دراسة قياسية لسعر الصرف الحقيقي التوازني في الجزائر 1970-2010، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013.

78. بلحارث ليندة، نظام الرقابة على الصرف في ظل الاصلاحات الاقتصادية في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2013.

79. حياة نجار، إدارة المخاطر المصرفية وفق اتفاقية بازل دراسة واقع البنوك التجارية العمومية الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2013-2014.

80. جبوري محمد، تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بائل، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013.

81. دوحة سلمي، أثر تقلبات سعر الصرف على الميزان التجاري وسبل علاجها "دراسة حالة الجزائر"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.

82. عامر عمران كاظم المعموري، فاعلية أداء الأسواق المالية في ظل الأزمات الاقتصادية، أطروحة

- دكتوراه غير منشورة، جامعة بغداد، 2009.
83. ودان بوعبدالله، آليات المؤسسات النقدية في التوقي ومواجهة الأزمات المالية الدولية دراسة حالة الأزمة المالية العالمية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 20014-2015.
- ب- رسائل الماجستير:
84. بغداد زيان، تغيرات سعر صرف اليورو والدولار وأثرها على المبادلات التجارية الخارجية الجزائرية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة وهران، 2012-2013.
85. محمد الأمين خنيوة، فعالية إدارة النفقات النقدية من خلال أدوات السوق النقدي دراسة حالة مؤسسة الاسمنت حامة بوزيان CSHB، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007-2008.
86. زاهر عبد الحليم خضر، تأثير سعر الصرف على المؤشرات الكلية للاقتصاد الفلسطيني 1994-2010، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الأزهر، غزة، 2012.
87. سي محمد فايزة، اختلال سعر الصرف الحقيقي "فعالية سعر الصرف الموازي" دراسة قياسية لحالة الجزائر 1974-2012، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2014-2015.
88. سعيدة شطباني، محددات سعر صرف الدينار الجزائري ودوره في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة المسيلة، 2011-2012.
89. راضية اسمهان خزاز، دور سياسات الإصلاح الاقتصادي في الدول النامية في تحقيق التنمية البشرية المستدامة دراسة حالة الجزائر خلال الفترة (2001-2012)، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة سطيف 1، 2011/2012.
90. صحراوي سعيد، محددات سعر الصرف دراسة قياسية لنظرية تعادل القوة الشرائية والنموذج النقدي في الجزائر، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2009-2010.
91. عبد العزيز برنه، تقلبات أسعار الصرف وانعكاساتها على الميزان التجاري دراسة حالة الجزائر خلال الفترة (1999-2014)، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2016.
92. علال بن ثابت، الأسواق المالية في ظل العولمة بين الأزمات ومظاهر التجديد، مذكرة ماجستير غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، 2002/2003.
93. علة محمد، أثر الدولار على الاقتصاد الجزائري، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، 2002-2003.
94. لعروق حنان، سياسة سعر الصرف والتوازن الخارجي دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري قسنطينة، 2004-2005.
95. مولاي بوعلام، سياسات سعر الصرف في الجزائر دراسة قياسية في الفترة 1990-2003، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005.

96. موري سمية، أثار تقلبات أسعار الصرف على العائدات النفطية دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2009-2010.
97. عبدلي لطيفة، دور ومكانة ادارة المخاطر في مؤسسة الاقتصادية دراسة حالة الاسمنت ومشتقاته، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة تلمسان، 2011/2012.
98. تواتي خديجة، تحليل العوامل المفسرة لسعر الصرف دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري 1980-2011، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، 2013-2014.

IV- المجلات العلمية والدوريات:

99. بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، عدد 07، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010.
100. بوحنيك هدى، دور بنك الجزائر في تسيير العمليات المالية المرتبطة بالخارج، مجلة الباحث، عدد 08، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010.
101. حسن توكل أحمد فضل، أثر السياسة النقدية والمالية في تحقيق الاستقرار بسعر الصرف في السودان 1980-2014، مجلة الشمال للعلوم الأساسية والتطبيقية، جامعة الحدود الشمالية، المجلد 01، العدد 02، نوفمبر 2016.
102. جبار محفوظ، عمر عبده سامية، اسواق راس المال الدولية: الهياكل والادوات، ابحاث اقتصادية وإدارية، العدد 03، جامعة محمد خيضر، بسكرة، جوان 2008.
103. خلدون عبد الصمد، الأزمات والدورات الاقتصادية، المجلة العربية للعلوم ونشر الأبحاث، المجلد الثاني - العدد 01، فلسطين، 15 مارس 2016.
104. صبيحي حسون الساعدي، أياد حماد عبد، أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال في بلدان مختارة، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4، العدد 7، 2011.
105. سماعلي فوزي، تدفقات رؤوس الأموال وترتيبات أسعار الصرف في الأسواق الناشئة والاقتصاديات الانتقالية "البدائل الممكنة لنشوء الاقتصاد الجزائري"، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 5، جامعة محمد خيضر، بسكرة، جوان 2009.
106. علاء عبد الحسين السعدي، إلهام جعفر الشاوي، طرائق وأساليب التحوط من تقلبات أسعار صرف العملات والعوامل المؤثرة فيها، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 30، المجلد 8، العراق، 2012.
107. اعتصام جابر الشكرجي، محمد علي إبراهيم العامري، إدارة مخاطر أسعار الصرف الأجنبي باستخدام أدوات التحوط المالي دراسة تحليلية تطبيقية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد الثامن، العدد 23، الفصل 2، جامعة بغداد، 2013.

108. لزعر علي، معدل الصرف العلي الحقيقي وتنافسية الاقتصاد الجزائري، مجلة الباحث، عدد11، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.
109. عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد6، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، 2009.
110. سحاب نادية، النقود وسعر الصرف، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد8، جامعة سكيكدة، ديسمبر 2017.
111. صحراوي سعيد، بن بوزيان محمد، دراسة قياسية للنماذج النقدية لتحديد سعر الصرف في الجزائر، Cahier du MECAS، العدد7، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، ديسمبر 2011.
112. عبد الكريم أحمد قندوز، إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية: مدخل الهندسة المالية، الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد5، العدد1، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، 2013.
113. بنجامين كوهين، مستقبل عملات الاحتياطي، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد46، العدد3، سبتمبر 2009.
114. حسين عبد المطلب الأسرج، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على التجارة الخارجية للدول العربية، مجلة دراسات اقتصادية، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر، المجلد9، العدد2، سبتمبر 2009.
115. عبد الرحمان تومي، قراءة في الأزمة المالية العالمية الراهنة، مجلة دراسات اقتصادية، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر، العدد13، سبتمبر 2009.
116. شريط عابد، معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي، مجلة بحوث اقتصادية عربية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، القاهرة، العددان 48-49، خريف 2009-شتاء 2010.

V- محاضرات

117. مفتاح صالح، محاضرات المالية الدولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2005-2006.

VI- نشریات المؤسسات:

118. المعهد العربي للتخطيط، سياسات أسعار الصرف، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 23، الكويت، نوفمبر 2003.
119. صندوق النقد الدولي، اتفاقية تأسيس صندوق النقد الدولي، صندوق النقد الدولي، واشنطن، 2011.
120. التوني ناجي، الأزمات المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، العدد29، 2004.

121. العباس بلقاسم، سياسات أسعار الصرف، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 23 نوفمبر 2003.
ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية:

I- Books:

122. Paul Krugman, Maurice Obstfeld, and Marc Melitz, International Economics: Theory and Policy, 11th Edition, Pearson, 2018.
123. Dominick Salvatore, International Economics, 11th Edition, Wiley, 2013.
124. Steven Husted, Michael Melvin, International Economics, 8th Ed, Addison-Wesley, USA, 2013.
125. Michael Melvin, Stefan C. Norrbin, International Money and Finance, 8th Ed, Elsevier, USA, 2013.
126. VALDONĖ DARŠKUVIENĖ, Financial Markets, Vytautas Magnus University, Education and Culture DG, Lifelong Learning Programme, 2010.
127. Principles of corporate finance, Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, 10th ed, The McGraw-Hill/Irwin New York, 2011.
128. Frederic S Mishkin, Apostolos Serletis, The economics of money, banking and financial markets, 4th Canadian ed, Pearson Canada, Toronto, 2011.
129. Jean Tirole, The theory of corporate finance, Princeton University Press, United Kingdom, Princeton and Oxford, 2006.
130. John C. Hull, Options, futures, and other derivatives, 8th ed, Prentice Hall, the United States of America, 2012.
131. Hans Visser, ISLAMIC FINANCE Principles and Practice, Third Edition, Edward Elgar Publishers, December 2019.
132. U.S. Department of Commerce, **Foreign Exchange Risk Management**, International Trade Administration, TRADE FINANCE GUIDE.
133. RUDIGER DORNBUSCH, **INFLATION, EXCHANGE RATES, AND STABILIZATION**, ESSAYS IN INTERNATIONAL FINANCE, No. 165, October 1986.
134. Costas Arkolakis, Federico Esposito, **Exchange Rates**, Economics 407, Yale January 2014.
135. Gary R. Evans, **Exchange Rates**, Gary R. Evans, First edition March 14, 2014.

II- Magazines:

136. John F. O. Bilson and Richard C. Marston, **Exchange Rate Theory and Practice**, University of Chicago Press, 0-226-05096-3, 1984.

III- Reports:

137. Charles Engel, Kenneth D. West, **Exchange Rates and Fundamentals**, European central bank, working paper no 248, 2003.

IV- Articles and seminars:

138. Alessandro Nicita, EXCHANGE RATES, INTERNATIONAL TRADE AND TRADE POLICIES, **UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT**, POLICY ISSUES IN INTERNATIONAL TRADE AND COMMODITIES STUDY SERIES No. 56, UNITED NATIONS New York and Geneva, 2013.

139. Bank for International Settlements, real and financial effects of exchange rates BIS-HKMA Conference, **“The price, real and financial effects of exchange rates”**, 28–29 August 2017, BIS Papers No 96 The price, Hong Kong Monetary and Economic Department March 2018.

ثالثاً: مواقع الانترنت

140. <https://www.bis.org/publ/rpfx16fx.pdf>
141. <https://www.imf.org/en/About/Timeline>
142. <https://www.imf.org/ar/About/Factsheets/IMF-at-a-Glance>
143. <https://www.imf.org/en/Topics/special-drawing-right>
144. <https://www.imf.org/external/arabic/orgcharta.pdf>
145. <https://www.imf.org/en/About/executive-board/eds-voting-power>
146. <https://www.imf.org/ar/About/Organization-Chart>
147. <https://www.imf.org/en/Topics/special-drawing-right/seven-things-you-need-to-know-about-sdr-allocations>
148. <https://www.albankaldawli.org/ar/about/leadership>
149. <https://www.worldbank.org/en/about/leadership/votingpowers>
150. <https://www.albankaldawli.org/ar/about/leadership/members>
151. <https://www.albankaldawli.org/ar/about>
152. <https://www.albankaldawli.org/ar/about/history>
153. <https://www.worldbank.org/en/about/articles-of-agreement/ibrd-articles-of-agreement/article-II>
154. <https://www.worldbank.org/en/about/leadership/governors>
155. <https://www.albankaldawli.org/ar/who-we-are>
156. <https://www.ifc.org/en/about/governance-and-financial-sustainability>
157. <https://www.ifc.org/en/about>
158. <https://ida.albankaldawli.org/ar/what-ida-ar>
159. <https://www.miga.org/>
160. <https://www.miga.org/about-us>
161. <https://icsid.worldbank.org/>
162. <https://icsid.worldbank.org/about>
163. <https://www.miga.org/member-countries>
164. https://www.wto.org/english/thewto_e/thewto_e.htm
165. https://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/whatis_e.htm
166. https://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/who_we_are_e.htm
167. https://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/tif_e/org2_e.htm
168. https://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/what_stand_for_e.htm
169. https://www.wto.org/english/thewto_e/dg_e/dg_e.htm
170. https://www.wto.org/english/thewto_e/secre_e/budget_e.htm
171. https://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/who_we_are_e.htm
172. https://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/tif_e/org6_e.htm

173. https://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/what_we_do_e.htm
174. https://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/tif_e/org3_e.htm#join
175. https://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/tif_e/fact4_e.htm
176. https://www.wto.org/english/thewto_e/minist_e/min96_e/min96_e.htm
177. https://www.wto.org/english/thewto_e/minist_e/min98_e/mindec_e.htm
178. https://www.wto.org/english/thewto_e/minist_e/minist_e.htm