



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي -  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم التجارية

أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD

الشعبة: علوم تجارية

التخصص: تسويق وتجارة دولية

بعنوان:

تحليل الروابط الديناميكية لأسعار الذهب والنفط الخام  
وسعر صرف الدولار الأمريكي أثناء صدمات الأسواق العالمية  
أزمة كورونا نموذجاً 2020-2022

إعداد الطالب:

للهم عبد الكريم دبار

تحت إشراف:

للهم د رحيمة بوصبيح صالح

للهم د حنان بقاط

لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
- عقبة عبد اللاوي	أستاذ	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	رئيساً
- رحيمة بوصبيح صالح	أستاذ محاضر أ	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	مشرفاً ومقرراً
- حنان بقاط	أستاذ محاضر أ	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	مشرفاً مساعداً
- رياض ريمي	أستاذ	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	مناقشاً
- سكيينة حملاوي	أستاذ محاضر أ	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	مناقشاً
- نوال بن عمارة	أستاذ	جامعة قاصدي مرباح ورقلة	مناقشاً
- سارة ليحيمر	أستاذ محاضر أ	جامعة قاصدي مرباح ورقلة	مناقشاً

السنة الجامعية: 2023 - 2024 م





الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي -  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم التجارية

أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD

الشعبة: علوم تجارية

التخصص: تسويق وتجارة دولية

بعنوان:

تحليل الروابط الديناميكية لأسعار الذهب والنفط الخام  
وسعر صرف الدولار الأمريكي أثناء صدمات الأسواق العالمية  
أزمة كورونا نموذجاً 2020-2021

تحت إشراف :

للـم د رحيمة بوصبيح صالح  
للـم د حنان بقاط

إعداد الطالب:

للـم عبد الكريم دبار

لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
- عقبة عبد اللاوي	أستاذ	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	رئيساً
- رحيمة بوصبيح صالح	أستاذ محاضر أ	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	مشرفاً ومقرراً
- حنان بقاط	أستاذ محاضر أ	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	مشرفاً مساعداً
- رياض ريمي	أستاذ	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	مناقشاً
- سكينه حملاوي	أستاذ محاضر أ	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	مناقشاً
- نوال بن عمارة	أستاذ	جامعة قاصدي مرباح ورقلة	مناقشاً
- سارة ليحيمر	أستاذ محاضر أ	جامعة قاصدي مرباح ورقلة	مناقشاً

السنة الجامعية: 2023 - 2024 م



# الإلهام

إلى من قال فيهما عن وجل

«وَقَضَىٰ رَبُّكَ أَلَّا تَعْبُدُوا إِلَّا إِيَّاهُ وَبِالْوَالِدَيْنِ إِحْسَانًا إِمَّا يَبْلُغَنَّ عِنْدَكَ الْكِبَرَ أَحَدُهُمَا أَوْ كِلَاهُمَا فَلَا تَقُلْ لَهُمَا أُفٍّ وَلَا  
تَهْمُرْهُمَا وَقُلْ لَهُمَا قَوْلًا كَرِيمًا.....»

سورة الإسراء الآية 23

إلى من حصد الأشواك عن دربي ليمهد لي طريق العلم..... الوالد العزيز أطل الله في عمره.

إلى مرمر الحب والحنان وبلسم الشفاء..... أمي الغالية حفظها الله ومرعاها.

إلى القلوب الطاهرة الرقيقة والنفوس البريئة..... إخوتي وأخواتي.

إلى مهجة القلب ومسكن الروح..... نزوجتي الغالية.

إلى الشموع الصغيرة المنيرة للحياة حين الظلمة..... أبنائي الأغزاء.

إلى كل من أسدى إلى معروف أو نصحا أو عوناً..... وأصدقائي الأغزاء.....

..... إلى كل من له شغف البحث وطلب العلم.....

إليهم جميعاً أهدي ثمرة هذا الجهد المتواضع عرفانا وتقديراً.

عبد الكريم دبار

# شكر ونقماير

قال الله تعالى: ﴿لئن شكرتم لأزيدنكم﴾ سورة لقمان الآية 12

وقال رسول الله صلى الله عليه وسلم ﴿من لم يشكر الناس، لم يشكر الله عز وجل﴾

أحمد الله تعالى حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه ملئ السموات والأرض على ما أكرمني به من إتمام هذا العمل الذي أرجوا أن ينال مرضاه.

ثم أتوجه بجزيل الشكر وعظيم الامتنان إلى كل من:

الدكتورة الفاضلة مرحيمة بوصبيح صالح والدكتورة حنان بقاط حفظهما الله وأطال في عمرهما، لتفضلهما بالإشراف على هذه الدراسة، وعلى ما قدمته من ملاحظات وتشجيعات وحث على الاستمرار، فكانت توجيهاتهما وإرشاداتهما ذات منفعة وفائدة في تحديد ماهية موضوع الدراسة واللذان كان لهما الأثر الأكبر في إتمام هذا العمل.

أعضاء لجنة التكوين الأفاضل لكل ما قدموه من تسهيلات ونصح وإرشاد.

أعضاء لجنة المناقشة الكرام كل باسمه ومقامه لتفضلهم بقبول مناقشة هذه الدراسة.

وإلى كل أساتذة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة الوادي عبر مختلف مراحل الدراسة.

إلى عمي العزيز الدكتور نصر دبار الذي لم يخل بنصحه وتوجيهه.

عبد الكريم دبار

تهدف هذه الدراسة إلى البحث في كيفية تأثير أزمة كوفيد 19 على الروابط الديناميكية بين كل من الذهب والنفط والدولار الأمريكي، لعينة أسبوعية امتدت لثلاث سنوات انطلاقاً من الأسبوع الأول لجانفي 2020 إلى غاية الأسبوع الأخير لديسمبر 2022، وقد اعتمد فيها الباحث سببية تودا ياماموتو لدراسة السببية بين مختلف المتغيرات محل الدراسة، باستخدام المنهج الوصفي والتحليلي الموزعان خلال الفصلين مع التركيز على المنهج الاحصائي في الفصل الثاني ليتوصل في الأخير إلى جملة من النتائج أهمها:

- إن الأثر الذي خلفته أزمة كوفيد على متغيرات الدراسة كان بشكل واضح وجلي، إذ كان متسبباً في ارتفاع أسعار الذهب بشكل كبير جداً؛
- لقد أثرت أزمة كوفيد أيضاً على أسعار النفط بالانخفاض الشديد وذلك راجع للحجر الكلي المطبق في تلك الفترة، وتراكم المخزونات العالمية، الأمر الذي جعل المخزون النفطي يصل حد التخمة أي أن المعروض كبير جداً مقارنة بالطلب؛
- لقد أثرت أزمة كوفيد على مؤشر الدولار في البداية ارتفاعاً كونه أحد الملاذات الآمنة، ولكن مع استمرار الحجر الكلي تراجع مؤشر الدولار تاركاً الساحة للذهب كملاذ أكثر أمناً كونه استمر في الارتفاع وهذا جراء الزيادة الرهيبة على طلبه؛
- النتائج القياسية لسببية تودا تؤكد وجود سببية بين الدولار والذهب، وهذا جراء السلوك الذي ينتهجه المستثمرون حال انخفاض مؤشر الدولار بتوجههم إلى الذهب هذا ما من شأنه أن يعتبر علاقة عكسية بينهما؛
- النتائج القياسية لم تؤكد وجود علاقة سببية بين الدولار والنفط، ولكن سلوك المستثمرين المنتهج عند تماوي أسعار النفط بالتوجه إلى الاستثمار في الدولار أدى إلى ارتفاع أسعاره كونه ملاذاً آمناً، مما يؤكد على عكسية العلاقة بينهما؛
- يمكن اعتبار العلاقة عكسية أيضاً بين الذهب والنفط كون الأخير بمجرد انخفاضه ارتفعت أسعار الذهب في البورصات العالمية مما يؤكد أن أحدهما يعد ملاذاً آمناً أكثر من الآخر.

**الكلمات المفتاحية:** ملاذ آمن، ذهب، دولار، نفط، أزمات، سببية تودا ياماموتو.

## Abstract

This study aims to investigate how the Covid-19 crisis affects the dynamic links between gold, oil, and the US dollar, for a weekly sample that spanned three years, starting from the first week of January 2020 until the last week of December 2022. In it, the researcher adopted Toda Yamamoto's causality to study the causality between the various variables under study, using the descriptive and analytical method distributed throughout the two chapters, with a focus on the statistical method in the second chapter, to finally reach a number of results, the most important of which are:

- The impact of the Covid crisis on the study variables was clear and evident, as it caused a very large increase in gold prices;
- The Covid crisis also affected the oil prices by dropping sharply, due to the total quarantine applied in that period, and the accumulation of global stocks, which made the oil stocks reach the point of saturation, meaning that the supply is very large compared to the demand;
- The Covid crisis affected the dollar index initially, as it was one of the safe havens, but with the continuation of the total lockdown, the dollar index declined, leaving the arena for gold as a safer haven, as it continued to rise, due to the terrible increase in its demand;
- The standard results of Toda's causality confirm the existence of causation between the dollar and gold, and this is due to the behavior adopted by investors in the event of a decline in the dollar index, when they turn to gold. This is what would be considered an inverse relationship between them;
- The benchmark results did not confirm the existence of a causal relationship between the dollar and oil, but the behavior of investors when oil prices collapsed by heading to invest in the dollar led to an increase in its prices as a safe haven, which confirms the inverse relationship between them.
- The inverse relationship can also be considered between gold and oil, since once the latter declined, gold prices rose in the global stock exchanges, which confirms that one of them is more of a safe haven than the other.

**Keywords:** Safe haven, Gold, Us Dollar, Oil, Crises, Toda Yamamoto causality.

# الفهرس



## قائمة المحتويات

الصفحة	العنوان
IV	الإهداء.....
V	شكر وتقدير.....
VIII	الملخص.....
IX	الفهرس.....
X	قائمة الجداول.....
XI	قائمة الأشكال.....
XII	قائمة الملاحق.....
أ	مقدمة.....
<b>01</b>	<b>الفصل الأول: «اضطرابات الأسواق والملاذات الآمنة... نظرة مفاهيمية شاملة»</b>
02	تمهيد.....
03	المبحث الأول: أزمات الأسواق الدولية.....
03	المطلب الأول: مفهوم الأزمات وأنواعها.....
08	المطلب الثاني: أسباب ظهور الأزمات.....
12	المطلب الثالث: لمحة تاريخية عن أهم أزمات الأسواق الدولية.....
31	المبحث الثاني: الملاذات الآمنة.....
31	المطلب الأول: ماهية الملاذات الآمنة.....
32	المطلب الثاني: الذهب وسيلة تحوط ام ملاذ آمن.....
37	المطلب الثالث: تصاعد الأهمية النسبية للدولار على المستوى العالمي.....
48	المطلب الرابع: ماهية النفط وأهميته.....
54	المبحث الثالث: الدراسات السابقة.....
54	المطلب الأول: الدراسات العربية.....
60	المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية.....
66	خلاصة الفصل الأول.....
<b>67</b>	<b>الفصل الثاني: «تحليل الروابط الديناميكية للملاذات الآمنة زمن أزمة كوفيد 19»</b>
68	تمهيد.....
70	المبحث الأول: طريقة الدراسة التطبيقية.....
70	المطلب الأول: متغيرات الدراسة ومصادرها.....
73	المطلب الثاني: النماذج القياسية.....
79	المبحث الثاني: عرض النتائج، تحليلها ومناقشتها.....
79	المطلب الأول: دراسة وصفية لبيانات السلاسل الزمنية.....
84	المطلب الثاني: تقدير النموذج.....
93	خلاصة الفصل الثاني.....
94	خاتمة.....
100	قائمة المراجع.....
106	الملاحق.....

## قائمة المحتويات

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
26	توقعات نمو الناتج المحلي الإجمالي .....	الجدول رقم (01-01)
27	تأثير كوفيد 19 على الاقتصاد العالمي مقارنة بالأزمة الاقتصادية في 2009 ...	الجدول رقم (02-01)
29	معدل نمو تجارة السلع بين الصين والدول الأخرى .....	الجدول رقم (03-01)
30	عروض شركات السياحة .....	الجدول رقم (04-01)
40	أوجه الاختلاف بين المشروع الأمريكي والإنجليزي .....	الجدول رقم (05-01)
50	المعدل العام لنسب العناصر المكونة للبتروول .....	الجدول رقم (06-01)
72	متغيرات الدراسة ومصدر البيانات .....	الجدول رقم (01-02)
84	نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية .....	الجدول رقم (02-02)
86	نتائج اختبار معايير تحديد ترتيب الإبطاء .....	الجدول رقم (03-02)
87	نتائج اختبار الارتباط الذاتي بين البواقي الخاص بـ var01 .....	الجدول رقم (04-02)
88	نتائج الارتباط الذاتي بين البواقي الخاص بـ var02 .....	الجدول رقم (05-02)
88	نتائج الارتباط الذاتي بين البواقي الخاص بـ var03 .....	الجدول رقم (06-02)
89	نتائج اختبار white لعدم ثبات التباين لبواقي النموذج var03 المقدر .....	الجدول رقم (07-02)
89	نتائج اختبار عدم سببية غرانجر باستخدام نهج TY .....	الجدول رقم (08-02)

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
50	التركيبية الهيدروكربونية للبتروول.....	الشكل رقم (01-01)
74	تفاعلات متغيرات الدراسة خلال زمن كوفيد.....	الشكل رقم (01-02)
79	منحنى سعر الذهب Gold.....	الشكل رقم (02-02)
80	منحنى سعر صرف الدولار الأمريكي Usdx-Index.....	الشكل رقم (03-02)
81	منحنى سعر نفط خام برنت Brent.....	الشكل رقم (04-02)
82	منحنى وفيات كوفيد 19 Deaths.....	الشكل رقم (05-02)
83	منحنى أسعار الفائدة Interest.....	الشكل رقم (06-02)
87	نتائج اختبار جدور كثير الحدود المميزة.....	الشكل رقم (07-02)
91	منحنيات جميع المتغيرات خلال فترة الدراسة.....	الشكل رقم (08-02)

## قائمة الملحق

الصفحة	عنوان الملحق	الرقم
108	..... منحنى الذهب	الملحق رقم (01)
108	..... جدول جذر الوحدة الخاص بالذهب حد ثابت واتجاه عام	الملحق رقم (02)
108	..... جدول جذر الوحدة الخاص بالذهب الحد الثابت	الملحق رقم (03)
109	..... جدول جذر الوحدة الخاص بالذهب الفرق الأول حد ثابت	الملحق رقم (04)
109	..... جدول جذر الوحدة الخاص بالذهب الفرق الأول لا حد ثابت لا اتجاه عام	الملحق رقم (05)
110	..... منحنى مؤشر الدولار	الملحق رقم (06)
110	..... جدول جذر الوحدة الخاص بمؤشر الدولار حد ثابت واتجاه عام	الملحق رقم (07)
110	..... جدول جذر الوحدة الخاص بمؤشر الدولار الحد الثابت	الملحق رقم (08)
111	..... جدول جذر الوحدة الخاص بمؤشر الدولار الفرق الأول حد ثابت	الملحق رقم (09)
111	..... جدول جذر الوحدة الخاص بمؤشر الدولار الفرق الأول لا حد ثابت لا اتجاه عام	الملحق رقم (10)
111	..... منحنى خام برنت	الملحق رقم (11)
112	..... جدول جذر الوحدة الخاص بالبرنت حد ثابت واتجاه عام	الملحق رقم (12)
112	..... جدول جذر الوحدة الخاص بالبرنت الحد الثابت	الملحق رقم (13)
112	..... جدول جذر الوحدة الخاص بالبرنت الفرق الأول الحد الثابت	الملحق رقم (14)
112	..... جدول جذر الوحدة الخاص بالبرنت الفرق الأول لا حد ثابت لا اتجاه عام	الملحق رقم (15)
113	..... منحنى كوفيد 19	الملحق رقم (16)
113	..... جدول جذر الوحدة الخاص بالكوفيد 19 حد ثابت واتجاه عام	الملحق رقم (17)
113	..... جدول جذر الوحدة الخاص بالكوفيد 19 الحد الثابت	الملحق رقم (18)
114	..... منحنى أسعار الفائدة	الملحق رقم (19)
114	..... جدول جذر الوحدة الخاص بأسعار الفائدة حد ثابت واتجاه عام	الملحق رقم (20)
114	..... جدول جذر الوحدة الخاص بأسعار الفائدة الحد الثابت	الملحق رقم (21)
115	..... جدول جذر الوحدة الخاص بأسعار الفائدة الفرق الأول الحد الثابت	الملحق رقم (22)
115	..... جدول جذر الوحدة الخاص بأسعار الفائدة الفرق الأول لا حد ثابت لا اتجاه عام	الملحق رقم (23)
115	..... نتائج اختبار معايير تحديد ترتيب الإبطاء	الملحق رقم (24)
116	..... نتائج تقدير VAR (01)	الملحق رقم (25)
117	..... منحنى جذور كثير الحدود المميزة للنموذج VAR (01)	الملحق رقم (26)
117	..... نتائج اختبار جذور كثير الحدود المميزة للنموذج VAR (01)	الملحق رقم (27)
118	..... نتائج اختبار الارتباط الذاتي للنموذج VAR (01)	الملحق رقم (28)
118	..... نتائج تقدير النموذج VAR (02)	الملحق رقم (29)
120	..... نتائج اختبار جذور كثير الحدود المميزة للنموذج VAR (02)	الملحق رقم (30)

120	..... نتائج اختبار الارتباط الذاتي للنموذج VAR (02)	الملحق رقم (31)
121	..... نتائج تقدير النموذج VAR (03)	الملحق رقم (32)
123	.....منحنى جذور كثير الحدود المميزة للنموذج VAR (03)	الملحق رقم (33)
123	..... نتائج اختبار جذور كثير الحدود المميزة للنموذج VAR (03)	الملحق رقم (34)
124	..... نتائج اختبار الارتباط الذاتي للنموذج VAR (03)	الملحق رقم (35)
124	..... اختبار وايت لعدم ثبات التباين لبواقي النموذج VAR (03) المقدر	الملحق رقم (36)
124	..... اختبار نتائج تقدير نموذج VAR (03) بطريقة المربعات الصغرى المرجحة ...	الملحق رقم (37)
127	..... نتائج اختبار تأثير الذهب على مؤشر الدولار	الملحق رقم (38)
127	..... نتائج اختبار تأثير البرنت على مؤشر الدولار	الملحق رقم (39)
127	..... نتائج اختبار تأثير الكوفيد على مؤشر الدولار	الملحق رقم (40)
128	..... نتائج اختبار تأثير مؤشر الدولار على الذهب	الملحق رقم (41)
128	..... نتائج اختبار تأثير البرنت على الذهب	الملحق رقم (42)
129	..... نتائج اختبار تأثير الكوفيد على الذهب	الملحق رقم (43)
129	..... نتائج اختبار تأثير مؤشر الدولار على البرنت	الملحق رقم (44)
130	..... نتائج اختبار تأثير الذهب على البرنت	الملحق رقم (45)
130	..... نتائج اختبار تأثير الكوفيد على البرنت	الملحق رقم (46)

# المقدمة



## 1. تمهيد:

تعتبر الأسواق المالية الدولية نقطة التقاء العارضين والطلبين لتداول الأوراق والأصول المالية المختلفة، كما يتم التعامل فيها أيضا بمختلف الأدوات سواء كانت مالية أو نقدية بقيمة عالية جدا وبعملات دولية مختلفة، غير أن عمليات التداول في الأسواق المالية الدولية تتسم بديناميكية خاصة تربط بين الأصول المختلفة تجعل المتعاملين ينتقلون بين مختلف الأوراق بحثا عن الربح أو تجنباً للخسارة أو تغطية لمخاطر الصرف، هذه التعاملات في تداول هذه الأوراق والأصول خصوصا تلك التي تتمتع بتداول كبير على غرار النفط والذهب والدولار الأمريكي في كثير من الأحيان تؤدي لظهور فقاعات ما تلبث أن تنفجر مشكلة أزمات مالية، هذه الأزمات تعد سمة بارزة في النظام الرأسمالي بل ويمكن القول بأنها من أبعدياته فلقد أشارت دراسة للبنك الدولي بأنه لا يخلو عقد من العقود من وجود أزمة أو هزة مالية، وقد تكون هذه الاضطرابات والأزمات من أهم عوامل التجديد والتطوير في هذا النظام، فلقد نمت الأسواق المالية وتنوعت أدواتها بشكل مطرد من حيث الحجم والقيمة كما زادت التعاملات فيها بشكل رهيب في العقود الأخيرة.

إن حدوث هذه الأزمات في الأسواق المالية العالمية يدفع المتعاملين فيها للبحث عن استثمار أموالهم في محافظ توفر لهم الخروج من الأزمة بأقل خسائر ممكنة، وهذا الأمر قد يدفعهم في أحيان كثيرة للتخلص من أسهمهم ليس من أجل تحقيق أرباح بل من أجل الحصول على السيولة الكافية لتداولها في أصول تكون أقل عرضة لمخاطر الأزمات، والملاحظ ميلهم التوجه للاستثمار في أصول أقل خطورة على غرار الذهب أو في أسهم السلع الاستراتيجية الأكثر استهلاكاً كالنفط أو في العملات الأكثر تداولاً كالدولار الأمريكي، وهذا الانتقال بين الأصول المالية المختلفة ليس انتقالاً عشوائياً وإنما هو انتقال يأخذ بعين الاعتبار نوع الأزمة فمثلاً لو أن الأزمة كانت في أسعار النفط فسنجد المستثمرين يتخلصون من أصولهم النفطية والتحول إلى الذهب أو الدولار للحد من خسائرهم في النفط، والعكس إذا كان سوق الدولار هو من يشهد تراجعاً لسبب ما فإن المستثمرين هنا سيلجؤون للتحويل عنه إلى النفط أو الذهب وهكذا، إذن فإن الأزمات بصفة عامة تجعل من الروابط الديناميكية في السوق المالية العالمية تظهر بجلاء، وأزمة الكورونا أو ما يُعرف بـ (COVID 19) التي شهدتها العالم مؤخراً أثرت بشكل عميق على الاقتصاد الحقيقي العالمي كما أثرت أيضاً بشكل كبير على الأسواق المالية العالمية مما جعل المستثمرين يتهافتون على الأصول الأقل خطورة تجنباً للخسائر والأصول المتعارف عليها دولياً والتي تتمتع بهذه الصفة من الأمن للمستثمرين نجد الذهب كونه المعدن النفيس عبر مراحل التاريخ المختلفة، والنفط، لكونه السلعة العالمية الأكثر استهلاكاً والدولار الأمريكي لكونه العملة العالمية الأكثر تداولاً، وهذه الأصول الثلاثة تحديداً تمتلك روابط ديناميكية خاصة في الأسواق المالية الدولية لوجود حلقة مشتركة بينهم هي كون كل من النفط والذهب يسعرون بالدولار الأمريكي لذلك طبيعة العلاقة بينهم مهمة جداً خاصة زمن الأزمات.

## 2. الإشكالية العامة:

مما سبق ذكره يتضح أن هناك علاقة وطيدة بين الدولار الأمريكي وأسعار النفط والذهب في الأسواق العالمية وهذا ما جعلنا نطرح الإشكالات التالية:

## كيف تأثرت الروابط الديناميكية بين الذهب والنفط والدولار أثناء أزمة كوفيد؟

### 3. الإشكاليات الفرعية:

ولمحاولة الإجابة عن الإشكالية العامة والإمام بجميع حيثيات الموضوع وتبسيط مواطن الغموض فيه قمنا بتجزئة وتقسيم الإشكالية الرئيسية إلى مجموعة من الأسئلة الفرعية المدعمة والتي هي كالتالي:

- ✓ ما هو مفهوم الأزمات؟، وما أسبابها؟
- ✓ ماذا يعني الملاذ الآمن؟، وما هي أنواع الملاذات الآمنة؟
- ✓ ما هي العلاقة بين سعر صرف الدولار الأمريكي وسعر كل من الذهب والنفط؟
- ✓ كيف تتفاعل العلاقة بين الذهب والنفط والدولار في الأسواق المالية زمن الأزمات؟
- ✓ كيف أثرت أزمة كوفيد 19 على الروابط الديناميكية بين الذهب والنفط والدولار؟

### 4. الفرضيات الدراسية:

- ✓ الأزمات هي عبارة عن اضطراب مفاجئ يطرأ على التوازن الاقتصادي في قطر ما أو في عدة أقطار في آن واحد، ولها عدة أسباب تؤدي إلى انفجارها؛
- ✓ الملاذ الآمن هو ذلك الأصل أو العملة أو المعدن النفيس ذو الجودة العالية التي يسعى المستثمرون للحصول عليها في أوقات الأزمات؛
- ✓ هناك علاقة قوية ومتبادلة بين سعر صرف الدولار الأمريكي وكل من النفط والذهب في الأسواق العالمية؛
- ✓ يتم التفاعل بين الذهب والنفط والدولار في الأسواق العالمية من خلال علاقة عكسية أي بالتوجه إلى أحدهم عند تراجع سعر الآخر؛
- ✓ أثرت أزمة كوفيد 19 على النفط والدولار بشكل سلبي في حين كان تأثيرها على الذهب كان إيجابياً.

### 5. أهداف الدراسة:

تكمن أهداف الدراسة في كونها محاولة إلى توضيح النقاط التالية:

- ✓ ماهية الأزمات في الأسواق الدولية، وكونها تكنولوجياً لأهم الأزمات خلال القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين؛
- ✓ معنى الملاذ الآمن ومتى يتم اللجوء إليه وعلى أي أساس يعتبر الملاذ الآمن آمناً.
- ✓ الأسس التي يعتمدها المستثمرون لاختيار الملاذ الآمن.

### 6. أهمية الدراسة:

تظهر جلياً أهمية دراستنا في كونها تتناول موضوعاً ذو أهمية بالغة في إطار التبادلات التجارية الدولية والاقتصاد الدولي كونه يتناول الأسواق المالية الدولية وما فيها من تفاعلات بين أهم الملاذات الآمنة، وكذا

التعريف بالملاذات الآمنة وزمن اللجوء إليها، كما سيثري هذا البحث المكتبة الجامعية التي تفتقر الى مراجع باللغة العربية حول هذا الموضوع المهم في بابه.

## 7. مبررات اختيار الموضوع:

ترجع أسباب اختيار هذا الموضوع إلى أسباب ذاتية شخصية وأخرى موضوعية.

أ- أسباب ذاتية:

✓ الميل الشخصي للبحث في هذا الموضوع.

✓ يندرج هذا الموضوع في إطار التخصص وكذا العلاقات الاقتصادية الدولية.

ب- أسباب موضوعية:

✓ نظرا لتتابع الأزمات خاصة مع مطلع القرن الواحد والعشرين وما نتج عنها من آثار على

الاقتصاديات الدولية وكذا الأسواق المالية العالمية، هذا الأمر جعلنا نبحت في طبيعة الروابط بين المتغيرات محل دراستنا في زمن الأزمة الحالية وكيفية تأثرها؛

✓ الملاذ الآمن هذا المصطلح الذي يحمل أبعادا تتجاوز مجال الاقتصاد نريد تحديده بدقة في

المجال الاقتصادي وإزالة الغموض الذي يكتنفه؛

✓ قلة الدراسات العربية التي تناولت الموضوع ما يمنح الفرصة للباحث في الإضافة العلمية.

هذه الأسباب مجتمعة دفعت الباحث لمحاولة الإحاطة بتفاصيل الموضوع وكذا المساهمة في إثراء

المكتبة العلمية للباحثين بمرجع حول موضوع لم ينل حقه من الدراسة العربية.

## 8. حدود الدراسة:

للإجابة على التساؤلات الموضوعية والوصول إلى الأهداف المرغوبة بدقة وموضوعية تم انجاز الدراسة

ضمن الحدود التالية:

أ. الحد الموضوعي: يتمثل في تحليل العلاقة بين كل من أسعار صرف الدولار الأمريكي وأسعار الذهب والنفط؛

ب. الحد المكاني: اخترنا أن تكون دراستنا التطبيقية في الأسواق العالمية لأنها مكان التفاعل لمتغيرات الدراسة، لذا فالحد المكاني يشمل الرقعة الجغرافية لكل دول العالم كونه موضوع دولي؛

ج. الحد الزمني: تناولت هذه الدراسة الفترة الزمنية المتعلقة بالعقود الأخيرة للقرن الماضي باعتبارها الحيز الزمني للإطار النظري مع التركيز على فترة الدراسة التطبيقية لهذا الموضوع خلال الفترة الممتدة بين الأسبوع الأول من شهر جانفي 2020 ولغاية الأسبوع الأخير من شهر ديسمبر 2022.

## 9. المناهج والأدوات المتبعة في الدراسة:

تختلف المناهج المتبعة في كل دراسة حسب طبيعة الموضوع وكذا الإشكالية المطروحة، أما فيما يتعلق

بالموضوع محل الدراسة والمتمثل في: تحليل الروابط الديناميكية لأسعار الذهب والنفط الخام وسعر

صرف الدولار الأمريكي أثناء صدمات الأسواق العالمية أزمة كورونا نموذجاً 2020-2022 سيتم اعتماد المناهج التالية:

✓ المنهج الوصفي والذي يُعنى بوصف الظواهر والأحداث للوصول إلى الأسباب الحقيقية المؤدية لحدوثها، وقد تم اعتماده في كافة أجزاء البحث من خلال التعرض لظاهرة الأزمات الدولية وأسبابها، وكذا الملاذات الآمنة وأنواعها... وصولاً لوصف الظاهرة ومتغيراتها في الفصل التطبيقي؛

✓ المنهج التاريخي الذي يهدف إلى سرد ما حدث في التاريخ ومحاولة التعرض لأسبابها والنتائج المُنجَرَّة عنها من أجل فهم الوقائع الحالية وقد اعتمد الباحث عليه في عدة أجزاء متفرقة من البحث مثل تعرضه لكرونولوجيا الأزمات الدولية مثلاً...

✓ المنهج الاحصائي والتحليلي وقد اعتمده الباحث خصوصاً في الفصل الثاني حين تعرضه لقياس الآثار والروابط الديناميكية المتبادلة بين المتغيرات وتحليل تلك الآثار.

#### 10. صعوبات البحث:

لقد واجهت الباحث جملة من الصعوبات خلال إعداد هذه الدراسة، غير أنها في مجملها لا تختلف عن الصعوبات التي يواجهها الباحثون عموماً في هذا الموضوع، والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

✓ عدم وجود دراسات باللغة العربية والاعتماد على اللغة الانجليزية وما قد ينجر عن ذلك من احتمالية عدم الدقة خاصة خلال الترجمة.

✓ صعوبة ضبط نموذج الدراسة نظراً لتشعب الموضوع وتعدد متغيراته المستقلة

#### 11. هيكل البحث:

حتى تتمكن من الإجابة على الإشكالية المطروحة في البحث محل الدراسة قمنا بتقسيمه هيكلية إلى فصلين، كما تم تقسيم الفصل الأول إلى ثلاث مباحث، أحدها تناول فيه الباحث الأزمات في الأسواق الدولية إذا تعرض فيها إلى مفهوم الأزمة وأنواعها، ثم أسبابها ليعرض إلى لمحة عن أهم الأزمات التي تعرضت لها الأسواق الدولية ثم يختم المبحث الأول بعرض أزمة كورونا وما نتج عنها من آثار على الاقتصاد الدولي، أما ثاني المباحث فقد تناول فيه الباحث ماهية الملاذات الآمنة ثم أنواعها والمتمثلة في النفط والذهب والدولار الأمريكي والأهمية التي جعلت من هذه المتغيرات ملاذات آمنة في الأسواق الدولية، ليختم الباحث هذا الفصل بمبحث ثالث تم التعرض فيه لمجموعة من الدراسات السابقة العربية منها والأجنبية، أما الفصل الثاني فقد جزأه الباحث إلى مبحثين، أولهما تناول فيه الباحث التعريف بمجتمع الدراسة ومصادر البيانات المعتمدة في الدراسة القياسية، ومن ثم التعرض إلى النماذج القياسية التي سيتم تقديرها، والتأصيل الاقتصادي لها من خلال عرض النظريات الاقتصادية التي تتبناها، أما المبحث الثاني فقد كان لتقدير النموذج واستخلاص النتائج وتحليلها.

# الفصل الأول:

اضطرابات الأسواق

والملاذات الأمنة... نظرة

مفاهيمية شاملة

## تمهيد الفصل الأول

يتسم النظام الاقتصادي الرأسمالي بعدم الاستقرار والاضطراب الدائم خلفاً لأزمات مختلفة الأنواع والأشكال، مما يجعل من المستثمرين ورجال الأعمال يدخلون حالة من الذعر تحتم عليهم البحث عن الأمن لرؤوس أموالهم حتى يتسنى لهم تجاوز زمن الأزمة دون خسائر أو على الأقل التقليل من خسائرهم، الأمر الذي يجعلهم في حرص دائم عن الأمن لرؤوس أموالهم واستثماراتهم، الأمر الذي لن يتحقق إلا باختيارهم أحد الملاذات الأمانة.

ونظراً لأهمية الموضوع سنحاول تناوله من عدة جوانب مختلفة للإحاطة بجميع حيثياته، حيث سنتطرق في هذا الفصل المعنون ب: اضطرابات الأسواق والملاذات الأمانة... نظرة مفاهيمية شاملة بالتفصيل إلى هذه مختلف جوانب الموضوع حسب التقسيم التالي:

في المبحث الأول سنتعرض إلى مفهوم وأنواع الأزمات، لنعرج على أهم أسباب حدوث هذه الأزمات، ثم نختم بعرض كرونولوجيا الأزمات المالية؛

أما المبحث الثاني فسننتقل إلى ماهية الملاذات الأمانة، أنواع الملاذات الأمانة محل الدراسة والمتمثلة في (الذهب، النفط والدولار الأمريكي)؛

والمبحث الثالث فقد عرضنا فيه جملة من الدراسات السابقة الأجنبية والعربية.

## المبحث الأول:

### أزمات الأسواق الدولية

مما لا شك فيه فإن الأزمات يلامس تأثيرها العديد من الجوانب السياسية والاقتصادية وحتى الاجتماعية، والتي يجب التعامل مع كل جانب من جوانبها من خلال إدارة الأزمة، باعتبار الأزمات حدث عظيم له تعقيداته وتداعياته المتعددة، ونظراً لطبيعتها الدورية، وارتباطها بدورات الأعمال، واهمية دراسة اثارها سنتطرق لمفهوم الأزمات وأنواعها وأسباب ظهورها ولمحة تاريخية عن أهم الأزمات فيما يلي:

### المطلب الأول: مفهوم الأزمات وأنواعها

#### الفرع الأول: مفهوم الأزمات

رغم تعدد المؤلفات حول الأزمات خلال القرون الماضية، يبقى تقسيم الأزمة وبحث جوانبها أمراً ليس هيناً، وحتى نتمكن من ذلك وجب علينا التطرق في البداية لمفهوم الأزمة.

إن كلمة أزمة تعني في اللغة - في المعجم الوسيط- الشدة والقحط فتأزم الشيء أي اشتد وضاق، وهي كلمة عامة ومعروفة في الوسط الاجتماعي، بأنها مشكلة يثير استخدامها في كثير من المجالات والنقاشات الحادة حول تحديد مفهوم معين، أو اتجاه معين في القضايا العامة أو الخاصة قد تكون سياسية أو اقتصادية أو عسكرية أو اجتماعية.

وفي القواميس الإنجليزية، نجد أن قاموس ويستر (Waster Dectonary) عرف الأزمة على أنها زمن حاسم أو زمن خطر عظيم ستقرر نتائجه ما إذا كان ستتبعه عواقب سيئة، كالأزمة المالية أو الاقتصادية<sup>1</sup>. 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<sup>2</sup> وتُعرف بأنها مرحلة حرجة 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<sup>3</sup>، كما يمكن تعريفها على أنها لحظة حرجة وحاسمة تتعلق بمصير الكيان الإداري الذي أصيب بها، مشكّلةً بذلك صعوبة حادة أمام متخذ القرار تجعله في حيرة بالغة<sup>4</sup>.

والأزمة ظرف يتسم بعدم التوازن ويمثل نقطة تحول في حياة الفرد، الجماعة، أو المنظمة، أو المجتمع، وغالباً ما ينتج عنه تغيير كبير، ففي كل حالة أو أمر مهما كان موضوعه ومجاله لا يستطيع صاحبه أو

<sup>1</sup> جميل محمد خالد، أساسيات الاقتصاد الدولي، ط1، الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2014، ص250.

<sup>2</sup> عبد الرحمان تومي، قراءة في الأزمة المالية العالمية الراهنة، مجلة دراسات اقتصادية، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر، العدد13، سبتمبر 2009، ص 119.

<sup>3</sup> إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 18.

<sup>4</sup> محسن أحمد الخضيرى، إدارة الأزمات منهج اقتصادي إداري لحل الأزمات على مستوى الاقتصاد القومي والوحدة الاقتصادية، ط2، مكتبة مدبولي، القاهرة، 1990، ص 54.

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.<sup>1</sup> 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<sup>2</sup> لإتاحة المجال لقيام عمليات ودورات إنتاجية حديثة. ومما سبق يمكننا القول أن الأزمة لها بعدين أساسيين هما:

- التهديد الخطير للمصالح والأهداف الحالية والمستقبلية.
- الوقت المحدد المتاح لاتخاذ قرار سريع وصائب لحل الأزمة، وإلا فإن القرار يصير غير ذي جدوى في مواجهة الموقف الجديد المفاجئ.<sup>3</sup>

وبعد التعرض لمفهوم الأزمة يتبادر للذهن معاني كل من المشكلة والكارثة وتجنبنا لأي خلط بين هذه المصطلحات (الأزمة، المشكلة والكارثة) ندرج تعاريفها فيما يلي:

**مفهوم المشكلة:** هي حالة من التوتر وعدم الرضا نتيجة لوجود بعض الصعوبات التي تعوق تحقيق الأهداف والوصول إليها والمشكلة هي السبب لحالة غير مرغوب فيها بالتالي يمكن أن تكون بمثابة تهديد للأزمة إذا اتخذت مساراً حاداً ومعقداً لذلك يجب حل المشكلات بشكل دوري وعدم تركها تتراكم<sup>4</sup>، والمشكلة أمر يواجهه متخذ القرار كثيراً، وهي تنجم عن أخطاء عليه تصحيحها، أما الأزمات فهي أمر صعب حاد يصعب مواجهته تنجم عن خطايا لا يمكن غفرانها أو التهاون مع مرتكبيها.<sup>5</sup>

**مفهوم الكارثة:** المشكلة التي تبقى دون حسم لفترة طويلة تتحول إلى كارثة والكوارث هي غالباً الأسباب الرئيسية المسببة للأزمات؛ والكارثة هي الحالة التي حدثت فعلاً وأدت إلى تدمير وخسائر في الموارد البشرية أو المادية أو كلاهما<sup>6</sup>؛ فهي حادثة كبيرة مدمرة وقعت بصورة مدمرة وقعت بصورة فعلية وينجم عنها أضرار فادحة وخسائر كبيرة في الممتلكات والأرواح (جوانب مادية وجوانب معنوية)<sup>7</sup> وقد تحدث الكارثة لأسباب طبيعية أو نتيجة لتدخل الإنسان بصورة سيئة في الأنماط الطبيعية وعليه فالكارثة ليست في حد ذاتها أزمة لكن الأزمة قد تنجم نتيجة حدوث كارثة طبيعية كالبراكين<sup>8</sup> التي لا يمكن توقعها أو توقع حجم الضرر الناجم عنها ومن ثم ينتظر حتى تنتهي الكارثة ومعرفة ما أسفرت عنه من نتائج هذه النتائج هي ما قد تسبب أزمات<sup>9</sup>.

<sup>1</sup> محمود خلف جاد الله، إدارة الأزمات، ط1، دار أسامة، الأردن، 2008، ص ص 9-10.

<sup>2</sup> عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، أبو ظبي، 2002، ص ص 25-26.

<sup>3</sup> محمد نصر مهنا، إدارة الأزمات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004، ص 242.

<sup>4</sup> سامي محمد هشام حريز، المهارة في إدارة الأزمات وحل المشكلات الأسس النظرية والتطبيقية، ط1، دار البداية، عمان، 2007، ص 15.

<sup>5</sup> محسن أحمد الخضيري، مرجع سبق ذكره، ص 27.

<sup>6</sup> سامي محمد هشام حريز، مرجع سبق ذكره، ص ص 15-16.

<sup>7</sup> يوسف أبو فارة، إدارة الأزمات مدخل متكامل، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009، ص 49.

<sup>8</sup> محمود خلف جاد الله، مرجع سبق ذكره، ص 11.

<sup>9</sup> محسن أحمد الخضيري، مرجع سبق ذكره، ص 59.

## الفرع الثاني: أنواع الأزمات وتقسيماتها

قام الكتاب والباحثون بتقديم عدة تصنيفات لأنواع الأزمات تبعاً للخصائص المشتركة فيما بينها أو حسب البيئة الخاصة للمنظمة والتي يختلف مدلولها من منظمة لأخرى لارتباط الأزمات والمخاطر التي تواجهها مباشرة بإمكانية تحقيق أهدافها التنظيمية<sup>1</sup>، ولا يوجد تصنيف موحد لأنواع الأزمات حيث تختلف الأزمات باختلاف الأسس التي يعتمدها الباحثون في إجراء التقسيم والتصنيف لهذه الأزمات وعادة ما تصنف الأزمات حسب المعايير التالية: وفقاً لأثرها (مادية أو معنوية)، وفقاً لدرجة شدتها (خفيفة أو عنيفة)، وفقاً لمدى تكرارها (وحيدة أو متكررة)، وفقاً لشمولها (جزئية أو عامة)، أنواع الأزمات وفقاً للمدى الزمني لظهورها وتأثيرها (الأزمة الانفجارية السريعة أو البطيئة الطويلة)، وفقاً للنطاق الجغرافي والعلاقة مع العالم الخارجي، أنواع الأزمات وفقاً لموضوعها (أزمات اقتصادية أو صحية أو بيئية)، وسنتطرق هنا فقط إلى معيارين هما: معيار النطاق الجغرافي والعلاقة مع العالم الخارجي، وكذا معيار الموضوع<sup>2</sup>.

أنواع الأزمات وفقاً للنطاق الجغرافي والعلاقة مع العالم الخارجي<sup>3</sup>: نحن نعيش اليوم في عالم الأزمات عالم الكيانات والتكتلات الكبرى والذي لا توجد فيه حدود أو فواصل تمحي الكيانات الصغيرة من تأثيرات أي أزمة تحدث لدى دولة كبرى أو أحدثتها الدولة الكبرى ولهذا ينظر البعض إلى أنواع الأزمات على أنها نوعين نوع محلي وآخر دولي ويمكن تصنيف أنواع أخرى من الأزمات وفقاً لمدى علاقتها بالعالم الخارجي على النحو التالي:

- ✓ أزمة عالمية مستوردة من الخارج: كثيراً ما تنجح الكيانات الكبرى عن طريق علاقات التبعية في نقل أزماتها إلى الدول الصغرى، والتي عليها في إطار علاقات «المركز» وهامشية «المحيط» أن تتحمل ما أفرزته هذه الأزمات من نتائج، بل قد يكون من الملاحظ أن وقع الأزمة على الكيان الصغير تكون أشد من الدولة الكبرى التي نشأت فيها الأزمة أصلاً.
- ✓ أزمة محلية يمكن تصديرها إلى الخارج: كلما كانت الدول النامية منظمة ومكتلة كلما استطاعت أن تعالج أزماتها ومشاكلها بنقلها إلى الخارج، وتحميل الدول الكبرى فاتورة عبء هذه الأزمات وتجعلها تدفعها نيابة عنها، ولعل خير مثال على ذلك تصدير الدول المنتجة للبتترول للأزمة البترولية إلى جميع الدول المستهلكة للبتترول.
- ✓ أزمة محلية لا يمكن تصديرها إلى الخارج: هذا النوع من الأزمات لا يتعدى حدود الدولة التي نشأت فيها الأزمة على أنه كثيراً ما يقتصر تأثيره على جزء محدود من هذه الدولة ولا يتعداه إلى باقي الأجزاء الأخرى منها.

<sup>1</sup> مأمون أحمد سليم دقاسمة، إدارة الأزمات دراسة ميدانية لمدى توافر عناصر نظام إدارة الأزمات والمعوقات من وجهة نظر أصحاب الوظائف الإشرافية في أمانة عمان الكبرى، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن، 1998، ص 23.

<sup>2</sup> بوصبيح صالح رحيمة، التكتلات الاقتصادية في ميزان الأزمة العالمية دراسة في العلاقات السببية بين انتشار الأزمات والتكتل الاقتصادي دراسة حالة اليونان ضمن التكتل الأوروبي، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2010-2011، ص ص 33-34.

<sup>3</sup> محسن أحمد الخضيرى، مرجع سبق ذكره، ص ص 85-86.

أنواع الأزمات وفقاً لموضوعها: وتصنف حسب المجال الذي وقعت فيه فوفق هذا المعيار قد تظهر أزمة بيئية أو أزمة سياسية أو اجتماعية أو إعلامية أو أزمة صحية أو أزمة اقتصادية وفي داخل كل نوع قد تظهر تصنيفات فرعية مثل الأزمة المالية ضمن الأزمة الاقتصادية وهكذا<sup>1</sup>.

الأزمة الصحية: وهي حالة صعبة ومعقدة تؤثر على البشر في منطقة أو عدة مناطق جغرافية، ويُعرف مدى خطورة وشدة الأزمة من خلال عدد الأشخاص المتضررين ضمن نطاق تغطيتها الجغرافية، وللأزمات الصحية آثار كبيرة على صحة المجتمع من خلال الخسائر في الأرواح، وقد تتعدى الخسائر لتشمل القطاع الاقتصادي كما حدث في أزمة كوفيد19، والتي سنتحدث عنها بتفصيل أكثر في جزء لاحق من هذا البحث<sup>2</sup>. الأزمات الاقتصادية: يمكن تعريفها على أنها اضطراب فجائي يطرأ على التوازن الاقتصادي في قطر ما أو عدة أقطار، وهي تطلق بصفة خاصة على الاضطراب الناشئ عن اختلال التوازن بين الإنتاج والاستهلاك<sup>3</sup>، هناك عدة أنواع من الأزمات الاقتصادية التي يتعرض لها الاقتصاد الرأسمالي إلى جانب الأزمات المالية نذكر منها<sup>4</sup>:

- ✓ الأزمة الدورية (أزمة فيض الإنتاج) وتدعى أحياناً «الأزمة العامة» تصيب الإنتاج وكل عملياته أو الجوانب الرئيسة فيها: الإنتاج والتداول، الاستهلاك والتراكم...
- ✓ الأزمة الوسيطة وتحدث نتيجة لاختلالات وتناقضات جزئية في عملية تكرار الإنتاج الرأسمالي ولا يمكن أنتحمل طابعاً عالمياً على النحو الذي يميز الأزمات الدورية العالمية لفيض الإنتاج.
- ✓ الأزمة الهيكلية وتشمل في العادة مجالات معينة أو قطاعات كبيرة ومهمة في الاقتصاد العالمي، منها على سبيل المثال، أزمة الطاقة، وأزمة المواد الخام، وأزمة الغذاء...

الأزمة المالية: وهي أحد أنواع الأزمة الاقتصادية، ولا يوجد تعريف أو مفهوم محدد للأزمة المالية لكن المفاهيم المبسطة لمصطلح الأزمة المالية هو أن الأزمة المالية هي اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى<sup>5</sup>. ولها مؤشرين أساسيين يعبران عن إمكانية التعرض لأزمات أو هزات في سوق الأوراق المالية أو تعرضها لأزمة في العملات وهذان المؤشران هما<sup>6</sup>:

- ✓ التطورات في السياسة الاقتصادية الكلية التي تهز ثقة المستثمرين والتي من بينها: ارتفاع معدل التضخم والانخفاض في معدل نمو الصادرات والعجز المالي المتزايد وزيادة الديون الخارجية وانخفاض النمو الاقتصادي؛

<sup>1</sup> محمود خلف جاد الله، مرجع سبق ذكره، ص 12.

<sup>2</sup> ويكيبيديا الموسوعة الحرة، تعريف الأزمة الصحية، يوم 04-06-2023 الساعة 10:20

[https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A3%D8%B2%D9%85%D8%A9\\_%D8%B5%D8%AD%D9%8A%D8%A9](https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A3%D8%B2%D9%85%D8%A9_%D8%B5%D8%AD%D9%8A%D8%A9)

<sup>3</sup> جميل محمد خالد، مرجع سبق ذكره، ص 258.

<sup>4</sup> المرجع أعلاه، ص ص 260-261.

<sup>5</sup> عبد الغني بن محمد، الأزمة المالية العالمية 2008 أسبابها وآثارها وما نستخلصه منها...وقفات شرعية مع الأزمة المالية، دار البحار، الأردن، 2008، ص 8.

<sup>6</sup> يوسف مسعداوي، الأزمات المالية العالمية الأسباب والنتائج المستخلصة منها، مجلة المستقبل العربي، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، العدد 365، تموز/يوليو 2009، ص 45.

✓ الخصائص الهيكلية للسوق التي قد تؤدي إلى فقدان المستثمرين الثقة فيه ومن بين هذه الخصائص ارتفاع حجم الدين الخارجي القصير الأجل وأسواق الائتمان المضمونة بأصول مالية أو عقارية وانخفاض الاكتتاب في سوق الأسهم وسيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم وقطاع التصدير الأكثر تركيزاً.

أنواع الأزمات المالية: وهي ثلاثة نوجزها فيما يلي:

**أزمة العملة وأسعار الصرف:** تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة لذلك تسمى هذه الأزمة أيضاً بأزمة ميزان المدفوعات وتحدث تلك الأزمات لدى اتخاذ السلطات النقدية قرار يخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي لانتهيار سعر تلك العملة<sup>1</sup>.

**أزمات الأسواق المالية (الفقاعة):** تحدث أزمة الأسواق المالية نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة «الفقاعة»، حيث تتكون «الفقاعة» عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة على نحو ارتفاع غير مبرر وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج من ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوي لبيعه، فيبدأ سعره في الهبوط ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتتهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأصول الأخرى، سواءً في القطاع ذاته أو في القطاعات الأخرى ويتم الحديث عن أزمة عندما ينخفض مؤشر السوق المالية بأكثر من 20% قياساً على أزمتي 1929 و1987<sup>2</sup>.

**الأزمة المصرفية:** تحدث الأزمة المصرفية عندما يؤدي اندفاع فعلي أو محتمل على سحب الودائع من أحد البنوك أو إخفاق البنوك إلى قيامها بإيقاف قابلية التزاماتها الداخلية للتحويل، أو إلى إرغام الحكومة على التدخل لمنع ذلك بتقديم دعم مالي واسع النطاق للبنوك<sup>3</sup>، وذلك بعد تحول أزمة السيولة أو أزمة الإقراض التي عانى منها بنك أو بنكين إلى أزمة مصرفية بعد انتشارها لباقي البنوك<sup>4</sup>. ويعود تفسير الأزمات المصرفية إلى عدم الاستقرار في سوق الإقراض الدولي وعدم استقرار الأسواق المالية وتغيرات غير متوقعة في البلدان المدينة مثل عدم الاستقرار السياسي، سوء الإدارة الاقتصادية، تزايد أعباء خدمة الديون<sup>5</sup>. وهناك عدة عوامل تساعد على حدوث الأزمات المصرفية تكمن في: عدم تماثل المعلومات؛ التقلبات الاقتصادية الكلية العنيفة؛ التوسع الكبير في الإقراض وانهيار أسعار الأصول؛ تزايد التزامات البنوك مع عدم تناسق آجال الاستحقاق؛ عدم التحضير الكافي للتحرير المالي؛ التغلغل الحكومي والقيود المطاوعة حول القروض المرتبطة بها؛ ضعف النظم المحاسبية والإفصاح والأطر القانونية نظم الصرف؛ المضاربة غير المحسوبة<sup>6</sup>، عدم الموازنة بين حجم الأصول وحجم الالتزامات للمؤسسات المالية: حيث لا تتناسب المخاطر التي تتحملها تلك

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 190.

<sup>2</sup> عبد المجيد قدي، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، العدد 46، ربيع 2009، ص 9.

<sup>3</sup> زكريا سلامة عيسى شنتاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية "من منظور الاقتصاد الإسلامي"، ط 1، دار النفائس، الأردن، 2009، ص 162.

<sup>4</sup> عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 189-190.

<sup>5</sup> أحمد غنيم، الأزمات المصرفية والمالية، دار الكتاب الحديث، الكويت، 2005، ص 12.

<sup>6</sup> زكريا سلامة عيسى شنتاوي، مرجع سبق ذكره، ص 163.

المؤسسات مع أصولها، خاصة مع ارتفاع الوزن النسبي لحجم الأصول طويلة الأجل بميزانية تلك المؤسسات وبالتالي تتعرض لإمكانية التعثر والإفلاس، أثر العدوى: أي انتقال الأزمات المالية مثل تلك الخاصة بأسعار العملة أو انهيار أسواق الأسهم وانتشارها في دول أخرى ويختلف الاقتصاديون حول ما إذا كان حدوث أزمة في أكثر من دولة في ذات الوقت نتيجة لانتشار غير مبرر للعدوى بالفعل أم بسبب مشكلات حقيقية تعاني منها الاقتصاديات التي انتقلت إليها الأزمة سواء اختلفت تلك الأسباب فيما بينها أم تشابهت<sup>1</sup>.

## المطلب الثاني: أسباب ظهور الأزمات

سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى جملة من أسباب الأزمات بصفة عامة ومن ثم نعرض لأسباب الأزمات المالية على وجه الخصوص لعلاقتها بالأسواق المالية والتي تمثل الإطار المكاني لدراستنا، لتبقى كل أزمة لها أسبابها الخاصة التي تميزها عن غيرها من الأزمات.

### الفرع الأول: أسباب الأزمات عموماً

ويمكن تلخيص أسباب الأزمات بالعموم فيما يلي<sup>2</sup>:

1. المعلومات الخاطئة: عندما تكون المعلومات غير متاحة أو غير دقيقة فإن الاستنتاجات تكون خاطئة وغير سليمة مما يؤدي إلى ظهور تعارض وصراعات وأزمات.
2. التفسير الخاطئ للأمور: إن الخلل في عملية التقدير والتقييم للأحداث والظواهر، والاعتماد على الجوانب العاطفية وإهمال الجوانب العقلانية، يجعل القرارات غير واقعية، ويترتب عن ذلك نتائج تؤدي في النهاية إلى حدوث أزمات.
3. الضغوط: هناك جملة من الضغوط الداخلية والخارجية مثل: الضرائب والمنافسة ومطالب العمال، هذه الضغوط تتصارع مع بعضها ليجد المدير نفسه وسط هذه الضغوط قد تقدم مراحل كثيرة في طريق الأزمة.
4. الجمود والتكرار: إن بعض المدراء والعاملين يختارون طريق الجمود والتكرار في أداء العمل اعتقاداً منهم أنه طريق السلامة، في حين أن ذلك يؤدي إلى تراكم المشكلات وهذا يكون مقدمة لحدوث الأزمة.
5. البحث عن الحلول السهلة: إن حل المشكلات والأزمات يتطلب بذل الجهد وإعمال العقل، أما البحث عن الحلول السهلة يزيد المشكلات ويعقدها بل ويحولها إلى أزمات.
6. الشائعات: إن الشائعات تؤثر بشكل كبير على الروح المعنوية وتنتشر نوعاً من عدم الثقة، ووجود النار تحت الرماد يجعل الأمر جاهزاً لإشعال الأزمات، إذا لم يتم اكتشافها وإطفائها في الوقت المناسب.
7. سلوك القطيع (Herd Behaviour): يمكن أن يتلخص مفهوم ظاهرة القطيع في أن المستثمرين يندفعون للشراء أو البيع على شكل قطيع دون التروي أو التحقق من الأمر بل تقليدًا لغيرهم من

<sup>1</sup> عبد الغني بن محمد، مرجع سبق ذكره، ص 12.

<sup>2</sup> جميل محمد خالد، مرجع سبق ذكره، ص 253-255.

المستثمرين، وفي هذه الحالة يزداد الطلب على الأسهم كون جميع المستثمرين يتجهون إليها، لتبدأ عمليات المزايدة وترتفع الأسعار مشكلة فقاعة، ما تلبث أن تنفجر مشكلة أزمة<sup>1</sup>.  
إن هذه الأسباب ليست الوحيدة بل يوجد غيرها وذلك حسب طبيعة كل أزمة.

### الفرع الثاني: أسباب حدوث الأزمات المالية

بالإضافة إلى ما سبق من الأسباب يمكننا التطرق إلى مجموعة من الأسباب خاصة فقط بالأزمات المالية دوناً عن غيرها من الأزمات، ويمكن تلخيص أهم هذه الأسباب فيما يلي:

1. عدم استقرار الاقتصاد الكلي: حيث أن أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري، فعندما تنخفض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات العلاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصاً خدمة الديون<sup>\*</sup>، وتعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية فالتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة عالمياً لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض بل الأهم من ذلك أنها تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية ودرجة جاذبيتها، كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية المصدر الثالث من مصادر الاضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي والتي كانت سبباً مباشراً أو غير مباشر في حدوث العديد من الأزمات المالية<sup>2</sup>.
2. ضعف الإشراف والرقابة الحكوميتين: وهو ما يؤدي إلى تصاعد الشكوك السياسية حول التزامات الحكومة وقدرتها على القيام بالإصلاحات المناسبة لمواجهة الأزمة<sup>3</sup>.
3. وجود خلل في تطبيق السياسات النقدية والمالية الكلية الملائمة: خاصة إذا تزامن ذلك مع انعدام الشفافية وانتشار الفساد والتلاعب في البيانات والقوائم المالية في المؤسسات التي تكون المبعث الأولي للاضطراب<sup>4</sup>.
4. اضطرابات القطاع المالي: حيث أنه عادة ما تحدث الأزمات المالية بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة ثقة في النظام المالي مسببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال ضخمة للداخل يرافقها توسع مفرط وسريع في الإقراض دون التأكد من الملاءة الائتمانية للمقترضين، وعندها يحدث انخفاض في قيمة العملة مؤدياً إلى حدوث موجات من التدفقات الرأسمالية إلى الخارج، والمتابع للعديد من الأزمات المالية التي شهدتها فترة التسعينات من القرن الماضي يلاحظ جلياً أن هناك سبباً واحداً وراءها جميعاً وهو وجود مؤسسات مالية مستعدة لمنح قروض مالية لأشخاص أو مؤسسات أو دول دون ضمانات

<sup>1</sup> معن وعد لله المعاضيدي، حسن صبيح حسن العباس، تفسيرات سلوك القطيع وأثرها في حركية الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، المجلد 31، العدد 94، 2009، ص 110.

<sup>\*</sup> وتشير بيانات البنك الدولي إلى أن حوالي 75% من الدول النامية حدثت بها أزمة مالية، شهدت انخفاضاً في شروط التبادل التجاري بحوالي 10% قبل حدوث الأزمة، وشكل انخفاض شروط التجارة سبباً رئيسياً للأزمة المالية في حالة كل من فنزويلا والإكوادور، حيث الاعتماد الكبير على صادرات النفط الخام مع صغر حجم الاقتصاد وقلة تنوعه.

<sup>2</sup> ناجي التوني، الأزمات المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 29، مايو 2004، ص 4.

<sup>3</sup> عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص 10.

<sup>4</sup> محمد يونس الصائغ، شيماء عبد الستار جبر الليلة، الأزمات المالية العالمية "أسبابها وسبل تجنبها"، مجلة الرافدين للحقوق، كلية الحقوق جامعة الموصل، المجلد 15، العدد 52، 2012، ص 377.

- مناسبة، أي منح قروض تكون احتمالات سدادها محفوفة بالمخاطر وذلك على أمل تحقيق أرباح أكبر من تلك الأرباح التي تتحقق من جراء منح قروض لها بمخاطر أقل، والخلاصة أن التحرير المالي\* يعد من أهم أسباب نشوء الأزمات المالية.<sup>1</sup>
5. عدم تماثل المعلومات: وهو من أهم الأسباب التي تؤدي إلى حدوث الأزمات المالية المصرفية بحيث أن أحد الأطراف من المتعاملين في الشؤون المالية والمصرفية تكون لديه معلومات أكثر من الآخرين، وبالتالي عدم قدرة الطرف الآخر على تقدير المخاطر ومن ثم اتخاذ قرارات خاطئة.<sup>2</sup>
6. ضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي: تعاني معظم الدول التي تعرضت لأزمات مالية من الضعف في النظام والإجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عن المعلومات خصوصا فيما يتعلق بالديون المعدومة ونسبتها في محفظة البنك الائتمانية. كما تعاني من ضعف النظام القانوني المساند للعمليات البنكية وعدم الالتزام بالقانون الخاص بالحد الأقصى للقروض المقدمة لمفترض واحد ونسبتها من رأسمال البنك. كما أن نقص الرقابة البنكية الفعالة يؤدي إلى التقييم الغير الدقيق وغير الكافي للمخاطر الائتمانية وتركيز المخاطر في مجال واحد كالتوسع في منح القروض العقارية والاستهلاكية.<sup>3</sup>
7. انتشار الفساد الأخلاقي الاقتصادي: مثل الاستغلال والكذب والشائعات المغرضة والغش والتدليس والاحتكار والمعلومات الوهمية، وهذا الفساد يؤدي إلى الظلم وبالتالي يقود المظلومين إلى التذمر عندما لا يستطيعون تحمله وبالتالي تدمر المدينين وحدث الثورات الاجتماعية عند عدم سداد ديونهم وقروضهم.<sup>4</sup>
8. تشوه نظام الحوافز: حيث أن ملاك المصارف والإدارات العليا فيها لا يتأثرون ماليا من جراء الأزمات المالية التي ساهموا في حدوثها، فلا يتم مثلا إنهاء خدماتهم أو تحميلهم الخسائر التي حدثت من جراء الأزمة خصوصا عند تحمل المصرف مخاطر زائدة عن مقدرته، كما حدث على سبيل المثال في كل من كوريا والأرجنتين وسنغافورة وهونغ كونغ، ومن ناحية أخرى فقد دلت التجارب العالمية أن الإدارات العليا في المصارف وقلة خبرتها كانت من بين أهم الأسباب للأزمات المصرفية وأن عملية تعديل هيكل المصرف وتدوير المناصب الإدارية لم تنجح في تفادي حدوث الأزمات أو الحد من آثارها لأن نفس الفريق الإداري ظل في مواقع اتخاذ القرار، بحيث لم يحدث تغير حقيقي في الإدارة وطريقة

\* يؤدي التحرر المالي إلى تدويل وانتقال أزمات البنوك والأزمات المالية، حيث حدثت في عقد التسعينات من القرن 20 أزمات بنكية ومالية فيما لا يقل عن ثلث الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي، وقد تصاعدت أزمات البنوك والأزمات المالية في جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية والولايات المتحدة الأمريكية وكندا، فضلا عن الأزمات التي شهدتها بنوك روسيا ودول شرق ووسط أوروبا، وقد حدثت كل تلك الأزمات في ظل ظاهرة التحرير المالي والعولمة.

<sup>1</sup> روايح عبد الرحمان، أثر الأزمة المالية العالمية على حركة التجارة الخارجية للتكتل الاقتصادي الأوروبي دراسة قياسية للفترة (2000-2014)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2018، ص 5.

<sup>2</sup> قحطان شميران حسن، الرأسمالية تبتددها (الأزمة المالية العالمية 2007-2008 أنموذجا)، مجلة الإدارة والاقتصاد، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، العدد 92، 2012، ص 17.

<sup>3</sup> ناجي التوني، مرجع سبق ذكره، ص 7.

<sup>4</sup> عمر خضيرات، عبد السلام نجدات، الأزمات المالية العالمية (الأثار والمسببات)، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، الجامعة المستنصرية، العراق، العدد 27، 2010، ص 5.

تقييمها وإدارتها لمخاطر الائتمان.<sup>1</sup> (جدير بالذكر إلى أن التجارب دلت على أن الإدارات العليا في حالات متعددة نجحت في إخفاء الديون المعدومة للمصرف لسنوات، وذلك نتيجة لضعف الرقابة المصرفية من ناحية وضعف النظم والإجراءات المحاسبية من ناحية أخرى، وهذا الوضع جعل من الصعب التعرف على العلامات السابقة لحدوث الأزمات المالية والاستعداد الجيد لتفادي حدوثها والتخفيف من آثارها<sup>2</sup>)

9. سياسات سعر الصرف وتدخل الحكومة في تخصيص الائتمان: تؤدي كل من سياسات أسعار الصرف والتدخل الحكومي في تخصيص الائتمان دور كبيراً في حدوث الأزمات المالية وفيما يلي هاتين السياستين:

✓ سياسات سعر الصرف: حيث أن الدول التي انتهجت سياسة الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية، ففي مثل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور مصرف الملاذ الأخير للإقراض بالعملة الأجنبية، ويعني ذلك فقدان السلطات النقدية لاحتياطياتها من النقد الأجنبي وحدثت أزمة العملة مثل أزمة المكسيك والأرجنتين، وقد نتج عن أزمة العملة ظهور العجز في ميزان المدفوعات ومن ثم نقص في عرض النقود وارتفاع في أسعار الفائدة المحلية، مما يزيد من حدة الأزمة المالية على القطاع المصرفي، وفي المقابل فإن انتهاج سياسة سعر الصرف المرن فإن حدوث أزمة العملة سوف يؤدي فوراً إلى تخفيض قيمة العملة وزيادة مستويات الأسعار المحلية مما يخفض قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستوى أكثر اتساقاً مع متطلبات الأمان المصرفي.<sup>3</sup>

✓ تدخل الحكومة في تخصيص الائتمان: حيث تعد التشوهات الناجمة عن السياسة وبصفة خاصة النفوذ الحكومي على بنوك القطاع العام من أهم أسباب الأزمات المالية.<sup>4</sup> وتجدر الإشارة إلى أن هناك ثلاث مدارس أساسية في تفسير الأزمات المالية:<sup>5</sup>

- مدرسة التوقعات العقلانية: والتي ترجع أسباب الأزمة إلى عدم تماثل المعلومات لدى الفاعلين على مستوى السوق المالية مما يؤدي إلى تباين توقعاتهم وبالتالي سلوكياتهم وتوقعاتهم للأسعار.
- مدرسة عدم الاستقرار المالي: والتي بدورها تركز على عدم عقلانية المتعاملين وسلوك القطيع لديهم، ويُعرف هذا السلوك بشكل عام بأنه "تلك الأنماط السلوكية التي تربط فيما بين الأفراد بعضهم البعض" أما في عمليات الاستثمار

<sup>1</sup> ناجي التوني، مرجع سبق ذكره، ص 8.

<sup>2</sup> ناجي التوني، مرجع سبق ذكره، ص 8.

<sup>3</sup> المرجع أعلاه، ص 8.

<sup>4</sup> آية زيان، محمد إيفي، تحليل وتشخيص الأزمة المالية العالمية الراهنة من منظور الاقتصاد الإسلامي (محاولة لاستنباط الدروس واستخراج الحلول)، المنتدى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية "النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً"، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 2009، ص 8.

<sup>5</sup> عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص 8.

يعرف بأنه "مجموعة من المستثمرين تتعامل في نفس الاتجاه خلال فترة زمنية معينة"<sup>1</sup>.

- المدرسة الماركسية: والتي ترجع الأزمة إلى التناقضات الكامنة ضمن النظام الرأسمالي والنمو الفظيع للرأسمالية المالية.

### المطلب الثالث: لمحة تاريخية عن أهم أزمات الأسواق الدولية

شهدت الأسواق المالية العالمية خلال القرنين الماضيين انهيارات كبيرة تسببت في حدوث أزمات مالية تميزت بسرعة انتشارها وتباين أسباب حدوثها، وكان آخرها الأزمة الصحية العالمية التي طالت انعكاساتها كافة القطاعات الاقتصادية والمالية في الأسواق الدولية والتي سنحاول التركيز عليها وفيما يلي نستعرض مختلف الأزمات ضمن النقاط التالية:

#### الفرع الأول: الأزمة المالية لسنة 1929م (أزمة الكساد العظيم):

لقد شهدت فترة ما بعد الحرب العالمية الأولى استقرارا نقديا وماليا دوليا. واستفاد المواطنون خاصة في أمريكا من سياسات الإقراض الميسرة التي جاءت نتيجة للإصلاحات النقدية والمالية، واستخدموا هذه القروض لشراء المواد الاستهلاكية، والأجهزة المنزلية، وبمرور الوقت زادت حدة هذه الديون. كما أن الحكومة الأمريكية لم تكف بأن يسرت القروض الداخلية وإنما شجعت القروض الخارجية لتحقيق هدفها استراتيجيا هاما بالنسبة لها، ألا وهو ربط اقتصاديات الدول الأوروبية برأس المال الأمريكي، بغرض السيطرة. واستمر هذا الازدهار الاقتصادي إلى عشرينيات القرن العشرين، وشهدت فيه الولايات المتحدة ثراء غير مسبوق إذ غمرت الأموال المصارف والشركات الأمريكية الكبرى. فأعيد توظيف جانب كبير من هذه الأموال في سوق الأسهم، مما جلب مزيدا من الانتعاش والازدهار الاقتصادي. وفي عام 1929 كانت هناك ثروات جديدة تجمع كل يوم من خلال بورصة نيويورك.<sup>2</sup>

وبحلول سبتمبر من سنة 1929 شهدت وول ستريت مزيدا من الارتفاع في أسعار البورصة مع قيام المستثمرين بالاحتفاظ أو عدم التوقف عن شراء الأسهم بالسوق، لكن مع نهاية شهر سبتمبر بدأت المشاكل حيث كانت أسعار الأسهم تنخفض أو ترتفع بسبب تدخل البنوك، كما أدت المضاربة الشديدة التي شهدتها الأسواق المالية إلى ارتفاع الأسهم بشكل رهيب تجاوز قيمتها الحقيقية، الأمر الذي أدى إلى الانفجار في شهر أكتوبر من سنة 1929، حين انهارت بورصة نيويورك (بشارع وول ستريت)، أين تهاوت أسعار الأسهم وخسرت من قيمتها نحو 32 مليار دولار وأفلس على إثرها ما يقرب من 3500 مصرف في يوم واحد، كما بلغت الأسعار أدنى مستوى لها إذ كانت قيمة السهم 216 دولار في سبتمبر 1929 لتصل 34 دولارا فقط في جوان سنة 1932.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> معن وعد لله المعاضيدي، حسن صبحي حسن العباس، مرجع سبق ذكره، ص 112.

<sup>2</sup> محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، الأزمات المالية قديمها وحديثها أسبابها ونتائجها والدروس المستفادة، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 33.

<sup>3</sup> بوصبيح صالح رحيمة، مرجع سبق ذكره ص 83.

1. الأسباب المحتملة للكساد العظيم<sup>1</sup>: يمكن إيجاز أهم الأسباب التي أدت إلى الانهيار العظيم لسنة

1929 إلى ما يلي:

✓ ارتفاع أسعار الأسهم بما يتجاوز قيمتها العادلة، فوقع الانهيار ليعيدها إلى مستويات معقولة؛

✓ يلقي البعض تبعة ما حدث على أدولف ميلر (الرئيس المعين حديثاً آنذاك لمجلس الاحتياطي الفيدرالي) بدعوى أنه كان يحاول كبح جماح سوق البورصة فتسبب في حدوث تلك الأزمة؛

✓ وجه البعض أصابع الاتهام نحو الرئيس الأمريكي هربرت كلارك هوفر (1929 لغاية 1933) لإعلانه على الملأ أن سوق البورصة تزداد سخونتها عن الحد الطبيعي، وأن أسعار الأسهم مبالغ فيها؛

✓ انتشار الشائعات عن نية إدارة الرئيس الأمريكي فرانكلين روزفلت (1933 لغاية 1945) خفض سعر الدولار، ما دفع الناس إلى بيع الدولار وشراء الذهب.<sup>2</sup>

2. خصائص أزمة الكساد العظيم: تميزت هذه الأزمة بالخصائص التالية<sup>3</sup>:

✓ صفة الدورية وذلك انطلاقاً من الارتباط الوثيق بالأزمات الاقتصادية الدورية في النظام الرأسمالي؛

✓ الاختلاف في حدة الأزمة ودرجتها والمدة التي يكمن استمرارها وذلك من بلد لبلد آخر؛

✓ شهدت الأزمة تقلبات حادة في أسعار الصرف، الأمر الذي أدى إلى انهيار قاعدة الذهب في معظم الدول، كما تدهورت القوة الشرائية لمعظم العملات؛

كما تميزت أيضاً بالخصائص التالية<sup>4</sup>:

✓ زعزعة الاستقرار النسبي في النظام الأمريكي بأكمله؛

✓ استمرار هذه الأزمة لفترة طويلة نسبياً؛

✓ حدة الأزمة، ففي الولايات المتحدة الأمريكية انخفضت الودائع بالمصارف بمقدار 33%،

كما انخفضت عمليات الخصم والإقراض مرتين، وأفلس خلال الفترة من 1929 لغاية

منتصف 1933 أكثر من 10000 مصرف وهي تمثل نسبة 40% من المصارف الأمريكية،

الأمر الذي أدى إلى ضياع الكثير من مدخرات المودعين خاصة أولئك الصغار منهم؛

✓ الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة في المصرف المركزي لنيويورك لتصل إلى

2.6% في الفترة الممتدة من 1930 لغاية 1933 مقابل 5.2% سنة 1929، ففي بداية الأمة

<sup>1</sup> محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، مرجع سبق ذكره، ص 36.

<sup>2</sup> بوصبيح صالح رحيمة، مرجع سبق ذكره، ص 84.

<sup>3</sup> مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ج2، ط3، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص ص 103-100.

<sup>4</sup> محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، مرجع سبق ذكره، ص ص 35-36.

ارتفع سعر الفائدة لتزايد الطلب على النقود من أجل سداد القروض، ولكن مع استمرار الأزمة انخفضت الطلبات على القروض بسبب زيادة عرض رؤوس الأموال؛

✓ نتج عن أزمة الائتمان الدولي طويل الأجل توقف 25 دولة عن سداد قروضها الخارجية على غرار ألمانيا والنمسا... وقد أرجع "كينز" الكساد العظيم الذي بدأ في الولايات المتحدة سنة 1929 إلى انهيار سوق الأسهم وقد تسبب في وقوع الأزمة بحسب "كينز" الاستثمارات غير العقلانية أو انعدام العقلانية في القرارات المتخذة من طرف الأفراد، وهو ما أصبح يعرف بالفقاعة وصاحب ذلك في سنة 1930 سلسلة من الانهيارات المصرفية أدت إلى مطالبة طوابير من المودعين بودائعهم في وقت واحد<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: أزمة الأسواق المالية لسنة 1987م (أزمة وول ستريت):

في يوم الاثنين الموافق لـ 19 أكتوبر 1987 حدثت هزة رهيبية في البورصات العالمية لم يشهد لها التاريخ مثيلاً، أطلق على هذا اليوم "الاثنين الأسود" وقد ساد الادعاء بأنها نشأت أساساً في أسواق رأس المال في الولايات المتحدة ومنها انتقلت العدوى إلى أسواق رأس المال العالمية الأخرى، بدأت الأزمة نتيجة سيل متدفق من أوامر البيع التي لم يسبق له مثيل، فقد تدافع المتعاملون من كل حذب وصوب لبيع أعداد كبيرة جداً من الأوراق المالية التي بحوزتهم، ونجم عن هذا الاندفاع المتهور في البيع انخفاض سريع وحاد في أسعار الأوراق المالية المتداولة في هذا اليوم، ولم يوقف هذا الانهيار في الأسعار السيل المتدفق من أوامر البيع بل زادت سرعة تدفقها، حيث أن الذعر الذي انتاب جمهور المتعاملين قد جلب مزيداً من الذعر، حتى أن مؤشر داو جونز\* لمتوسط الصناعة خسر 299.02 نقطة في أقل من ساعتين من بدأ التعامل في السوق، وبنهاية يوم الاثنين كان هذا المؤشر قد فقد 508.32 نقطة أي حوالي 6.22% من قيمة الأسهم المتداولة في ذلك اليوم<sup>2</sup>.

1. أهم الأسباب المفسرة لأزمة 1987: يمكن تلخيص أهم أسباب أزمة أكتوبر 1987 التي شهدتها

الأسواق المالية الدولية في النقاط التالية<sup>3</sup>:

✓ ظهور الكثير من المؤشرات (مع انتشار التوقعات) حول حدوث أزمة اقتصادية مع بداية سنة 1988؛

✓ استمرار العجز في الميزان التجاري الأمريكي الذي قد يتجاوز 17 مليار دولار خلال شهر أكتوبر حسب النشرات الإحصائية لوزارة التجارة الأمريكية، وتوقعات الكثير من الملاحظين والمراقبين الاقتصاديين؛

✓ توقع لجوء السلطات الأمريكية إلى معالجة العجز في ميزانها التجاري عن طريق تخفيض قيمة الدولار (لزيادة صادراتها وخفض وارداتها)، هذا الإجراء دفع المستثمرين بالإسراع في

<sup>1</sup> بوصيب صالح رحيمة، مرجع سبق ذكره، ص 85.

\* يعتبر أهم المؤشرات في البورصة رغم صغر عينته، ويرجع ذلك لاحتوائه على 30 سهم لأكبر المؤسسات في الولايات المتحدة وأكثرها تأثيراً على الاقتصاد.

<sup>2</sup> كمال العقريب، بلحمدي سيد علي، أهم الأزمات المالية الناتجة عن أنشطة الأسواق المالية التقليدية وخيار الأسواق المالية الإسلامية كبديل، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي بخميس مليانة، الجزائر، يومي 5-6 ماي 2009، ص ص 10-11.

<sup>3</sup> روايح عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص ص 20-21.

- التخلص من أصولهم المالية المحررة بالدولار، والبحث عن مجالات أخرى أكثر ضماناً وهذا  
 ساهم في زيادة عرض الأصول المالية (خاصة الأسهم) في الأسواق وبالتالي انهيار أسعارها؛  
 ✓ تحول الكثير من المستثمرين من حيازة الأسهم إلى السندات (خاصة السندات الحكومية  
 طويل الأجل الصادرة عن السلطات الأمريكية)، مما زاد في عرض هذه الأسهم ومن ثم  
 تدهور أسعارها؛  
 ✓ لجوء الكثير من المستثمرين في الأسواق المالية إلى الأسواق النقدية، أي إبدال أصولهم  
 المالية طويلة الأجل (الأقل سيولة)، مما يوفر لهم ضمانات أكثر لمواجهة أزمات أخرى  
 متوقعة؛  
 ✓ ارتفاع أسعار الفائدة؛  
 ✓ تزايد حجم المديونية الخارجية الأمريكية التي وصلت إلى مستويات خطيرة أضعفت إلى حد  
 بعيد الثقة بالدولار وأيضاً بالأصول المالية المحررة بهذه العملة؛  
 ✓ تدهور سعر صرف الدولار الأمريكي أمام العملات الرئيسية؛  
 ✓ اعتماد الأسواق المالية على أجهزة الكومبيوتر المبرمجة لتصدر أوامر آلية بالبيع عند هبوط  
 المؤشر إلى حد معين، كما أن التغيرات في أسعار العملات والأسهم زادت من عرض الأسهم  
 وانخفاض الطلب عليها مما أحدث فوضى أدت إلى المزيد من الانهيار.  
 2. أهم الإجراءات المتخذة لحل أزمة أكتوبر 1987: ويمكن حصرها في الإجراءات التالية<sup>1</sup>:  
 ✓ إيقاف التعامل مؤقتاً في بعض البورصات؛  
 ✓ استخدام سياسة أسعار الفائدة لإيقاف تدهور أسعار الأوراق المالية؛  
 ✓ لجوء بعض الدول لشراء عدة مليارات من الدولارات بعملائها الوطنية للحد من انخفاض  
 قيمة الدولار مقابل عملات هذين البلدين بشكل خاص؛  
 ✓ قيام الحكومات بوضع قيود وضوابط جديدة لتنظيم عمليات البورصات والحد نوعاً ما  
 من اشتداد المضاربات؛  
 ✓ مطالبة الدول الأوروبية واليابان للولايات المتحدة باتخاذ إجراءات عاجلة وفعالة لمعالجة  
 أوضاعها المالية، خاصة إيقاف انخفاض قيمة الدولار وتخفيض العجز في الميزان الجاري  
 والموازنة العامة باستخدام مختلف أنواع السياسات؛  
 ✓ استخدام إجراءات اقتصادية أكثر شمولية وفعالية في مواجهة مثل هذه الأزمات؛  
 ✓ لجوء بعض الحكومات لفتح تحقيقات حول بعض المضاربات المشبوهة في البورصات؛  
 ✓ إعلان الحكومة الأمريكية عن إجراء تخفيض آخر في عجز الموازنة العامة إضافة إلى  
 تخفيض عام 1988؛  
 ✓ قيام الولايات المتحدة بالضغط على ألمانيا الاتحادية لكي تجري تخفيضات في أسعار  
 فائدها بهدف إيقاف تدهور الدولار مقابل المارك؛

<sup>1</sup> بوسبيغ صالح رحيمة، مرجع سبق ذكره، ص 86.

✓ تدخل الحكومات بشكل مباشر في عمليات البيع والشراء كمتعامل.

### الفرع الثالث: أزمة دول جنوب شرق آسيا سنة 1997:

مع نهاية العقد الأخير للقرن العشرين وبالتحديد سنة 1997 تعرضت الدول الآسيوية وهي كل من دول ( إندونيسيا، ماليزيا، سنغافورة، تايوان، هونغ كونغ، تايلاند، كوريا، لاوس، الفلبين، وكمبوديا) لأزمة مالية حادة، وشهدت الأسواق المالية لهذه الدول انهيارا كبيرا بدأ الاثنىن الثانى من أكتوبر سنة 1997 وأطلق عليه اسم "الاثنىن المجنون"، إذ بدأت الأزمة من تايلاند وانتشرت بسرعة إلى بقية دول المنطقة وذلك حينما سجلت أسعار الأسهم فيها معدلات منخفضة بشكل حاد، حيث انخفض مؤشر (Hang Sang) بنحو 1211 نقطة لأول مرة منذ أكثر من 30 سنة، إضافة إلى انخفاض مؤشرات بقية بورصات دول المنطقة دون أن يكون متوقعا انهيار هذه الأسواق بهذه الدرجة وبذلك السرعة نظرا لما تمتعت به اقتصادياتها من معدلات نمو مرتفعة في السنوات الأخيرة آنذاك حيث كانت تتراوح ما بين 7%- 8% كمتوسط إضافة إلى تنوع قاعدتها التصديرية، واندماج أسواقها واقتصادياتها في الأسواق العالمية<sup>1</sup>.

1. أسباب الأزمة الآسيوية لسنة 1997: عرفت سنوات التسعينات دخولا كثيفا لرؤوس الأموال باتجاه الدول الناشئة لتمويل مختلف الاستثمارات، وشهدت نهاية عام 1996 ارتفاعا كبيرا في معدل التضخم نتيجة الحجم الكبير للاستثمارات إضافة إلى تباطؤ وتيرة الصادرات وهذا ما تسبب في انخفاض قيمة العملات الآسيوية، ونظرا إلى أن الديون المستحقة على الدول الآسيوية كانت قصيرة الأجل وبالدولار الأمريكي فإن انخفاض قيمة العملات الآسيوية من شأنه أن يرفع من تكلفة حجم المديونية<sup>2</sup>، وعموما يمكن تلخيص أهم الأسباب والعوامل التي أدت إلى انفجار الأزمة الآسيوية فيما يلي<sup>3</sup>:

✓ تدفق رؤوس الأموال نحو هذه البلدان بسبب معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة والاستقرار السياسي المدعم لثقة المستثمرين في أسواقها المالية بالإضافة إلى إلغاء أوجه الرقابة على حركة رؤوس الأموال؛

✓ تميل تلك الاقتصاديات إلى التنمية بالقروض القصيرة الأجل؛

✓ منح القروض للقطاع الخاص بدون دراسة سليمة أو ضمانات كافية؛

✓ ضعف وقصور الجهاز المصرفي والمالي وفساده وعدم القدرة على تطويره، وانسحاب الحكومة من القطاع المصرفي نتج عنه عدم كفاءة التخصيص المحلي للموارد الأجنبية؛

✓ حرية البنوك في الاقتراض من الأسواق العالمية بأسعار فائدة منخفضة وبدون مخاطرة في صرف العملات الأجنبية، مما أدى إلى زيادة الإنفاق؛

✓ الرفع في أسعار الفائدة بهدف الحد من التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية مما حوّل الاستثمار في الأوراق المالية، إلى إيداعات بالبنوك؛

<sup>1</sup> محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، مرجع سبق ذكره، ص 25.

<sup>2</sup> يوسف مسعداوي، الأزمات المالية العالمية الأسباب والنتائج المستخلصة منها، مجلة المستقبل العربي، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، العدد 46، 2009، ص ص 43-44.

<sup>3</sup> بسام الحجار، العلاقات الاقتصادية الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 2003، ص 163.

- ✓ في تايلاند كانت المشكلة حقيقية، أما ماليزيا فمشكلتها هي التصريحات المناهضة للسوق والغرب لرئيس حكومتها؛
  - ✓ التوسيع في التعامل بالمشتقات المالية والصرفية، وفتح المجال واسعا أمام المضاربات المحفوفة بالمخاطر؛
  - ✓ الاعتماد الكبير في تمويل العجز في الموازنة العامة لبعض دول جنوب شرق آسيا على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.
- إضافة إلى جملة من الأسباب الخاصة بكل دولة وحدها دون غيرها: كالفساد في تايلاند، والمحسوبية في إندونيسيا، وضعف القطاع المالي في كوريا الجنوبية، كما أن الترابط بين اقتصاديات هذه الدول أدى إلى سلسلة من ردود الفعل جعلت من الصعب احتواء الأزمة<sup>1</sup>.
2. أهم نتائج الأزمة المالية الآسيوية و آثارها لسنة 1997: على الرغم من أن دول جنوب شرق آسيا الخمس (تايلاند، إندونيسيا، ماليزيا، كوريا، الفلبين) التي تأثرت بالأزمة أكثر من غيرها فإن الأزمة طالت العديد من الأسواق المالية واقتصاديات دول أخرى على المستوى الإقليمي والدولي وكغيرها من الأزمات قد تختلط الأسباب فيها بالنتائج وقد يختلف تأثيرها من دولة إلى أخرى وفيما يلي أهم النتائج والآثار المترتبة على الأزمة الآسيوية<sup>2</sup>:
- ✓ الخسائر التي تكبدتها أسواق المال الآسيوية الخمس لا يقل عن 600 مليار دولار أو ما يساوي ثلثي الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول حيث نتج عن الأزمة انخفاض حاد في القيم فقد خسرت أسواق الأسهم حوالي 60% من قيمتها في المتوسط خلال الفترة من أول يوليو 1997 حتى منتصف فبراير 1998؛
  - ✓ مسارعة المستثمرين إلى بيع حجم كبير من الأسهم نتيجة تخوفهم إثر تدهور اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا لتقليص خسائرهم وهو ما زاد من تدهور قيمة الأسهم وزعزعة الثقة لدى المستثمرين؛
  - ✓ الانسحاب المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية في الوقت الذي أسهمت فيه هذه الأموال في رفع معدلات النمو لهذه الدول خلال السنوات الأخيرة قبل الأزمة؛
  - ✓ إفلاس وانهيار العديد من المصارف والشركات مما أدى إلى ارتفاع نسبة البطالة والتضخم؛
  - ✓ آثار سلبية على قطاع الإنتاج والعمالة وارتفاع معدلات الفقر والخلل الاجتماعي وسوء توزيع الرواتب والدخول؛
  - ✓ انخفاض تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول النامية والأسواق الناشئة حيث انخفض رأس المال السوقي للأسواق الناشئة، ومن ثم إبطاء حركة تطوير الأسواق المالية

<sup>1</sup> محمد علي إبراهيم العامري، حنان غانم فخور البدوي، الأزمة المالية الأشكال- المؤشرات- النماذج- والعدوى المالية دراسة نظرية- تحليلية للأزمة الآسيوية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارة، جامعة بغداد، المجلد 15، العدد 56، 2009، ص 16.

<sup>2</sup> بوصبيح صالح رحيمة، مرجع سبق ذكره، ص 90.

والقطاعات المصرفية التي يتعين أن تؤدي دوراً متزايداً في الوساطة لتوفير الموارد المالية لإجراء مزيد من إعادة الهيكلة والحصول على استثمارات جديدة.

#### الفرع الرابع: أزمة الرهن العقاري 2008:

تعتبر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 من أخطر وأعنف الأزمات المالية العالمية وهذا بالنظر إلى الآثار التي خلفتها على معظم الاقتصاديات العالمية وسرعة انتشارها وتدويلها وفيما يلي التعريف بها ونشأتها وجذورها، إضافة إلى أهم الأسباب التي كانت وراء حدوثها وأهم الآثار التي خلفتها.

1. تعريف أزمة الرهن العقاري: تعرف أزمة الرهن العقاري بأنها: "أزمة نتجت عن انخفاض أسعار المنازل في الولايات المتحدة وارتفاع التخلف عن سداد رهون العقارية الأمريكية، وتسببت في خفض الائتمان العالمي وانهيار العديد من البنوك والمؤسسات المالية العالمية"<sup>1</sup>، ويعرفها مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية أو ما يعرف باليونكتاد (UNCTAD) بأنها: "أزمة مالية تسببت فيها القروض العقارية الرديئة في الولايات المتحدة، ونجم عنها تباطؤ في النمو الاقتصادي العالمي الذي يتجلى في انخفاض الطلب في التجارة الدولية بسبب العجز في التمويل والائتمان التجاري، انهيار أسعار السلع الأساسية، تقلص الاستثمار الأجنبي المباشر، وتراجع في الصادرات والواردات العالمية"<sup>2</sup>. وتُعرّف أيضاً أزمة الرهن العقاري بأنها: "أزمة نتجت عن تطور الفقاعة العقارية في الولايات المتحدة بسبب خفض معدلات الفائدة من قبل مجلس الاحتياطي الاتحادي الأمريكي وتسببت في انهيار كبيرات المؤسسات المالية العالمية". كما تُعرّف أيضاً بأنها: "موجة من الإقراض العقاري عالية المخاطر) غير قابل للسداد (بمعدلات فائدة منخفضة تسببت في ارتفاع أسعار العقارات في الولايات المتحدة ثم انهيارها وإفلاس العديد من البنوك والمؤسسات المالية العالمية"<sup>3</sup>. من خلال التعاريف السابقة لأزمة الرهن العقاري يمكن استخلاص التعريف التالي: أزمة الرهن العقاري هي أزمة مالية خطيرة نشأت بسبب منح البنوك قروض عالية المخاطر بمعدلات فائدة منخفضة، وبدأت الأزمة تكبر باطراد لا تهدد قطاع العقارات في الولايات المتحدة فقط ولكن لتهدد البنوك والأسواق المالية العالمية ومن ثم المتغيرات الاقتصادية الكلية ولتشكل تهديداً للاقتصاد المالي العالمي بأكمله.

2. جذور الأزمة ونشأتها: يرى "ريتشارد رين" الخبير الاقتصادي بمعهد "كيتو" بواشنطن ومدير المركز الأوروبي للنمو الاقتصادي أنّ جذور الأزمة تاريخياً أعمق مما نتصور، فهو يعتقد أنّ المشاكل بدأت منذ عام 1938 إبّان إدارة الرئيس "روزفلت" عندما قرر توسيع الملكية الإسكانية بإشراك الحكومة في ذلك، وقام بإنشاء الجمعية الفيدرالية للرهن العقاري الوطني المعروفة عموماً باسم "فاني ماي" بغرض شراء الرهون العقارية من المصارف والتي احتكرت سوق العقار الأمريكية بشكل شبه مطلق بفعل العديد من الامتيازات التي مُنحت لها، وبعد خوصصتها من قبل الكونغرس سنة 1968 بشكل

<sup>1</sup> Anton Hemerijck, Ben Kapen, Elleen Van Doorne, *Aftershocks, Economic Crisis and Institutional Choice*, Amsterdam University Press, 2009, PP13-14.

<sup>2</sup> رواج عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 35.

<sup>3</sup> نفس المرجع والصفحة.

شكلي وبدلاً من تفكيكها وتحويلها إلى مؤسسة خاصة على نحو حقيقي تام قام الكونغرس بعد عامين أي في سنة 1970 بتبني شركة أخرى وهي "فريدي ماك" لتكون المنافس لها وعلى مدى نصف القرن الماضي استمرت المؤسسات المالية باضطراد في منح قروض رهن عقاري، كما وسمحت تلك المؤسسات لمعايير الإقراض بالهبوط لأدنى مستوياتها نظراً لوجود المؤسستين أي "فاني ماي" و"فريدي ماك" اللتين سوف تشتريان تلك الرهون وتحوّلها إلى صناديق استثمارية مضمونة تعرض للجمهور كأصول مالية ممتازة ومنخفضة الخطر<sup>1</sup>، كما يمكن القول أن البداية الفعلية للأزمة كانت في القرار الذي أعلنه الرئيس الأمريكي "ريتشارد نيكسون" في أوت 1971 بفصل العلاقة بين الذهب والدولار، فضلاً عن تقلب أسعار الصرف وأسعار الفائدة والمضاربة التي فجرت فقاعة العقارات فانفجرت أزمة القروض عالية المخاطر، وأسواق الأسهم والسندات المرتبطة بها، وأيضاً الفساد المتمثل في منح قروض عقارية سخية لزيائن غير قادرين على السداد، وذلك طمعا في تحويل هذه القروض إلى سندات على أمل إغراق الأسواق بها، ولقد تدفق الكثير من الأموال إلى الو م أ خاصة من بعض الدول على غرار الصين واليابان ودخولها في مشاريع ذات مخاطر كبيرة كسوق الرهن العقاري، وعلى الرغم من أن حجم الناتج الحقيقي في العالم يبلغ 60 تريليون دولار فقط، فإن حجم التعاملات في الأصول والمنتجات المالية بصورة غير رسمية (البعيدة عن الرقابة التي تمارسها السلطات النقدية في الولايات المتحدة أو في غيرها) بلغ حوالي 630 تريليون دولار، فقد تمادت بعض المؤسسات في منح الائتمان دون التقيد بقواعد الأمان ودون مراعاة للمخاطر الناجمة عن ذلك، وهذا طمعا في الحصول على مزيد من الأرباح<sup>2</sup>.

3. أهم الأسباب التي فجرت أزمة 2008: ولقد اجتمعت جملة من الأسباب أدت في النهاية إلى انفجار

هذه الفقاعة العقارية ويمكن إيجازها فيما يلي<sup>3</sup>:

✓ أسباب اقتصادية: وتمثل في الأسباب الآتية:

- ارتفاع الديون: حيث بلغت الديون الفردية 9.2 تريليون دولار تشكل منها الديون العقارية 6.6 تريليون دولار، كما بلغت ديون الشركات قرابة 18.4 تريليون دولار، إضافة إلى الديون الحكومية التي تعادل 12 تريليون دولار، وهكذا بلغ المجموع الكلي للديون ما يعادل 39 تريليون دولار، وهو ما يمثل ثلاثة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي؛

- الارتفاع في نسبة البطالة: حيث بلغت نسبة البطالة حوالي 5%، وتعتبر هذه النسبة عالية جداً بالنسبة للاقتصاد الأمريكي الذي تعود على نسبة لا تزيد عن 1.5%؛

<sup>1</sup> نور الدين جوادي، مقارنة نظرية حول أزمة قروض الرهن العقاري الأمريكية، اليوم الدراسي حول: الأزمة العالمية الراهنة... مفهومها، أسبابها وانعكاساتها، المركز الجامعي بالوادي، 3 فيفري 2009، ص 1-2.

<sup>2</sup> محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، مرجع سبق ذكره، ص 46.

<sup>3</sup> عيبر شابي، الأزمة العالمية الجديدة وأزمة الرهن العقاري، اليوم الدراسي حول: الأزمة العالمية الراهنة... مفهومها، أسبابها وانعكاساتها، المركز الجامعي بالوادي، 3 فيفري 2009، ص 10-11.

- ارتفاع معدلات التضخم: حيث بلغت حوالي 4%، وكان السبب فيها ارتفاع أسعار مستلزمات الإنتاج وعلى رأسها أسعار البترول، وارتفاع الإنفاق الأمني والعسكري في الداخل والخارج.
- ✓ أسباب قانونية: وتتمثل أهمها في:

- تشجيع الحكومة لقطاع الإقراض العقاري؛
- توسع عمل شركات الإقراض العقاري؛
- بيع شركات الإقراض العقاري للديون؛
- رهن القروض للحصول على قروض، وذلك من خلال "المشتقات المالية" أي أن البنوك لم تكتفي بالتوسع في القروض الأقل جودة، بل استخدمت المشتقات المالية لتوليد مصادر جديدة للتمويل، وبالتالي للتوسع في الإقراض، وذلك عندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدامها في إصدار أوراق مالية جديدة يقترضها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة، فكأن البنك لم يكتف بالإقراض الأولي بضمان هذه العقارات بل استخدم هذه القروض كرهن على قروض أخرى<sup>1</sup>.

✓ أسباب محاسبية: وتتمثل فيما يلي<sup>2</sup>:

- تعدد الجهات الرقابية على المعلومات المحاسبية واختلاف قوة الإلزام؛
- تأثير أصحاب المصالح على المؤسسة الواضعة للمعايير المحاسبية؛
- تأثير إدارة الشركة على جودة المعلومات المالية؛
- تأثير مدقق الحسابات على جودة المعلومات المالية؛
- مشكلات في قواعد ومعايير المحاسبة؛
- فجوة التوقعات.

✓ أسباب أخلاقية: نوجزها في النقاط التالية<sup>3</sup>:

- مشكلة ارتفاع حزم التعويضات التي تدفع لرؤساء وأعضاء مجالس إدارات الشركات الكبرى؛
- مشكلة ضعف أداء أسواق المال (البورصات) بسبب عدم توفر المعلومات للمستثمرين والدائنين في الوقت المناسب والتحيز في توفيره؛

<sup>1</sup> ودان بوعبد الله، 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 177.

<sup>2</sup> توفيق جوادي، الأزمة المالية العالمية من منظور محاسبي، اليوم الدراسي حول: الأزمة العالمية الراهنة... مفهومها، أسبابها وانعكاساتها، المركز الجامعي بالوادي، 3 فيفري 2009، ص 62.

<sup>3</sup> المرجع أعلاه، ص 62-63.

- مشكلة ضعف أداء الأسواق المالية بسبب عدم دقة المعلومات المتوفرة للمستثمرين والدائنين مما أدى إلى انتشار الفوضى والإشاعات واستغلال المضاربين وهذا قلل الثقة في الجهاز الاقتصادي؛
- مشاكل في ضعف أداء أسواق المال بسبب ارتفاع تكلفة الحصول على المعلومات الصحيحة، وأيضا بسبب ارتفاع العمولات والضرائب على التداول كل ذلك أدى إلى توجه المستثمرين للتداول خارج الأسواق وما ترتب عنها من ضعف للرقابة على التعاملات من قبل هيئات الرقابة.

4. أهم الآثار المترتبة عن الأزمة العالمية 2008 (الرهن العقاري): كما هو معلوم فإن أزمة 2008 انطلقت في مرحلتها الأولى من الولايات المتحدة الأمريكية كأزمة رهن عقاري لكنها سرعان ما تطورت في مرحلة لاحقة إلى أزمة مالية خانقة لتنتشر من خلال قنوات نقل عدوى الأزمات إلى أزمة اقتصادية عالمية بامتياز في مرحلتها الأخيرة، وكان لها جملة من الآثار مختلفة الدرجة من دولة إلى أخرى وفي جميع المجالات وسنعرض في هذا الجزئية إلى جملة من الآثار الاقتصادية نوجزها فيما يلي<sup>1</sup>:

- ✓ الأثر على النمو العالمي: تشير الإحصائيات إلى تراجع النمو في العالم وبلوغه مرحلة الركود والكساد إذ انخفض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي من 3.46% سنة 2004 إلى -2.24% سنة 2008، في حين كان انخفاض معدل نمو الدخل القومي في نفس الفترة من 3.67% لغاية -2.57%. وهذا التراجع الكبير في كل من معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وكذا معدل نمو الدخل القومي ناتج عن تفاقم الأزمة المالية التي اتصفت بكونها عالمية وتطورت إلى أزمة اقتصادية عالمية (انتقال تأثيرها من الاقتصاد المالي إلى الاقتصاد العيني الحقيقي)؛
- ✓ الأثر على معدل البطالة العالمية: ارتفعت معدلات البطالة العالمية بوتيرة متسارعة وبأرقام قياسية وذلك إثر الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، حيث يعتبر القطاع المالي والصناعي أهم القطاعات تسريحا للعمال بسبب نقص الطلب والتمويل وزيادة الركود الاقتصادي، وأشارت إحصائيات منظمة العمل الدولية إلى أن معدلات البطالة في ارتفاع متزايد ومخيف، إذ بلغ في سنة 2010 عدد العاطلين عن العمل 205 مليون بطلال وهو رقم لا يختلف كثيرا عن سنة 2009، وبزيادة قدرها 27.6 مليون بطلال عن سنة 2007؛
- ✓ الأثر على الاستثمار الأجنبي المباشر العالمي: لقد أخذت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر العالمي في التزايد بوتيرة متسارعة خلال الفترة 2003/2007 ويرجع ذلك إلى تحرير التجارة في نظم الاستثمار إضافة إلى توفر المناخ الملائم والمشجع، إلا أنه في سنة 2008 تراجعت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر العالمي بنسبة -21% حيث بلغ حجم التدفقات 1.4491 تريليون دولار بعد أن كان 1.8331 تريليون دولار في سنة 2007، وهذا بسبب تداعيات

<sup>1</sup> سليم مجلخ، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية لسنة 2008 وآثارها على الدول النامية دراسة حالة الجزائر، ط1، دار الكتاب الجامعي، الإمارات العربية المتحدة، الجمهورية اللبنانية، 2016، ص ص 188-193.

الأزمة المالية والاقتصادية العالمية التي أدت إلى تباطؤ نمو الاقتصاد العالمي، وركود عدد من الاقتصاديات الكبرى، إضافة إلى التشديد على شروط الائتمان، تراجع أرباح الشركات، تسريح العمال وتخفيض النفقات الرأسمالية؛

✓ الأثر على التجارة الدولية العالمية: تشير الإحصائيات إلى أن الصادرات قد انهارت نسبة نموها من 3.34% لتصل إلى -10.87%، والواردات التي انهارت نسبة نموها بدورها من 2.24% لتصل إلى -11.24% وذلك خلال الفترة 2009/2008 وهذا بفعل تأثير الأزمة المالية والاقتصادية العالمية على معدل النمو الذي تراجع قيمه في نفس الفترة (وقد أشارت منظمة التجارة العالمية أن هذا التراجع في التجارة الدولية العالمية جاء لأول مرة منذ سنة 1982)؛

✓ الأثر على الادخار والسيولة العالميين: تراجع حجم الادخار العالمي بسبب الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، حيث أن معدلات الادخار العالمي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي أخذت في الارتفاع خلال الفترة 2006/2004، إلا أنها وبداية من سنة 2007 أخذت في التراجع وهذا بسبب إفلاس العديد من الأفراد، الأسر، المؤسسات، والشركات وكذلك فقدان الثقة في مؤسسات الادخار والاستثمار هذا من جهة ومن جهة أخرى بسبب تراجع معدلات النمو الاقتصادي العالمي، كما أفرزت الأزمة المالية أزمة سيولة خانقة أدت إلى انخفاض السيولة في سوق المعاملات بين البنوك، فارتفعت أسعار الفائدة بينها إلى مستويات خيالية بسبب محاولة احتفاظ كل بنك بما لديه من سيولة لمواجهة التقلبات في المستقبل المجهول، كما تم وضع شروط مشددة على تقديم القروض من قبل البنوك للمؤسسات الإنتاجية وللعائلات من أجل الاستهلاك، وعلى الرغم من الأموال الضخمة التي ضختها البنوك المركزية عبر مختلف دول العالم إلا أن العديد من الأسواق، المؤسسات والبنوك بقيت تعاني من نقص أو انعدام في السيولة؛

✓ الأثر على الميزانية: عانت معظم دول العالم من عجز في ميزانياتها فقد قُدِّر عجز الموازنة العامة في سنة 2009 كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي مثلا: 3.3% في ألمانيا، 8% في فرنسا، 11% في إنجلترا، 5.3% في إيطاليا، 12.5% في الولايات المتحدة، 10.3% في اليابان، 3% في الصين، وعليه فقد أثرت الأزمة المالية والاقتصادية العالمية بالسلب على ميزانيات دول العالم حيث انخفضت إيراداتها بسبب تباطؤ النمو الاقتصادي العالمي، مما أثر سلبا على نفقاتها التي اضطرت إلى ترشيدها وإتباع سياسات انفاقية حذرة تتصف بكونها تقشفية أحيانا.

#### الفرع الخامس: الأزمات النفطية:

لقد شهدت السوق النفطية عدة أزمات مرتبطة بتقلبات أسعار النفط منذ بداية السبعينات إلى غاية الآن، وتُعرف الأزمات السعرية في صناعة النفط بأنها اختلال مفاجئ في توازن السوق يؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض حاد في الأسعار يمتد على فترة زمنية معينة قد تطول، حيث تقع نتيجة تأثر محددات العرض أو الطلب أو

كلاهما في آن واحد بعوامل داخلية كالتغيرات الهيكلية في الصناعة مثل عدم وفرة العرض لإعادة التوازن إلى السوق، كما يمكن أن يكون مرده عوامل خارجية لا علاقة لها بالصناعة مثل التنظيمات الدولية والعوامل الجيوسياسية وغيرها<sup>1</sup>. وسنتطرق في هذه الجزئية إلى عرض لمحة عن الأزمات التي شهدتها السوق النفطية خلال القرن الماضي وبداية القرن الحالي.

1. الأزمات النفطية خلال القرن العشرين: شهد العالم خلال عقدي السبعينات والثمانينات عدة

اهتزازات نفطية كان أبرزها أزمة 1973، والتي أطلق عليها اسم أزمة تصحيح الأسعار البترولية وتقييم برميل البترول بقيمته الحقيقية التي كانت متدنية إلى مستويات قياسية، حيث في سنة 1973 قررت منظمة أوبك زيادة أسعار البترول من جانب واحد لتقفز من 3 دولار للبرميل الواحد في أكتوبر 1973 إلى 12 دولار أي رفع الأسعار بنسبة 400%<sup>2</sup>.

ومع اندلاع شرارة حرب الخليج الأولى سنة 1979 ارتفعت أسعار البترول ثانية وبشكل مفاجئ ثلاث مرات من 13 دولار إلى 32 دولار للبرميل الواحد خلال أشهر قليلة مما أدى إلى انفجار أزمة نفطية ثانية، وذلك بسبب انخفاض الإنتاج الإيراني مما سبب شح في الإمدادات البترولية وبالتالي ارتفاع أسعار البترول<sup>3</sup>.

ومع نهاية عقد الثمانينات وبالتحديد في مطلع 1986 تعرض العالم إلى نكسة نفطية جديدة عرفت بالأزمة النفطية العكسية لأنها تختلف عن الأزمات النفطيتين الأولى والثانية، حيث أن هاتين الأخيرتين كان لهما الأثر السلبي على الدول الصناعية الكبرى المستهلكة للنفط، أين سجلت الأسعار مستويات مرتفعة جدا، أما أزمة 1986 فكان لها الأثر السلبي على الدول المنتجة للنفط في مقدمتها دول الأوبك نتيجة انخفاض الأسعار إلى مستويات متدنية، بسبب زيادة المعروض النفطي على الطلب النفطي، وعلى هذا الأساس اصطلح على تسميتها الأزمة النفطية العكسية لأنها تختلف عن الأزمات الأولى من حيث الآثار، لكن السبب الرئيسي مشترك والذي يتعلق باختلال بين الكميات المطلوبة والمعروضة للنفط<sup>4</sup>.

ومع مطلع سنة 1990 واندلاع حرب الخليج الثانية ارتفعت الأسعار النفطية مرة أخرى وذلك نتيجة التحوط والخوف من تكرار سيناريو الأزمة التي نتجت من حرب الخليج الأولى، مما أدى إلى ارتفاع الطلب بالإضافة إلى انخفاض الإمدادات النفطية لكل من العراق والكويت مما تسبب في ارتفاع السعر المعلن من 18 دولار إلى 20 دولار<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> مريم شطيبي محمود، انعكاسات انخفاض أسعار النفط على الاقتصاد الجزائري، ندوة بعنوان: أزمة أسواق الطاقة وتداعياتها على الاقتصاد الجزائري قراءة في التطورات في أسواق الطاقة، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية قسنطينة، 14 ماي 2015، ص 3-4.

<sup>2</sup> عبد الكريم دبار، بوصيب صالح رحيمة، أثر تقلبات أسعار النفط على الميزان التجاري الجزائري 1990-2020، مجلة التنمية الاقتصادية، جامعة الوادي، المجلد 06، العدد 02، 2020، ص 5.

<sup>3</sup> موري سمية، أثر تقلبات أسعار البترول على التنمية الاقتصادية في الجزائر دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة تلمسان، 2014/2015، ص 15.

<sup>4</sup> دخلي عبد الرحمان، أثر تقلبات أسعار النفط على بعض متغيرات الاقتصاد الكلي في الجزائر 1986/2014، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة المدية، 2014/2015، ص 116.

<sup>5</sup> بن حدو أمانة، حيمور مصطفى، أثر تقلبات أسعار النفط على الأداء الاقتصادي الجزائري، ملتقى دولي حول: ما بعد البترول، التبادلات التجارية والاختيارات الاقتصادية للدول الأوروبية والمتوسطية، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، 24/25 أبريل 2018، ص 3.

## 2. الأزمات النفطية خلال القرن الواحد والعشرين:

مع بزوغ شمس القرن الجديد شهد العالم عدة اهتزازات متفاوتة الآثار والنتائج كما حدث في سنة 2004 إذ تميزت بارتفاع متواصل لأسعار النفط حيث وصلت إلى مستويات قياسية لم تشهدها الأسعار الاسمية للنفط من قبل، إذ وصل المعدل السنوي لسعر سلة أوبك إلى 36 دولار للبرميل (وهو أعلى معدل سنوي لسلة أوبك منذ بدء العمل بنظام السلة في سنة 1987)، وقد عُرفت هذه الفترة بثورة أسعار النفط<sup>1</sup>، ومع ظهور أزمة الرهن العقاري سنة 2008 كان لها انعكاس كبير جدا على السوق النفطية فبعد الارتفاع القياسي الذي عرفته أسعار النفط محققة سعر 148.28 دولار للبرميل للتمهاوى لسعر 61 دولار للبرميل نهاية سنة 2008، ثم ترتفع الأسعار تدريجيا لتصل لسعر 80 دولار للبرميل سنة 2009<sup>2</sup>. لم يلبث التعافي طويلا في السوق النفطية فلقد عرفت أسواق النفط العالمية تقهقرا في أسعار البترول في النصف الثاني من سنة 2014 بعد أن وصلت الأسعار إلى مستويات منخفضة لم تسجلها منذ 5 سنوات، فاشتدت المخاوف من أزمة يرجعها الخبراء إلى تخمة المعروض العالمي من هذه المادة الحيوية، إضافة إلى تراجع حصة منظمة الدول المصدرة للنفط (أوبك) وتضاؤل سلطتها على تحديد الأسعار، مع ظهور منتجات بديلة للنفط وظهور منتجين جدد، وإلى توازنات إقليمية وجيوسياسية<sup>3</sup>.

### الفرع السادس: الأزمة الاقتصادية كوفيد19:

لقد قسمنا الأزمات كما أسلفنا إلى عدة أنواع ومن بينها الأزمات حسب الموضوع والتي من بينها نجد الأزمات الصحية، وأزمة كورونا أو ما يُعرف بـ: كوفيد 19 هي في الحقيقة أزمة صحية في مرحلتها الأولى لأنها في الأساس فيروس مرضي يصيب الإنسان ولكن الآثار الاقتصادية المدمرة المترتبة عنه جعلت منه أزمة اقتصادية عالمية بامتياز في مرحلة لاحقة، لذلك من الضروري أن نتكلم عنه وعن آثاره في هذه الجزئية.

1. **حيثيات وخصوصية أزمة كوفيد19:** في الواقع فإن الأزمة الراهنة وعلى خلاف سابقتها هي أزمة مستوردة من القطاع الصحي، ظهرت تجلياتها نظرا لتدابير الحجر والعزل وكذا الأعباء المالية المترتبة عنها بالنسبة للحكومات والموجهة أساسا للرعاية الصحية، حيث أن انخفاض الطلب على الطاقة بـ 10 ملايين برميل يوميا وتعليق الرحلات الجوية الذي خلف أضرارا تفوق 113 مليار دولار أمريكي، مما أدي أيضا إلى تضرر قطاعات السياحة والفندقة بما يقارب 62 مليار دولار أمريكي، كما أن انخفاض الطلب الصيني على المواد الأولية خاصة الفولاذ بما أنها تستورد 50% من الإنتاج العالمي، كلف كل من روسيا وتركيا وكوريا الجنوبية أضرارا جسيمة بصفتها المورد الأساسي لهذه المادة، لكن الأضرار لن تتوقف عند هذا الحد بل تفاقمت مع نهاية 2020 وبداية 2021، ومع أنها بدأت في الانحسار تدريجيا سنة 2022 إلا أن التعافي كليا من سيحتاج إلى مزيد من الوقت، غير أن الميزة الأساسية لهذه الأزمة وهي كونها ظهرت في القطاع الحقيقي وذلك جراء محاولات احتواء الوباء، على عكس الأزمات السابقة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> محمود يونس، اقتصاديات دولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 4.

<sup>2</sup> بن حدو أمانة، حيمور مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 4.

<sup>3</sup> عبد الكريم دبار، بوصبيح صالح رحيمة، مرجع سبق ذكره، ص 6.

<sup>4</sup> معمر بونوار، النداءيات الاقتصادية للجائحة كوفيد 19، مجلة التمكين الاجتماعي، المجلد 02، العدد 02، جوان 2020، ص 231.

2. الأثار الاقتصادية لكوفيد 19: لقد أصابت آثار كوفيد 19 جميع المتغيرات الاقتصادية وسنتناول

هنا جملة من المتغيرات على رأسهم أسعار النفط والذهب وكذا الناتج المحلي الخام والنمو وغيرها.

✓ أسعار النفط العالمية: كما هو معلوم فإن جميع دول العالم قامت باتخاذ خطوات صارمة لاحتواء الوباء ومنع انتشاره، كإغلاق المدن والمنشآت والمصانع ومنع حركة السير وغيرها من الإجراءات، ونتيجة لذلك توقع الخبراء تراجع استهلاك النفط بواقع 25% لكن الأمر لم يتوقف على هذا الحد، بل انعكس على الاقتصاديات العالمية من جهة وعلى المحرك الرئيسي لها (النفط) سلبيًا من جهة أخرى، ليستيقظ العالم على «زلزال اقتصادي» حيث انهارت أسعار النفط بصورة لم يسبق أن تم تسجيلها من قبل مطلقًا في تاريخنا الحديث، فقد تراجعت الأسعار خلال دقائق معدودة بأكثر من 30%، وذلك بعد عدة أيام من الخسائر المتواصلة التي أدت به إلى أن يهوي إلى مستويات لم نعرفها منذ سنوات.

وما حدث في الأسواق العالمية للنفط يشكل انهيارًا وليس انخفاضًا إذ لا توجد سلعة تفقد ثلث قيمتها خلال دقائق معدودة، وهذا راجع بالدرجة الأولى لسبب وجيه وهو انتشار فيروس كورونا، والقلق العالمي غير المسبوق من الوباء، والانخفاض الحاد في الطلب على النفط ومشتقاته بسبب أن أغلب دول العالم اتخذت إجراءات للحد من السفر والتنقل، فضلًا عن أن الصين هي مركز الوباء، وهي ثاني أكبر اقتصاد في العالم، ودخولها في الركود يعني بالضرورة انخفاض طلبها على النفط والوقود بكل أنواعه<sup>1</sup>، كما ضرب تأثير كوفيد 19 الصناعة النفطية إذ وصلت الأسعار إلى أدنى مستوى لها وذلك عندما ذهب خام غرب تكساس الوسيط للتسليم إلى (-40) دولارًا أمريكيًا للبرميل، مما يعني أن تخزين النفط كان يعتبر أكثر تكلفة من معدلات الإنتاج، حيث كانت المرة الأولى التي ينخفض فيها سعر النفط إلى ما دون الصفر، وجاء في خضم إجراءات التباعد الاجتماعي التي تهدف إلى احتواء انتشار فيروس<sup>2</sup>.

✓ أسعار الذهب العالمية: مع إعلان منظمة الصحة العالمية في 30 جانفي 2020 ثم قرارها بأنه

وباء خطير في 11 مارس، ووسط كل هذا القلق والتغيرات التي تطال موازنات الدول الكبرى، لا يعتبر الذهب شديد التأثير، بل وأصبح وجهة للمستثمرين لحفظ أموالهم ولتوقع الأرباح أيضًا، وذلك لأن المستثمرين يعرفون أن الذهب يحتفظ بسعره في أوقات المحن الاقتصادية وقد ثبت ذلك على مدى آلاف السنين، كما توقع عدد من المحللين على غرار رايان ماكاي استراتيجي السلع لدى TD Securities، وكذا إيفرت ميلمان خبير المعادن النفيسة في Gainesville Coins أن سعر أونصة الذهب سيقفز ليحقق 1800 دولار ثم 2000 دولار مع

<sup>1</sup> عبد الكريم دبار، بوصبيع صالح رحيمة، مرجع سبق ذكره، ص5.

<sup>2</sup> S. Shanmuga Priya, Erdem Cuce & K. Sudhakar, A perspective of COVID 19 impact on global economy, energy and environment, *International Journal of Sustainable Engineering*, 14,06,2021, p 1292.

نهاية 2020 وهذا وسط تداعيات الفيروس الانكماشية على الاقتصاديات وهو ما حدث بالفعل<sup>1</sup>.

✓ **تباطؤ النمو الاقتصادي العالمي:** يواجه الاقتصاد العالمي أكبر تحدٍ له منذ الأزمة المالية العالمية لعام 2008. ومن المتوقع أن يكون انتشار فيروس كورونا بمثابة البجعة السوداء في الاقتصاد، لأنه أثر بشكل خطير على الاقتصاد والأمن الوظيفي، وقد صرحت كريستالينا جورجييفا العضو المنتدب لصندوق النقد الدولي بأن النمو الاقتصادي العالمي سينخفض بنسبة 0.5٪ عن النمو المتوقع لصندوق النقد الدولي والبالغ 3.3٪ في عام 2020، وعلى عكس صندوق النقد الدولي فإن تقديرات ستاندرد آند بورز S&P أكثر تشاؤماً. إذ خفضت توقعاتها للنمو الاقتصادي العالمي إلى 0.4٪ فقط من 3.3٪ المتوقعة، والتي ستكون أبطأ نمو منذ الأزمة الاقتصادية عام 1982، كما تعتقد ستاندرد آند بورز أن الإجراءات التي تم تبنيها لاحتواء COVID-19 دفعت الاقتصاد العالمي إلى الركود، والجدول أدناه يوضح توقعات نمو الناتج المحلي الإجمالي للعالم وكذا لكل من الوم أ، المنطقة الأوروبية، اليابان، الصين، وروسيا لسنتي 2020-2021:<sup>2</sup>

جدول رقم (01-01): توقعات نمو الناتج المحلي الإجمالي

النسبة %	2019	2020	2021
الوم أ	2.3	1.3	3.2
المنطقة الأوروبية	1.2	2	3.0
اليابان	0.8	1.2	1.8
الصين	6.1	2.9	8.4
روسيا	1.3	0.8	3.8
العالم	2.9	0.4	4.9

Source: Meri Boshkoska, Nikolche Jankulovski, CORONAVIRUS IMPACT ON GLOBAL ECONOMY, Economy Series, 04,2020, p 20.

وبالمقارنة مع الأزمة السابقة نجد أن تأثير كوفيد 19 الجديد على الناتج المحلي الإجمالي في مختلف البلدان يختلف بشكل ملحوظ عن مسببات الانكماش السابقة إذ أن العدوى تقلل من المعروض من العمالة وعادةً ما يتم اعتماد الحجر الصحي وعمليات الإغلاق الإقليمية والتباعد الاجتماعي لاحتواء تفشي الفيروس، حيث يؤدي إغلاق أماكن العمل إلى تعطيل سلاسل التوريد وانخفاض الإنتاجية وتسريح العمال وانخفاض الدخل والخوف من العدوى وزيادة عدم اليقين تجعل الناس ينفقون أقل، مما يؤدي إلى المزيد من إغلاق الأعمال وفقدان الوظائف وبالتالي تؤدي جميعها إلى إغلاق جزء كبير من الاقتصاد، وتمتد هذه الاضطرابات المحلية إلى الشركاء التجاريين من خلال

<sup>1</sup> العربي الجديد، الذهب ملجأً للمستثمرين في عالم قلق... كيف يتفاعل مع كورونا؟، 2022-11-04، 22:00.

<https://www.alaraby.co.uk/%D8%A7%D9%84%D8%B0%D9%87%D8%A8-%D9%85%D9%84%D8%AC%D8%A3-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B3%D8%AA%D8%AB%D9%85%D8%B1%D9%8A%D9%86-%D8%A8%D8%B9%D8%A7%D9%84%D9%85-%D9%82%D9%84%D9%90%D9%82-%D9%83%D9%8A%D9%81-%D9%8A%D8%AA%D9%81%D8%A7%D8%B9%D9%84-%D9%85%D8%B9-%D9%83%D9%88%D8%B1%D9%88%D9%86%D8%A7%D8%9E>

<sup>2</sup> MERI BOSHKOSKA, NIKOLCHE JANKULOVSKI, CORONAVIRUS IMPACT ON GLOBAL ECONOMY, Economy Series, 04,2020, pp 19-20.

التجارة وسلسلة القيمة العالمية. بالمقارنة مع الكساد الكبير في عام 2008 فإن تأثير كوفيد 19 أكثر حدة ووفقاً لصندوق النقد الدولي فإن العالم سيخسر حوالي 9 تريليونات دولار أمريكي، أي ما يعادل الناتج المحلي الإجمالي لليابان وألمانيا، وكذا 6 أضعاف مثلتها في كوريا الجنوبية<sup>1</sup>، والجدول الموالي يوضح تأثير فيروس كورونا المستجد على الناتج المحلي الإجمالي في مختلف البلدان مقارنة بأزمة 2008.

جدول رقم (01-02): تأثير كوفيد 19 على الاقتصاد العالمي مقارنة بالأزمة الاقتصادية في عام 2009 (%)

2021	2020	2019	2009	2008	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي
5.8	3-	2.9	0.1-	3	العالم
9.2	1.2	6.1	9.4	9.7	الصين
3	5.4-	0.7	5.4-	1.1-	اليابان
3.4	1.2-	2	0.8	3	كوريا الجنوبية
4.7	5.9-	2.3	2.5-	0.1-	الوم أ
7.8	0.6-	4.8	2.5	5.4	الآسيان-5
4.8	7.1-	1.7	4.2-	0.9	الاتحاد الأوروبي
4.6	1.7-	3.2	3.2	4.5	أفريقيا

Source: Jinjin MOU, Research on the Impact of COVID19 on Global Economy, IOP Conference Series: Earth and Environmental Science, Atlanta, USA, Oct 9-13, 2022, p3.

كما هو موضح في الجدول (01-02)، في عام 2009، بسبب الأزمة الاقتصادية، انخفض الناتج المحلي الإجمالي العالمي بنسبة 0.1٪ فقط، ولكن في عام 2020، فقد انخفض الاقتصاد العالمي بحوالي 3.٪ في جميع البلدان المدرجة، باستثناء الصين، كان النمو الاقتصادي سلبياً بالكامل، ولكن مع ذلك، فإن النمو الاقتصادي للصين أقل بنسبة 4.8٪ مما توقعه صندوق النقد الدولي قبل اندلاع المرض في يناير. أكبر تأثير سلبي على الاتحاد الأوروبي سيكون 7.1٪، يليه 5.9٪ في الولايات المتحدة و5.2٪ في اليابان.

✓ **تباطؤ في الصناعات التحويلية والخدمية**<sup>2</sup>: لقد كان للوباء عواقب اقتصادية وخيمة في المقام الأول وذلك من خلال إجراءات الحجر الصحي المتبعة التي اعتمدها السلطات لمنع المزيد من انتشار الفيروس. هذا الإجراء المتبع في الصين لمكافحة انتشار كوفيد 19 أدى لإغلاق المصانع في جميع أنحاء البلاد، وقد كان لعمليات الإغلاق تأثير كبير على الأنشطة الاقتصادية للأعمال التجارية الدولية التي يعتمد إنتاجها على استيراد قطع غيار أو مواد خام من الصين، إذ يعتبر وزير الاقتصاد الفرنسي برونو لومير الوباء حدثاً يغير تماماً التطور الحالي، لقد كشف تفشي الفيروس وعواقب انتشاره عن اعتماد "غير مسؤول وغير معقول" على الصين، لطالما اعتمدت

<sup>1</sup> Jinjin MOU, Research on the Impact of COVID19 on Global Economy, IOP Conference Series: Earth and Environmental Science, Atlanta, USA, Oct 9-13, 2022, p2.

<sup>2</sup> Meri Boshkoska, Nikolche Jankulovski, Op.Cit., p20.

العديد من القطاعات على المواد الخام الصينية أو المنتجات، فعلى سبيل المثال 95٪ على توريد البطاريات الكهربائية و80٪ من المواد الخام للمكونات النشطة لدواء ما في الصناعة الصحية تأتي من الصين أو آسيا. عقبة أخرى هي الاعتماد على المواد الخام أو المنتجات. كانت صناعة السيارات العالمية واحدة من الصناعات الأخرى التي تأثرت بشكل خاص بالإجراءات المذكورة سابقًا، فقد توسع تأثير إغلاق مرافق الإنتاج في الصين كتأثير الدومينو إلى بقية العالم، حيث كان تأثير الصين كأكبر سوق للسيارات في العالم وموطنًا لإنتاج السيارات للعديد من شركات السيارات الكبرى، من بين أمور أخرى، انخفاض مبيعات السيارات في البلاد بنسبة 92٪ أيضًا، أجلت Tesla موعد إنتاج طرازها 3 وأخرت فولكس فاجن الإنتاج في جميع مصانعها الصينية التي تديرها بالشراكة مع SAIC. في فبراير 2020، أصبحت هيونداي الكورية الجنوبية أول شركة كبرى لتصنيع السيارات أوقفت الإنتاج مؤقتًا بسبب نقص قطع الغيار بسبب فيروس كورونا. في 7 أبريل أعلنت شركة نيسان موتور عن تسريح حوالي 10.000 عامل في الولايات المتحدة الأمريكية، وأعلنت شركة هوندا موتور أن نصف موظفيها الأمريكيين سيذهبون في إجازة مؤقتة. العواقب محسوسة في سوق اليابان أيضًا. وفقًا لجمعية تصنيع السيارات اليابانية، انخفض سوق السيارات الياباني الجديد بنسبة 9.2٪.

كما لم يسلم سوق السيارات الأوروبية من آثار أزمة كورونا، والأكثر تضررا من انقطاع الإنتاج هم الموظفون في ألمانيا تلمها فرنسا وإيطاليا وإسبانيا واستنادًا إلى الخرائط التفاعلية الأسبوعية الصادرة عن الرابطة الأوروبية لمصنعي السيارات (ACEA) لتأثير أزمة كوفيد 19 على صناعة السيارات الأوروبية، والتي تغطي دول الاتحاد الأوروبي والمملكة المتحدة، تأثرت ما لا يقل عن 536 1 138 وظيفة تصنيع السيارات الأوروبية بإغلاق المصانع باعتبارها نتيجة أزمة فيروس كورونا. بينما أدى إغلاق المصانع إلى خسارة الإنتاج لما لا يقل عن 2 396 549 سيارة.

وبالرغم من التخفيض التدريجي لقيود كوفيد 19، مع تراجع موجة الإصابات وبداية التلقيح من قبل بعض البلدان وإعادة الأعمال إلى العمليات العادية، لا يزال الأمر سيستغرق وقتًا حتى تعود صناعة السيارات إلى المستويات الطبيعية، وهذا الأمر ليس فقط في قطاع صناعة السيارات ولكن جميع الشركات الدولية بحاجة إلى تعلم درس من هذه الأزمة من خلال تخصيص شبكة لمورديها وتقليل الاعتماد على بلد أو منطقة واحدة.

✓ التأثير على تجارة البضائع<sup>1</sup>: لقد تسبب تفشي فيروس كوفيد 19 في تعطيل تجارة السلع العالمية بشكل كبير، خذ الصين كمثال لشرح تأثيرها على الواردات والصادرات مع كوريا واليابان والولايات المتحدة كما هو موضح في الجدول 3، يظهر أنه في الربع الأول كانت جميع واردات وصادرات الصين مع الولايات المتحدة وكوريا واليابان سلبية. خاصة مع الولايات المتحدة الأمريكية، حيث كانت أكبر معدلات نمو الواردات والصادرات -23.54٪ و-36.47٪ على التوالي في مارس، وكان أكبر معدل نمو للواردات من الصين مع كوريا هو -17.91٪ في أبريل،

<sup>1</sup> Jinjin MOU, Op.cit., pp 2-3.

والصادرات -13.01٪ في فبراير، أما مع اليابان فقد بلغ أكبر معدل نمو للصادرات -47.02٪ في شهر فيفري والواردات -8.75٪ في مارس.

جدول رقم (03-01): معدل نمو تجارة السلع بين الصين والدول الأخرى

معدل النمو	2020		معدل النمو	2019		كمية التجارة ومعدل النمو السنة	
	كمية التصدير			كمية الاستيراد		الشهر	البلد
%36.47 -	19.805.426	31.175.673	%23.54 -	7.971.890	10.426.534	3	الولايات المتحدة
%31.27 -	22.813.059	33.194.398	%19.19 -	6.815.003	8.433.552	2	
%20.01 -	33.280.571	41.603.831	%1.13	7.215.277	7.134.336	1	اليابان
%4.45 -	13.316.389	13.935.852	%8.75 -	11.72.992	12.134.768	3	
%47.02 -	6.265.724	11.826.917	%0.33 -	10.565.088	10.599.601	2	
%5.61 -	16.144.501	17.103.441	%6.42 -	8.338.718	8.910.99	1	كوريا
%1.80 -	9.616.908	9.793.054	%17.91 -	10.203.532	12.429.814	4	
%1.64	8.949.028	8.804.782	%6.63 -	10.684.398	11.442.781	3	
%13.01 -	5.552.953	6.383.455	%7.40 -	8.827.088	9.532.194	2	
%8.85 -	9.424.173	10.338.825	%10.99 -	9.645.824	10.836.336	1	

Source : Jinjin MOU, Op.cit., p3.

انخفض حجم كل من الواردات والصادرات بين الصين والولايات المتحدة الأمريكية واليابان وكوريا في الربع الأول من سنة 2020 مقارنة بالربع الأخير من العام الماضي، كما انخفضت الواردات في الربع الأول من عام 2020 بشكل كبير وذلك مع إغلاق ووهان في 23 يناير، ودخول الصين في أشد فترات الوباء، إذ انخفضت كمية صادراتها بشكل حاد، وقد انخفضت الصادرات إلى اليابان بنسبة 61٪. مع اشتداد الوباء في الولايات المتحدة، انخفض بشكل حاد في فبراير ومارس، بينما تعافت كوريا واليابان بشكل طفيف مع انحسار الوباء.

✓ اضطراب سلسلة التوريد: لقد أثر التباطؤ الهبوطي في النشاط الاقتصادي والقيود المفروضة على النقل في البلدان المتضررة على تصنيع وربحية الشركات العالمية المختلفة، ولا سيما في مجال التصنيع والمواد الخام، قد يكون الانتقال أكثر صعوبة بالنسبة للشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم للبقاء على قيد الحياة وهذا نظرًا لأن الفيروس يبطئ الإنتاج ويعطل السلع الأساسية في سلسلة التوريد، ويمكن أن تصبح الثغرات مشاكل تؤدي إلى وقف التقدم، ويمكن أن تحدث عمليات تسريح واسعة للعمال<sup>1</sup>.

✓ السياحة: لقد لقطاع السياحة كبير الأثر من جراء الإغلاق المنتهج للحد من انتشار كوفيد 19 في جميع أنحاء العالم، وقد قدمت دراسة للباحث "رايتا جبريل RAITA GABRIEL على مجموعة من كبريات المؤسسات السياحية إلى النتائج الموضحة في الجدول التالي:

<sup>1</sup> S. Shanmuga Priya, Erdem Cuce & K. Sudhakar, Op.cit., p 1296.

جدول رقم (04-01): عروض شركات السياحة

النسبة المئوية للاختلاف	الاختلاف المطلق	2019/06/30	2020/06/30	الشركات
%655 -	5.860.615	894.854	4.965.761	<b>Aro- Palace SA Brasov</b>
%318 -	2.329.613	733.664	1.595.949	<b>Casa de Bucovina-Club de munte</b>
%1297 -	97.024	7.478	89.546	<b>Cicero SA Dr.T Severin</b>
%9 -	145.611	1.655.996	1.801.607	<b>Dorna turism SA Vatra Dornei</b>
%1674 -	3.779.025	225.730	4.004.755	<b>Dorna turism SA Vatra Dornei</b>
%9 -	118.737	1.271.823	1.390.560	<b>Tratament Balnear Buzias SA Buzias</b>

Source: RAITA GABRIEL, THE IMPACT OF COVID-19 ON THE EVOLUTION OF THE ECONOMY, *Annals of the „Constantin Brâncuși” University of Târgu Jiu, Economy Series*, Issue 4,2021, p 121.

يمكننا أن نرى أن قطاع السياحة قد عانى خلال هذه الفترة، وحتى لو ناقشنا البيانات المالية في 30 جوان 2020، حيث بدأت آثار الوباء والقيود في الظهور فقط في الأشهر 3-4 الماضية من هذا التاريخ، ووفقًا للاشتراطات التي فرضتها حالة الطوارئ بدءًا من مارس 2020، تم تقييد تحركات الأشخاص بشكل صارم لتلبية الاحتياجات، على الرغم من أن حالة الطوارئ استمرت لمدة شهرين فقط، إلا أن هذا القرار على المستوى العام كان له تأثير كبير على الأداء المالي لسلاسل الفنادق والسياحة بشكل عام، وأدى ذلك إلى عرقلة أنشطتهم مع اقتراب موسم الصيف وهي فترة أساسية للأداء الاقتصادي لهذا المجال من النشاط<sup>1</sup>. وكخلاصة يمكننا القول أن جائحة كورونا أحدثت أزمة إنسانية وصحية غير مسبوقة، أوجبت إحداث جملة من الإجراءات الضرورية لاحتواء الفيروس، وهذه الإجراءات بدورها أدت إلى ركود اقتصادي عالمي حاد وذلك من خلال تراجع كل من العرض والطلب الكليين، وكذلك الاستهلاك والإنفاق العام، حركة التجارة الدولية، سلاسل التوريد العالمية، قطاع التصنيع العالمي والخدمات، قطاع النقل وعائدات السياحة، تدفقات الاستثمارات الأجنبية، تراجع أسعار النفط ومؤشرات الأسواق المالية العالمية، كما أن النظام المالي قد وقع عليه تأثير حاد بالفعل، ويمكن أن يؤدي إلى التأثير على الاستقرار المالي العالمي.

<sup>1</sup> RAITA GABRIEL, THE IMPACT OF COVID-19 ON THE EVOLUTION OF THE ECONOMY, *Annals of the "Constantin Brâncuși" University of Târgu Jiu, Economy Series*, Issue 4,2021, p 121.

## المبحث الثاني:

### الملاذات الآمنة

كما هو معلوم خلال الحروب يبحث الناس ويفرون إلى الملاجئ بحثاً عن الأمن، وكما هو الحال في العالم الحقيقي فإنه وفي عالم الاقتصاد الرأسمالي تتعرض الأسواق المالية العالمية بين الحين والآخر لهزات وأزمات اقتصادية متنوعة جراء أسباب مختلفة تجعل الجو العام لهذه الأسواق يتسم بالخوف والتردد وعدم اليقين لكل المستثمرين حول محافظهم المالية، وهذا ما يدفعهم لإجراء تعديلات في هذه المحافظ المالية بما يضمن تقليل مخاطر هذه الأزمات عليها وعلى عوائدها من خلال التخلص من محتوياتها ذات المخاطر العالية واللجوء للاستثمار في الأصول ذات العائد الثابت أو التي لا تتأثر بشكل بالغ بالأزمات وهي ما يطلق عليه بمسمى الملاذات الآمنة، وسنتحدث في هذا المبحث على ماهية الملاذات الآمنة، كما سنتحدث على الذهب والنفط والدولار الأمريكي باعتبارها الملاذات الآمنة محل دراستنا.

### المطلب الأول: ماهية الملاذات الآمنة

كما هو معروف يبحث ربان السفينة خلال الأعاصير البحرية عن ميناء يلجأ إليه ليتحاشى المخاطر وليحافظ عن حمولة مركبه، وكذلك الحال بالنسبة للمحافظ الاستثمارية فأصحابها يبحثون عن ملجأ ليحافظوا على عوائدهم أو ليقفلوا من مخاطر الخسائر عليها لذلك فهم يلجؤون للتحوط أو للملاذات الآمنة وسنتطرق في هذا المطلب للتعرض لمفهوم الملاذ الآمن، كما سنميز بين مفهومي التحوط والملاذ الآمن ثم نحدد متى يتم اللجوء إليهما.

### الفرع الأول: مفهوم الملاذ الآمن

الملاذ الآمن في المفهوم العام هو غرفة أو مبنى يوفر بحكم تصميمه وبنائه الخاص الحماية الكاملة لعدد محدود من الأفراد خلال المدة المتوقعة للتعرض للإطلاق السام أو الهجوم عادةً ما تتطلب الملاذات الآمنة (غرف التحكم المطلوبة للإغلاق المنظم للعملية) ميزات خاصة لنظام التدفئة والتهوية وتكييف الهواء أو توفير هواء تنفس نظيف لعدد معين من الموظفين أو العمال<sup>1</sup>.

وفي المفهوم الاقتصادي يُعرّف الملاذ الآمن على أنه أصل غير مرتبط \* أو مرتبط سلباً بأصل أو محفظة أخرى في أوقات ضغوط السوق أو الاضطرابات. إن الخاصية المحددة لأصل الملاذ الآمن هي الارتباط غير الإيجابي بالمحفظة في ظروف السوق القاسية. لا تجبر هذه الخاصية على أن يكون الارتباط موجباً أو سالباً في المتوسط ولكن يجب أن يكون صفرًا أو سالبًا في فترات محددة، ومن ثم فإنه في الأوقات العادية أو ظروف السوق الصاعدة، يمكن أن يكون الارتباط موجباً أو سلبياً. إذا كان أصل الملاذ مرتبطاً سلباً بالأصل أو المحفظة الأخرى في ظروف السوق المعاكسة الشديدة، فإنه يعوض المستثمر عن الخسائر منذ أن يرتفع سعر أصل الملاذ عندما ينخفض سعر الأصل أو المحفظة الأخرى، يتوافق تعريف الملاذ الآمن المقترح أعلاه

<sup>1</sup> Paul R. Jann, Evaluation of temporary safe havens, J. Loss Prev. Process Ind, 2, 1989, p 33.

\* يعني أن الأصل الذي يمثل الملاذ الآمن قد يكون مرتبطاً سلبياً بالأصل الثاني وقد يكون غير مرتبط به ولكنه يكون ملجأً له زمن الأزمات.

مع التعريفات التي يوفرها قاموس Webster، يتم تعريف كلمة "ملاذ" على أنها ميناء أو ميناء ومكان آمن ومكان يوفر فرصاً أو ظروفًا مواتية، وبالتالي فإن الملاذ الآمن هو مكان آمن يوفر للمستثمرين المأوى (أي عائدات غير سلبية) في ظروف السوق القاسية أو زمن الأزمات<sup>1</sup>.

كما يتم تعريف على أنه أصل مرتبط بشكل سلبي (غير مرتبط) بأصل أو محفظة أخرى في فترات معينة فقط، على سبيل المثال في أوقات هبوط أسواق الأسهم أو الأزمات المالية والذي يسعى المستثمرون للحصول عليها في أوقات الأزمات لامتلاكها خاصية الحفاظ على قيمتها أو زيادة ارتفاعها زمن اضطراب الأسواق<sup>2</sup>.

وكنتيجة يمكننا القول بأن الملاذ الآمن هو تلك العملة أو المعدن النفيس ذو الجودة العالية التي يسعى المستثمرون للحصول عليها في أوقات الأزمات لامتلاكها خاصية الحفاظ على قيمتها أو زيادة ارتفاعها زمن اضطراب الأسواق، وهي تتركز أساساً في الذهب والنفط والدولار الأمريكي.

### الفرع الثاني: مفهوم التحوط والتنوع

قد يتبادر إلى الذهن مصطلح التحوط أو التنوع عند الحديث عن مصطلح الملاذ الآمن واللذين يقتربان كثيراً في المعنى لكن المتأمل سيجد تأكيد اختلافات في المفهوم، إذ يتم تعريف التحوط على أنه أصل غير مرتبط أو مرتبط بشكل سلبي بأصل أو محفظة أخرى في المتوسط<sup>3</sup>.

في حين يُعرّف التنوع على أنه أصل مرتبط بشكل إيجابي (ولكن ليس مرتبطاً تماماً) بأصل أو محفظة أخرى في المتوسط، وعلى غرار التحوط، لا يمتلك التنوع خاصية (محددة) لتقليل الخسائر في ظروف السوق المعاكسة الشديدة لأن خاصية الارتباط مطلوبة فقط في المتوسط<sup>4</sup>.  
 مما سبق فإنه يمكننا القول بأن السمة المميزة لنوعين من الأصول الموصوفة أعلاه هي طول التأثير، والخاصية المهمة للتحوط هي أنه يحتفظ بالمتوسط بينما الخاصية الرئيسية للملاذ الآمن هي أنه مطلوب فقط الاحتفاظ به في فترات معينة على سبيل المثال فترة الأزمات المالية.

### المطلب الثاني: الذهب وسيلة تحوط ام ملاذ آمن

لقد عرف الذهب منذ القدم على أنه معدن نفيس يستخدم للحلي والزينة كما يستخدم كعملة أساسية للتعاملات التجارية، هذا العمق التاريخي جعل الناس تكثره وتأوي إليه للحفاظ على ثروتها، سنتطرق في هذا المطلب إلى الأهمية النسبية وكذا البعد التاريخي اللذان جعلوا من الذهب ملاذاً آمناً بامتياز.  
 الفرع الأول: الذهب ملاذ آمن ... مصادر الأهمية النسبية وأسباب الاختيار

لجأ العالم للذهب كمعدن للأزمات باعتباره المخزن الأفضل للقيمة، وذلك للخصائص العديدة التي يتمتع بها، ولا يتمتع بها غيره من المعادن، بصفة خاصة خاصية الندرة، حيث يقدر كل ما يملكه العالم من ذهب ما بين 140 إلى 160 ألف طن فقط، وهي كمية كما نرى قليلة جداً. غير أن السنوات الأخيرة شهدت

<sup>1</sup> Dirk G. Baur, Brian M. Lucey, Is Gold a Hedge or a Safe Haven? An Analysis of Stocks, Bonds and Gold, *The Financial Review*, 45, 2010, pp 19-20.

<sup>2</sup> Dirk G. Baur, Thomas K. McDermott, Is gold a safe haven? International evidence, *Journal of Banking & Finance*, 34, 2010, p 1889.

<sup>3</sup> Ibid., p 1889.

<sup>4</sup> Dirk G. Baur, Brian M. Lucey, Op.Cit., p 219.

تحولاً جوهرياً في استخدامات الذهب، بصفة خاصة تزايد تحول الذهب إلى أحد الأصول في المحافظ الاستثمارية للمستثمرين على مستوى العالم، والذهب كمعدن نفيس له عدة استخدامات نوجزها فيما يلي<sup>1</sup>:

1. الاستخدام الأول والأساسي هو لأغراض الزينة كحلي، وهو أهم استخدامات الذهب، حيث يتم حالياً توجيه نحو 53% من الذهب المستخرج في العالم في المتوسط لهذا الغرض، وهناك بعض الدلائل حول تراجع الطلب العالمي على الذهب لأغراض استخداماته التقليدية كحلي، نتيجة للزيادات الكبيرة التي حدثت في سعر الذهب، التي جعلت منه سلعة مكلفة بالنسبة لكثير من المستهلكين في العالم، حيث أصبح المعدن النفيس شيئاً بعيد المنال بالنسبة لكثير من ذوي الدخل المحدودة، خصوصاً في الهند، أكبر أسواق استهلاك الذهب في العالم؛
2. الاستخدام الثاني للذهب هو استخدامه كأحد عناصر السيولة الدولية لدى البنوك المركزية لدول العالم، التي كانت وحتى وقت قريب تتكون من الذهب النقدي (السبائك الذهبية) الذي تحتفظ به البنوك المركزية للدول، واحتياطيات الدولة من العملات الأجنبية، بصفة خاصة الدولار، وحصّة الدولة في صندوق النقد الدولي. ويعد هذا الاستخدام للذهب أهم الاستخدامات من الناحية التقليدية، ومع انهيار نظام بريتون وودز في أوائل السبعينيات، وهجر العالم لقاعدة الذهب نتيجة وقف صرف الدولار بالذهب، أخذ الاهتمام العالمي بالذهب كأصل احتياطي في التراجع، وبما أن الذهب كأصل لا يدر عوائد مثلما هو الحال بالنسبة للأصول المالية الاحتياطية الأخرى، أقدم عدد من البنوك المركزية في العالم على تخفيض محتفظاتها منه باعتباره أصلاً مكلفاً لا يدر عوائد مؤكدة، وبالفعل قامت بعض البنوك المركزية بالتخلص من الذهب عبر بيعه مثل بنك إنجلترا والاحتياطي الأسترالي والبنك الوطني السويسري؛
3. الاستخدام الثالث، وهو أهم التطورات التي حدثت في استخدامات الذهب على المستوى العالمي خلال الأزمة، هو استخدام الذهب كأصل استثماري من قبل المضاربين على الذهب، وهو أحد الأسباب الأساسية وراء ارتفاع سعر الذهب حالياً، ويقدر أن نحو 18% من ذهب العالم يتم الاحتفاظ به كأصول استثمارية، أي أنه من حيث الأهمية النسبية يمثل هذا الطلب ثاني أكبر مصادر الطلب على الذهب في العالم، وذلك نتيجة تزايد الطلب على الذهب كأصل استثماري من قبل صناديق تداول المعدن، الأمر الذي يجعل أسعار الذهب أكثر تقلباً، وتشير التقديرات إلى أنه في ماي 2010 بلغت محتفظات الصناديق الاستثمارية من الذهب نحو 55 مليون أوقية؛
4. الاستخدام الرابع للذهب هو استخدامه في مجال الصناعة، فالذهب يستخدم كأفضل الموصلات في الأجهزة الإلكترونية عالية الثمن، ويقدر أن نحو 12% من ذهب العالم يتم استخدامه في هذا المجال، غير أن استخدام الذهب في مجال الصناعة يميل نحو التراجع، كما أن الارتفاع الحالي في سعر الذهب يحول الانتباه نحو استخدام معادن أخرى لهذا الغرض.

<sup>1</sup> محمد إبراهيم السقا، عالم لا يتعلم من أزماته.. ما زلت أنتظر انفجار فقاعة أسعار الذهب، 2022-10-15، 22:00.

## الفرع الثاني: الذهب والنظام النقدي الدولي (البعد التاريخي للذهب)

كان الذهب سابقا العملة الأساسية للتعاملات التجارية، وبعد تطور التجارة الدولية بقي الذهب هو مرجع العملات الدولية وهذا لكونه يمثل المعدن النفيس عبر مراحل التاريخ المختلفة وهو أساس النقد الدولي أو ما يعرف بالقاعدة الذهبية، ويرجع أساس قاعدة النقد الذهبية إلى قاعدة النقد السلعية والتي هي عبارة عن نظام نقدي تعرف فيه وحدة التحاسب النقدية بالنسبة لمقدار معين من سلعة واحدة أو بالنسبة لأكثر من سلعة.

أو بعبارة أخرى هي ذلك النظام الذي يحدد في ظله القانون النقدي سعرا ثابتا " مقاسًا بوحدة التحاسب النقدية " للوحدة من هذه السلعة أو من كل من تلك السلع التي يقع الاختيار عليها قاعدة للنقد، وقد عرف العالم قواعد النقد التي تستخدم سلعة أو أكثر من سلعة، ومن الأمثلة التقليدية لقواعد النقد التي استخدمت سلعة معدنية واحدة والتي يطلق عليها نظام المعدن الواحد، هي قاعدة الذهب أو قاعدة الفضة، وتلك التي استخدمت الذهب والفضة معا التي يطلق عليها " نظام المعدنين"<sup>1</sup>.

تجدر الإشارة إلى أنه وخلال القرن التاسع عشر سارت فرنسا والوم أ على نظام المعدنين " الذهب والفضة " في حين اعتمدت انجلترا نظام قاعدة الذهب وبالتحديد انطلاقا من سنة 1816 لتتبعها في ذلك العديد من الدول خلال النصف الثاني للقرن التاسع عشر وظل هو النظام المهيمن والأكثر انتشارا وذلك لغاية بداية الحرب العالمية الأولى، حيث كان يعتمد على أن قيمة الوحدة النقدية تساوي وزنا معين من الذهب<sup>2</sup>، وقد عرف نظام الذهب ثلاث مراحل عبر تطوره، ارتبطت بالمستجدات التي كانت تطرأ وتجعل كل مرحلة مواتية للظروف الجديدة، ويمكن ذكر أهمها فيما يلي:

### 1. نظام المسكوكات الذهبية (Gold Coin Standard):

يمثل هذا النظام الشكل الأول لقاعدة الذهب، حيث كان النقد على شكل مسكوكة من الذهب أي قطعة لها شكل معين ووزن وعتار محددان<sup>3</sup>، ويمثل هذا النظام الذهب المتداول الذي تحتوي فيه الوحدة النقدية على وزن معين من الذهب يساوي قيمتها الاسمية وتحتفظ مع العملات الأخرى بسعر التعادل مع الذهب ولتحقيق هذا النظام يجب توفر خمسة شروط وهي كالآتي<sup>4</sup>:

- ✓ وحدة التحاسب: الوحدة النقدية لأبد أن تكون من معدن الذهب ولها وزن وعتار معين ويمثل هذا الشرط الحجر الأساس في بناء هذا النظام فهو الذي يحدد للذهب النقدي (المسكوك) سعرا قانونيا؛
- ✓ حرية سك العملة: بكلفة زهيدة جدا أو بدون مقابل لكل من يطلب تحويل السبائك الذهبية إلى مسكوكات؛
- ✓ وجوب توافر حرية كاملة لصهر المسكوكات الذهبية أي حرية الصهر؛

<sup>1</sup> صبيعي تادرس قريصة، مدحت محمد العقاد، النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 1983، ص 34.

<sup>2</sup> ودان بوعبد الله، مرجع سبق ذكره، ص3.

<sup>3</sup> صبيعي تادرس قريصة، مدحت محمد العقاد، مرجع سبق ذكره، ص35.

<sup>4</sup> سامر بطرس جلدة، النقود والبنوك، ط1، دار البداية ناشرون وموزعون، المملكة الأردنية، 2009، ص39.

- ✓ وجوب توافر حرية كاملة لتحويل العملات الأخرى المتداولة إلى النقود الذهبية بالسعر القانوني الثابت للذهب؛
- ✓ حرية تصدير واستيراد الذهب، لكي يتعادل السعر الخارجي للذهب مع سعره الداخلي.

## 2. نظام السبائك الذهبية (Gold Bullion Standard):

أدى اندلاع الحرب العالمية الأولى سنة 1914 إلى زيادة الحاجة للنقود لتغطية نفقات الحرب، ونظرا لمحدودية كمية الذهب المتوفرة في العالم كان من المستحيل توفير هذه الكمية الكبيرة من القطع الذهبية، لذلك اضطرت دول العالم إلى التخلي عن نظام المسكوكات الذهبية وسحبها من التداول، والقيام بإصدار نقود ورقية ومعدنية إلزامية وطرحها في التداول<sup>1</sup>.

وبعد انتهاء الحرب العالمية الأولى حاولت الدول العودة إلى نظام المسكوكات الذهبية، إلا أن ذلك كان متعذراً نظراً إلى الحجم الكبير من الأوراق النقدية الموجودة في التداول، وتعرض اقتصاديات العالم إلى حالة التضخم النقدي<sup>2</sup>، وإزاء هذا الوضع تم اقتراح نظام السبائك الذهبية في مؤتمر جنوة سنة 1922 لتمكين الدول من العودة إلى قاعدة الذهب بعد أن تم الخروج منه أثناء الحرب، وقد تبنت بريطانيا نظام السبائك الذهبية سنة 1925<sup>3</sup>.

وفي ظل هذا النظام لم تعد العملة المتداولة ذهباً، بل يتم تداول الأوراق النقدية والقطع النقدية المساعدة الإلزامية، وأن هذه العملة ترتبط بمقدار معين من الذهب الموجود في خزائن البنك المركزي الذي يكفي بالاحتفاظ بكمية من السبائك الذهبية في خزانته مقابل الكتلة النقدية الورقية والمعدنية المساعدة المطروحة في التداول، سواء بما يعادلها من الذهب أو يكون الغطاء الذهبي بنسبة محددة منها<sup>4</sup>.

ويسري هذا النظام في الدولة إذا كانت الحكومة والبنك المركزي على استعداد لشراء وبيع أي كمية من الذهب عند سعر معين كما هو محدد بالقيمة الذهبية لوحدة العملة، وكذلك حرية الاتجار بالذهب وإمكانية تحويل النقود الائتمانية إلى ذهب، وقد تميز هذا النظام بخاصيتين أساسيتين هما<sup>5</sup>:

- ✓ حلول العملة الائتمانية محل العملة الذهبية، وذلك نظراً لمنع استخدام العملة الذهبية كعملة تداول داخلية، وإمكانية تحويل العملة الائتمانية إلى ذهب؛

- ✓ يقضي هذا النظام على قيام الحكومة أو البنك المركزي ببيع الذهب على شكل سبائك كبيرة لا يقل وزنها عن حد معين، ولذلك لم يستخدم في المعاملات الداخلية واقتصر فقط استخدامه على المعاملات الخارجية.

ولذلك فإن الهدف الرئيسي لنظام السبائك الذهبية هو الرغبة في اقتصاد استخدام الذهب وعدم صرف النفقات في سك العملات الذهبية الصغيرة وإلغاء استخدامه في التداول محلياً.

<sup>1</sup> ودان بوعبد الله، مرجع سبق ذكره، ص 5.

<sup>2</sup> ضياء مجيد، النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2008، ص ص 54-55.

<sup>3</sup> جمال خريس، أيمن أبو خضرة، عماد خصاونة، النقود والبنوك، دار الميسرة، عمان، 2002، ص 32.

<sup>4</sup> ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص 55.

<sup>5</sup> رشاد العصار، رياض الحلبي، النقود والبنوك، دار صفاء، عمان، 2000، ص ص 34-35.

### 3. نظام الصرف بالذهب (Gold Exchange Standard):

وتتلخص الصفة الرئيسية التي تميز بها هذا الشكل من نظام الذهب عن غيره من الشكلين السابقين في أن الوحدة النقدية لبلد ما لا تتحدد مباشرة على أساس الذهب، بل يكون ارتباطها به ارتباطاً غير مباشر وذلك كأن ترتبط الوحدة النقدية بنسبة ثابتة مع الوحدة النقدية لعملة بلد آخر يسير على نظام الذهب، فمثلاً ارتبطت الوحدة النقدية في الفلبين بالدولار الأمريكي بنسبة ثابتة في الوقت الذي كانت تسير فيه الوم أ على قاعدة الذهب، كما سارت أيضاً مصر بنظام الصرف بالذهب في الفترة بين سنتي 1925-1931 حينما كانت عملتها مرتبطة بالجنيه الإسترليني وكانت بريطانيا تسير في هذه الفترة بنظام السبائك الذهبية.

وتاريخياً كان نظام الصرف بالذهب في البلاد التابعة سياسياً واقتصادياً لدول كبرى أو ما يُعرف بالتبعية الاستعمارية، كما كانت الحال بالنسبة للهند ومصر في علاقتهما بإنجلترا، ومع أن هذا النظام قد مكن البلد الذي اتبعه بالتمتع بمزايا نظام الذهب دون ضرورة الاحتفاظ باحتياطي من الذهب يرتبط مباشرة بالنقد المتداول، لكن مقابل ذلك كان يتحتم على هذا البلد التابع أن يحتفظ بجزء كبير من احتياطاته الأجنبية على صورة نقد أو على صورة أدونات أو سندات تصدرها خزنة الدولة المتبوعة<sup>1</sup>.

على الرغم من المزايا والخصائص التي قدمها هذا النظام إلا أنه في نهاية المطاف أصبح غير قادر على موازنة الأوضاع في تلك الفترة مما أدى في نهاية المطاف إلى انهياره.

### 4. انهيار نظام الذهب:

بالرغم من أن قاعدة الذهب استطاعت التعايش مع ظروف الحرب العالمية الأولى والتغيرات الاقتصادية التي حدثت بعدها إلا أنها لم تستطع تحمل الكساد الكبير، فمع اقتراب نهاية العشرينات كانت اقتصاديات الدول الصناعية تتجه نحو الركود، وكان لأزمة الكساد العظيم 1929 آثاراً مدمرة على جميع أركان العالم، وجاءت الضربة القاضية لقاعدة الذهب الدولية سنة 1931 حينما أخذ المودعون يسحبون أرصدهم من البنوك النمساوية التجارية الكبيرة، ثم انتشر الفزع إلى البنوك الألمانية، فقامت الحكومة بفرض قيود على الصرف، ثم تبعتها في ذلك دول أخرى وفي مقدمتهم إنجلترا التي قامت بتعويم عملتها، لتتبعها دول تربطها علاقات تجارية ومالية وعملاتها مرتبطة بالإسترليني، ليظهر ما سمي بمنطقة الإسترليني سنة 1932.

وبعد وقت قصير من تعويم الجنيه الإسترليني تخلت الدول الإسكندنافية عن قاعدة الذهب، لتبقى فقط الوم أ وفرنسا وسويسرا وبلجيكا وهولندا تربط عملتها بالذهب، لتبدأ هذه الدول في مواجهة تدفقات احتياطياتها من الذهب للخارج برفع الرسوم الجمركية وتضييق الحصص لضغط الواردات، وعندئذ توقفت قاعدة الذهب عن العمل كنظام نقدي دولي فعال<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> صبيحي تادريس قريصة، مدحت محمد العقاد، رجع سبق ذكره، ص ص 41-42.

<sup>2</sup> ودان بوعبد الله، مرجع سبق ذكره، ص ص 11-12.

## أسباب فشل نظام الذهب:

بالرغم من أن نظام الذهب الدولي كان متلائماً مع الظروف البيئية الاقتصادية التي طُبِقَ فيها، وقدم العديد من المزايا، إلا أن تغير الظروف الاقتصادية وعدم توفر متطلبات تشغيله بكفاءة أدى إلى توقف الدول عن العمل به ويمكن إجمال أهم الأسباب التي أدت إلى انهيار العمل بهذا النظام بالنقاط التالية<sup>1</sup>:

- انخفاض الإنتاج العالمي للذهب مقابل حجم الطلب المتزايد عليه لأغراض تغطية العملات النقدية أو للأغراض الصناعية وغيرها؛
  - استحوذ أمريكا وفرنسا على النصيب الأعلى من الذهب في العالم الأمر الذي أدى إلى اختلال توزيع الاحتياطات الذهبية بين الدول، مما دفع الدول التي تفتقر إليه بتقييد حركة دخوله وخروجه منها وإليها وبالتالي أدى ذلك إلى انهيار أهم ركن من أركان قاعدة الذهب؛
  - توسع الحكومات في الإصدار النقدي دون الاهتمام بتوفير الاحتياجات الذهبية كغطاء للعملات المصدرة بسبب السياسات الاستثمارية التي اتبعتها لتنشيط اقتصادها؛
  - إتباع الدول الكبرى مثل الو م أ وفرنسا وبريطانيا سياسة الحماية التجارية من خلال القيود الجمركية والسياسة الضريبية بهدف تحسين ظروفها الاقتصادية ما أدى إلى اختلال العلاقة بين قيمة العملة الوطنية والسعر الموحد للذهب على الصعيدين المحلي والدولي؛
  - الازدياد المستمر لأسعار السلع والخدمات بسبب هيمنة الاحتكارات الصناعية وكذلك ارتفاع الأجور تحت ضغط النقابات العمالية حيث كان نتيجة ذلك عدم كفاية الغطاءات الذهبية.
- كل هذه الأسباب أدت بالنتيجة إلى انهيار قاعدة الذهب وعدم الالتزام بها.

## المطلب الثالث: تصاعد الأهمية النسبية للدولار على المستوى العالمي

لقد مر الدولار بتاريخ ومراحل لوصوله إلى المرحلة التي نعيشها من كونه ملاذاً آمناً ومسيطرًا على معالم التبادل التجاري الدولي، وهذا الأمر لم يكن ليتم إلا بعد خروج الدول تبعاً من قاعدة الذهب في الفترة بين الحربين من جهة، وخروج دول أوروبا باقتصاد محطم وبنيّة تحتية مهدمة بعد نهاية الحرب العالمية الثانية من جهة ثانية.

هذا الأمر عجل بالبحث عن إيجاد صيغة ملائمة لإدارة النظام النقدي الدولي، وهو ما تم بالفعل من خلال المؤتمر المنعقد في جويلية 1944 بمدينة نيو هامبشير بالولايات المتحدة وشاركت فيه 44 دولة تمثل أغلب شعوب العالم<sup>2</sup>، ليتمخض هذا المؤتمر عن ميلاد اتفاقية بريتون وودز Bretton Woods كنظام نقدي دولي يعبر عن الأوضاع الاقتصادية والنقدية الدولية لعالم ما بعد الحرب، وسنتطرق هنا إلى ميلاد هذا النظام والأسس التي قام عليها وأخيراً انهياره.

<sup>1</sup> سامر بطرس جلد، مرجع سبق ذكره، ص ص45-46.

<sup>2</sup> صالح مفتاح، محاضرات في المالية الدولية، غير منشورة، جامعة بسكرة، 2006/2005، ص 15.

## الفرع الأول: ميلاد نظام بريتون وودز:

مع بداية ميلان كفة الحلفاء في الحرب العالمية الثانية، كان لا بد من التفكير في منظومة مالية ونقدية دولية لتسيير عمليات التبادل التجاري الدولي ومعالجة مشاكل الصرف واختلال موازين المدفوعات الدولية، هذا الأمر جعل من دول الحلفاء يقترحون جملة من المشاريع الاقتصادية لتسيير النظام المالي والنقدي الدولي بعد نهاية الحرب، ولكن أهم هذه المشاريع كان المشروع الأمريكي المُقترح من طرف الأستاذ ووكيل الخزانة الأمريكية في تلك الفترة هاري ديكستر وايت (1892-1948)، أما المشروع الانجليزي فقد كان من طرف الاقتصادي الشهير اللورد كينز (1883-1946)، حيث وقبل انعقاد المؤتمر في بريتون وودز قدما مشروعهما للنقاش بتاريخ الخامس والسابع أفريل من سنة 1943 على التوالي، والتي يمكن إجمال أهم نقاط مشروعهما فيما يلي:

### ✓ المشروع الأمريكي<sup>1</sup>:

أسسه "هاري وايت" وهو أستاذ ووكيل الخزانة في الولايات المتحدة الأمريكية وتضمن هذا المشروع إنشاء مؤسستين دوليتين هما صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير، حيث يهدف الصندوق لتثبيت أسعار الصرف وتقوم الدول الأعضاء في هذا الصدد بإيداع حصص تتكون جزئياً من الذهب وعملياتها المحلية وبعض أذون الخزانة، إذ تستطيع الدول ذات العجز في موازين مدفوعاتها السحب من هذا الصندوق بغرض تغطية عجزها، غير أنها لا تستطيع الاستمرار في شراء العملات الأجنبية إذا زاد ما يحوزه الصندوق من عملة هذه الدولة على 200% من حصتها. كما يستطيع هذا الأخير اتخاذ بعض الإجراءات التي يراها مناسبة ولم تفرض اقتراحات هاري وايت أية عقوبات على الدولة التي يستمر ميزان مدفوعاتها في حالة فائض لمدة طويلة. أما البنك الدولي للإنشاء والتعمير: فهو مؤسسة دولية تسهر على الائتمان طويل الأجل وإعادة إنشاء وتعمير ما خربته الحرب. وقد نشرت الولايات المتحدة الأمريكية في ديباجة المشروع أن العالم سيواجه ثلاث مشاكل نقدية بعد انتهاء الحرب وهي:

- تدهور أسعار الصرف؛
- انفصال العلاقة بين عملات الدول المختلفة؛
- انهيار الأنظمة النقدية؛
- انكماش حجم التجارة الدولية.

وحل هذه المشكلات يتطلب ضرورة العمل الدولي المشترك والاقتراح هو إنشاء احتياطي نقدي لتثبيت أسعار الصرف الدولية. ويتكون الاحتياطي من الذهب وعملات الدول الأعضاء، بحيث تقدم كل دولة عضو حصة في هذا الاحتياطي مقومة على أساس ما تمتلكه الدولة من ذهب وعملات أجنبية ومقدار دخلها القومي ومدى تقلب ميزان مدفوعاتها وتتولى الهيئة المزمع إنشائها تسيير الاحتياطي:

<sup>1</sup> صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 17.

- تحديد سعر الذهب بالنسبة لعملات الدول الأعضاء؛
- تحديد أسعار صرف العملات المختلفة؛
- بيع وشراء الذهب والعملات المختلفة مع القيام بدور غرفة المقاصة لتسوية الأرصدة الدائنة والمدينة للدول الأعضاء.

### ✓ المشروع الانجليزي:

بلور الاقتصادي الشهير كينز مشروعه لإصلاح نظام النقد والصرف العالمي، حيث كان يهدف لتسهيل سياسة التوسع النقدي الداخلي والخارجي وزيادة التبادل التجاري الدولي وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، ولهذا اقترح إنشاء اتحاد المقاصة الدولية، وهو بمثابة بنك للبنوك المركزية وسلطة نقدية فوق الدول، يقوم بخلق القوة الشرائية اللازمة للتبادل الدولي، وتلك العملة أُطلق عليها بالبانكور<sup>1</sup>، وكانت غاية كينز من هذه التسمية هو الجمع بين فكرة المرونة التي يتميز بها المصرف عادة وفكرة ثبات أو استقرار القيمة التي يتصف بها الذهب، ولكن النقد المتصور غير معرف بالنسبة للذهب، بل فقط بالنسبة لعلاقات العملات الوطنية فيما بينها، وهكذا فإنه بعد إجراء عملية التقاص فإن سجلات المصارف المركزية تكون إما دائنة أو مدينة تجاه اتحاد المقاصة الدولية<sup>2</sup>. وتتحدد حصة كل دولة في هذا الاتحاد الدولي أساسا بحجم تجارتها الخارجية وكذلك بمقدار صادراتها من الذهب، ولتفادي انعدام التوازن في القوة الشرائية يقوم الاتحاد بالضغط على الدول الدائنة والمدينة لتعديل ميزانها، كما لا يسمح بتراكم أرصدة البانكور للبلدان الدائنة<sup>3</sup>.

فاتحاد المقاصة الدولي يقوم بفتح حسابات دائنة ومدينة للدول المشتركة ويجري عمليات المقاصة بينها، بحيث تتساوى في النهاية الأرصدة الدائنة مع الأرصدة المدينة، ولكن إذا أسفر الحساب لدولة ما عن رصيد دائن، فإنه يبقى داخل الاتحاد كقرض مقدم من الدولة صاحبة الدائنية وقد رأى كينز أن النظام المقترح يمكن أن يساهم في حل مشكلات الدائنية والمديونية التي ترتبت على الحرب، فالدول المدينة يمكنها أن تسدد متطلباتها بالبانكور عن طريق الاتحاد، خلال فترة من الزمن دون أن ينجم عن ذلك ضغوط على موارد الدول المدينة بالبانكور، والواقع أن هذا المشروع كان يحاول إلغاء دائنية ومديونية الدول تجاه بعضها بعضا، وبحيث تصبح مع اتحاد المقاصة الدولي، وهو في هذا كان يدافع عن مصلحة بريطانيا المدينة، ويحاول أن يعيد مركز الاقتصاد البريطاني المنهار في ضوء عالم قد تغير<sup>4</sup>. وقد تم عرض المشروع للتداول واتخاذ القرار في عدة اجتماعات متتالية انتهت بإجماع الآراء على صلاحية المشروع الأمريكي رغم محاولة إنجلترا وبعض الدول معارضة هذا المشروع إلا أن علاقات القوى مالت لصالح القوى اقتصاديا وسياسيا وهي الولايات المتحدة الأمريكية، وهذا رغم قوة بناء المشروع الانجليزي وسلامته، وفيما يلي الفرق بين المشروعين:

<sup>1</sup> مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي نائر، أسس العلاقات الاقتصادية الدولية، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2006، ص 154.

<sup>2</sup> جان ديزيت، الدولارات تاريخ النظام النقدي الدولي 1945-1988، ترجمة هشام خليل، ط1، دار طلاس للدراسات والترجمة والنشر، دمشق، 1989، ص 58.

<sup>3</sup> مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي نائر، مرجع سبق ذكره، ص 154.

<sup>4</sup> ودان بوعبد الله، مرجع سبق ذكره، ص 17.

### جدول (01-05): أوجه الاختلاف بين المشروع الأمريكي والإنجليزي

المشروع الأمريكي	المشروع الإنجليزي
الإيداع	خلق الائتمان
اتخاذ بعض الإجراءات الضرورية دون فرض أي عقوبات	فرض عقوبات على الدولة التي يستمر ميزان مدفوعاتها في حالة فائض
مبدأ الإيداع	مبدأ فتح الاعتماد

المصدر: صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 18.

#### الفرع الثاني: الأسس التي قام عليها نظام بريتون وودز:

لقد كان الهدف من عقد اتفاقية بريتون وودز وضع نظام نقدي دولي يحقق ما يلي<sup>1</sup>:

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

وقد أسفرت الجهود على إنشاء مؤسستين، صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير والذي من أهم أهدافه العمل على إعادة بناء اقتصاد الدول التي أصابها الحرب وكذلك مساعدة الدول الآخذة في النمو، أما بالنسبة لصندوق النقد الدولي فتتمثل أهدافه في<sup>2</sup>:

✓ استقرار أسعار الصرف: لقد كان من أهم أهداف صندوق النقد الدولي تجنب حدوث تقلبات أسعار صرف العملات لمختلف الدول وبالتالي إرساء نظام سعر الصرف الثابت، ولتحقيق هذا المسعى وإضفاء الاستقرار على نظام الصرف تم اقتباس بعض خصائص نظام معيار الذهب من خلال تحديد أسعار ثابتة لجميع عملات الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي بالنسبة للدولار الذي كان بدوره مرتبط بالذهب بسعر ثابت، حيث كانت أوقية الذهب تساوي 35 دولار، وتجدر الإشارة إلى أنه يجب المحافظة على ثبات أسعار الصرف المعلنة وعدم ارتفاعها أو انخفاضها على 1% من أسعار التعادل الرسمية مع الدولار، ويتم ذلك من خلال تدخل البنك المركزي لكل دولة بشراء أو بيع كميات من عملته لتحافظ على استقرارها؛

✓ حرية التحويل إلى عملات جميع الدول الأعضاء: ويعني ذلك إقامة نظام للمدفوعات متعدد الأطراف وجعل عملات الدول الأعضاء قابلة للتحويل بين بعضها وإلغاء الرقابة على الصرف من أجل تشجيع نمو التجارة الدولية، ومنح الدول التي تطبق نظام الرقابة على النقد فترة انتقالية لمدة 5 سنوات لغاية سنة 1952، إلا أن الصندوق اتخذ موقفا

<sup>1</sup> صبيحي تادريس قريصة، مدحت محمد العقاد، رجوع سبق ذكره، ص 64.

<sup>2</sup> ودان بوعبد الله، مرجع سبق ذكره، ص 19-21.

متسامحا للغاية مع الدول الأعضاء بإقراره جميع القيود المفروضة على التحويلات الخارجية حتى بعد انتهاء الفترة الانتقالية؛

✓ تحرير التجارة من مسالكها الثنائية: توسعت التجارة الثنائية نتيجة تطبيق نظام الرقابة على الصرف ونتيجة اتفاقيات الدفع الثنائية، فكان من أهداف صندوق النقد الدولي تحرير التجارة من مسلكها الثنائي وتحويلها إلى تجارة متعددة الأطراف لما يندرج ضمن تحرير التجارة الخارجية من مزايا التخصص وتقسيم العمل الدولي وتوفير إمكانيات نمو متوازن للتجارة العالمية؛

✓ تحقيق المرونة في نظام أسعار الصرف: لقد نصت اتفاقية صندوق النقد الدولي أنه في حالة أي خلل أساسي في ميزان مدفوعات الدول الأعضاء في الصندوق، فلها الحق في تغيير سعر تعادل عملتها لتعديل وضعية ميزان مدفوعاتها وذلك مع استشارة الصندوق، وكان الحد المسموح به 10%، أما فوق هذه النسبة صعودا ونزولا فالقرار يعود إلى الصندوق بعد دراسة الوضعية الاقتصادية للدول المعنية؛

✓ مساعدة الدول على إصلاح العجز في موازين مدفوعاتها: ويتم ذلك من خلال تخصيص جانب من موارد الصندوق المالية لمساعدة الدول الأعضاء لإصلاح اختلال موازين مدفوعاتها دون اللجوء إلى الأساليب التقليدية المتمثلة في تخفيض سعر صرف عملة البلد الذي يعاني العجز ووضع قيود على حركة المدفوعات الدولية، فالدولة التي تكون بحاجة إلى مساعدة تستفيد من انتمان من حقوق السحب العادية على شرط أن تقنع الصندوق بالمبررات الاقتصادية للقيام بمدفوعات تتماشى مع بنود اتفاق الصندوق وأهدافه، ويمكن الإشارة هنا بالذات أن الحصص التي تساهم بها الدول الأعضاء للصندوق تتكون من الذهب بنسبة 25%، ومن عملة تلك الدولة بنسبة 75%، كما ويتم مراجعة هذه الحصص كل 5 سنوات، وحجم الحصص هو الذي يقرر ما يمكن للدولة أن تقترضه من الصندوق وحجم القوة التصويتية داخل الصندوق.

لقد عرف نظام بريتون وودز منذ إنشائه ولغاية الإعلان عن توقف العمل به وانهاره في أغسطس من سنة 1971 مروره بمرحلتين أساسيتين<sup>1</sup>:

#### مرحلة الاستقرار النسبي:

امتدت هذه المرحلة من 1946 حتى نهاية الخمسينات وما ميز هذه المرحلة هو الاستقرار النسبي للدولار، ولقد ساعد تراكم 75% من احتياطي الذهب الرسمي في العالم لدى الولايات المتحدة الأمريكية أن تقرر هذه الأخيرة إعطاء دولارات لكل دولة تريد التخلي عن الدولارات التي تملكها مقابل الذهب فقط وليس بعملة البنك الوطنية.

أما إنجلترا فقد عادت قابلية الجنيه الإسترليني للتحويل لل عملات الأخرى وليس للذهب، وقد تم ذلك خلال عام من وضع اتفاقية بريتون وودز موضع التطبيق.

<sup>1</sup> صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص ص 19-20.

وبالنسبة للعملات الأوروبية الأخرى فقد دام انتظارها 15 سنة لتكون قابلة للتحويل إلى عملات أخرى وليس إلى ذهب.

واختارت البنوك المركزية للدول المختلفة الدفاع عن أسعار التعادل الخاصة بعملاتها مقابل الدولار الأمريكي وحده، وهكذا ظل الدولار يتربع قيمة المدفوعات الدولية حتى نهاية الخمسينات.

#### مرحلة التصدع والانهييار:

امتدت هذه المرحلة من 1960-1971، حيث أخذ المخزون الأمريكي في التناقص تدريجياً ذلك أن المكانة الهامة التي احتلها الدولار في نظام بريتون وودز أدت إلى مسؤولية كبرى على عاتق الولايات المتحدة الأمريكية حيث كان يجدر بها كي تتمكن من تحويل الدولارات إلى ذهب الحد من عملية خلق الدولار (أي عدم زيادة الدولارات لدى البنوك المركزية الأجنبية زيادة مفرطة)، والحد من استخدام الدولار في مبادلاتها مع بقية دول العالم.

كما كان يتعين عليها رفع أسعار الفائدة والحد من عجز ميزان مدفوعاتها غير أن الولايات المتحدة الأمريكية لم تقم بما تقدم ذكره، إضافة إلى ذلك فقد برزت قوى اقتصادية كبرى على الصعيد الدولي كقوى منافسة للولايات المتحدة الأمريكية في الأسواق الخارجية مثل ألمانيا واليابان وهذا أدى إلى هبوط نصيب الولايات المتحدة الأمريكية من إجمالي الصادرات العالمية وظهور المارك الألماني والين الياباني كعملتان قويتان تنافسان الدولار.

في ظل هذه الظروف اشتدت أزمة الثقة في الدولار وذلك لعدم قدرة الولايات المتحدة الأمريكية تحويل الدولارات التي تحتفظ بها إلى ذهب عند الطلب واشتد الطلب على الذهب، حيث اعتقد المضاربون قرب انخفاض القيمة الرسمية للدولار بالنسبة للذهب، وأخذت أسعار الذهب ترتفع في الأسواق النقدية الرئيسية العالمية، وهذا ما لم يكن في صالح الدول التي تحتفظ بالدولارات بكمية كبيرة.

وقد قامت الولايات المتحدة الأمريكية بالاتفاق مع 06 دول أوروبية لإنشاء مجمع الذهب "Gold Pool" لتدعيم الدولار بمواجهة هذا الموقف، وقد تعهدت الدول الأوروبية بتزويد سوق لندن بالذهب بالسعر الرسمي، وبعدم تحويل أرصدها الدولية إلى ذهب من أمريكا.

وأدى هذا الاتفاق إلى الإبقاء على السعر السوقي للذهب في حدود سعره الرسمي، لكن هذا المجمع قد ألغي في مارس 1968 بسبب اشتداد الطلب على الذهب بغرض الاكتناز والمضاربة والذي كان نتيجة توقع انهيار الجنيه الإسترليني وانخفاض قيمته فضلاً عن إعلان فرنسا الخروج من مجمع الذهب وهكذا لم تستطع الولايات المتحدة الأمريكية الاحتفاظ بالسعر الرسمي للدولار بالنسبة للذهب وسمح بأن يكون للذهب سعران أحدهما حر يتحدد وفقاً للعرض والطلب شأنه شأن أي سلعة أخرى، والآخر رسمي يتم التعامل به بين السلطات النقدية فقط.

ويمكننا الإشارة هنا إلى الضغوطات التي مارسها الولايات المتحدة الأمريكية على جنوب إفريقيا لبيع إنتاجها من الذهب في السوق الحرة أي لينخفض سعره بدلا من بيعه للبنوك المركزية التي زادت احتياطاتها منه، كما عارضت كذلك تخلي جنوب إفريقيا عن الذهب الخاص بها إلى صندوق النقد الدولي.

أيضا فقد عملت الولايات المتحدة الأمريكية على وضع نظام حقوق السحب الخاصة (هو أصل احتياطي دولي استحدثه الصندوق في عام 1969 ليكون مكملا للاحتياطات الرسمية الخاصة ببلدانه الأعضاء. ويبلغ المجموع الكلي للمخصصات الموزعة حتى الآن 660,7 مليار وحدة حقوق سحب خاصة (ما يعادل 943 مليار دولار أمريكي). ويتضمن هذا أكبر توزيع للمخصصات في تاريخ الصندوق بقيمة 456 مليار دولار أمريكي والذي تمت الموافقة عليه في 2 أغسطس 2021 ويصبح ساري المفعول في 23 أغسطس 2021، وكان هذا التوزيع الأخير للمخصصات يستهدف معالجة حاجة العالم للاحتياطات على المدى الطويل، ومساعدة البلدان على تجاوز تأثير جائحة كوفيد19، وتتحدد قيمة حق السحب الخاص وفقا لسلة من خمس عملات: الدولار الأمريكي واليورو واليوان الصيني والين الياباني والجنيه الإسترليني<sup>1</sup>) موضع تطبيق على اعتبار أن هذه الوحدات هي التي ينبغي أن تكون العملة الدولية مستقبلا.

وتفاهم عجز ميزان المدفوعات الأمريكي بسبب تحركات رؤوس الأموال بسرعة ويعود السبب إلى الدولارات الأمريكية خارج الولايات المتحدة الأمريكية وأصبحت حركات رؤوس الأموال عرضة للمضاربة أو الاكتناز وتعرضت معظم العملات للخطر ذاك أنها لم تكن مرتبطة بظاهرة الدولارات الأوروبية (اليورو دولار).

واستمر عجز الميزان الأمريكي إلى أن ألغت الولايات المتحدة الأمريكية تحويل الدولار إلى ذهب وسقطت بذلك قاعدة الصرف بالذهب التي قام عليها نظام بريتون وودز وانهار هذا النظام.

### الفرع الثالث: انهيار نظام بريتون وودز:

مع نهاية الحرب العالمية الثانية وخروج أوروبا واليابان منها منهارة ومدمرة تماما كان لزاما عليهم إعادة إعمار ما دمرته الحرب، ولم تستطع أوروبا تزويد نفسها بالسلع الاستهلاكية، بالإضافة إلى السلع الرأسمالية لإعادة البناء، لذا كان من الضروري استيراد العديد من السلع، وكانت المشكلة تكمن في الحاجة إلى العملة الصعبة وخاصة الدولار الأمريكي للدفع مقابل الواردات، ولم تكن لها طاقة تصديرية تستطيع من خلالها الحصول على العملة الصعبة، وكانت احتياطاتها الدولية غير كافية، ونظرا لكون الولايات المتحدة الأمريكية المصدر الأساسي للسلع الإنتاجية، فقد كان نقص السلع في أوروبا يمثل نقصا في الدولارات.

وللمساعدة قامت الولايات المتحدة الأمريكية وكندا وعدد من المنظمات الدولية بمنح عدد من القروض والمنح لأوروبا شملت برنامج الانتعاش الأوروبي المعروف بمشروع مارشال المقدم في

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي، 13 سبتمبر 2022، 23:55

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

عام 1947 لإعادة بناء أوروبا، والذي تبعه انتقالات هامة للمدخلات والسلع الأمريكية، هذا الأمر أدى إلى أن يحقق الميزان التجاري الأمريكي فائضا هائلا بتدفق جزء كبير من الاحتياطات الذهبية والنقدية الأوروبية إلى أمريكا لدرجة أن الرصيد الذهبي الأمريكي بلغ في عام 1957 ما قيمته 23 مليار دولار وهو ما جعل النظام يتسم بالاستقرار النسبي لغاية نهاية الخمسينات<sup>1</sup>.

ولكن مع ظهور العجز المستمر في ميزان المدفوعات الأمريكي ظهر ما حذر منه الاقتصادي الانجليزي اللورد كينز واعتبره نقطة ضعف للنظام الجديد ألا وهو اعتماد الدولار كعملة ارتكاز له ودعا إلى اعتماد عملة دولية يصدرها الصندوق (البنكوكور) إلا أن اقتراحه قد رُفض كما أشرنا سابقا، إذ بدأت نقاط الضعف في النظام تتبين وتتجلى في بداية الستينات حين قام أستاذ الاقتصاد في جامعة يال الأمريكية روبرت تريفن بوضع معضلته المسماة Triffin Paradox التي تنبأت بانهياء النظام، وتتلخص هذه المعضلة في أنه يجب على احتياطات العالم أن تنمو بشكل منسجم مع نمو التجارة الدولية والتي كانت تنمو بمعدلات تفوق معدلات النمو الاقتصادي وعليه يجب على الدولة مصدرة عملة الاحتياطي العالمي (الو م أ) أن تحقق عجزا دائما في ميزان مدفوعاتها لتمكين بقية الدول من بناء احتياطاتها.

إلا أنه من ناحية أخرى فإن تزايد العجز المذكور كان يصاحبه تزايد الشكوك في قدرة الولايات المتحدة على تحويل مطلوباتها الخارجية إلى ذهب بالسعر المتفق عليه<sup>2</sup>. يقول تريفن إن استمرار ملء الاحتياطات الدولية بالدولار الأمريكي هو نتاج بروتون وودز ولكن لئتم ذلك فإنه يجب على الو م أ الاستمرار في حالة عجز متواصل كونها المصدر الرئيسي للدولار في العالم، غير أن توقف الولايات المتحدة عن تسجيل عجز بميزان المدفوعات يعني خسارة المجتمع الدولي أكبر مصدر لتدفق الاحتياطات النقدية، ومع نقص السيولة سيُدفع بالاقتصاد العالمي إلى دوامة انكماشية وسلسلة من الاضطرابات وعدم الاستقرار، في المقابل فإن استمرار العجز في الولايات المتحدة يضمن تواصل تدفق الدولارات إلى النظام العالمي ودفع النمو، ومع ذلك فإن العجز المفرط من شأنه أن يؤدي إلى تآكل الثقة في قيمة الدولار، وغياب تلك الثقة في الدولار تعني عدم قبوله كعملة احتياط عالمية<sup>3</sup>.

وبحلول سنة 1962 قامت فرنسا التي كانت تعارض دور الدولار المركزي منذ البداية بتحويل دولاراتها إلى ذهب على الرغم من معارضة الولايات المتحدة، وقد شجع ذلك بقية الدول على تحويل الدولار إلى ذهب هذا مما أدى إلى أزمة عالمية سنة 1968 تم خلالها وضع سعرين للذهب الأول السعر الرسمي 35 دولار للأونصة والثاني معوم يتحدد بناء على العرض والطلب في الأسواق، وقد كانت هذه محاولة لفصل دور الذهب النقدي عن دوره كسلعة صناعية، وتزايد الأزمات النقدية خلال

<sup>1</sup> ودان بوعبد الله، مرجع سبق ذكره، ص 22.

<sup>2</sup> ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص ص 27-28.

<sup>3</sup> موقع أرقام، مفارقة تريفن...تكلفة السيطرة على عملة الاحتياط العالمية ونبوءة انهيار بر ايتون وودز، يوم 12 ديسمبر 2022، الساعة 00:20.

<https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/1306826>

تلك الفترة 1962-1968 حيث تم تخفيض الجنيه الإسترليني سنة 1967 بنسبة 14.3% ومن ثم الفرنك الفرنسي سنة 1969، ليقرر الصندوق خلق احتياطي مساعد للدولار بهدف الحفاظ على نظام بريتون وودز وحل معضلة تريفن وذلك من خلال التخصيص الأول لحقوق السحب الخاصة سنة 1970<sup>1</sup>.

كما تجدر الإشارة إلى أن تصاعد الحرب في فيتنام مع بداية منتصف الستينات زادت من معدلات التضخم في الولايات المتحدة بسرعة، وكثف ذلك من الضغط لتخفيض قيمة الدولار في سوق العملات الأجنبية، وفي الوقت نفسه تم تخفيض الجنيه الإسترليني كما أسلفنا وذلك تحت ضغط المضاربين، كما أدت أزمة الإسترليني وتزامنها مع الضغط على الدولار إلى خلق مضاربة قوية ضد الدولار، ودفعت هذه المضاربات إلى رفع أسعار الذهب، وأخذ مجمع الذهب يبيع الذهب للوقوف في وجه الزيادة في الأسعار، ونتيجة التقلص الشديد لاحتياطيات الذهب في الخزينة الأمريكية، وسيادة اليقين بضرورة تعديل أسعار تعادل العملات أصبح من المسلم به ضرورة لجوء الولايات المتحدة إلى تخفيض قيمة الدولار، كما أصبحت الأسواق الدولية لرأس المال في ذلك الوقت مرتبطة ببعضها بشكل كبير من خلال أسواق العملات الأوروبية، وبدأت كميات ضخمة من رؤوس الأموال الأمريكية في الهروب إلى الخارج، بالإضافة للتحويلات الكثيفة من الدولار الأمريكي إلى عملات القوية الأخرى وخاصة المارك الألماني والين الياباني والفرنك السويسري، الأمر الذي أدى إلى حدوث مزيد من الاختلالات في ميزان المدفوعات الأمريكي<sup>2</sup>.

وفي ظل هذه الظروف المتراكمة خرج يوم الأحد 15 أوت 1971 على شاشات التلفاز الرئيس الأمريكي ريتشارد نيكسون \* ليعلن عن قراراته التي اشتملت فصل ارتباط الدولار الأمريكي بالذهب وإلغاء قابلية التحويل وتخفيض قيمته الذهبية، بالإضافة إلى إجراءات أخرى تتعلق بفرض رسوم إضافية على الواردات الأمريكية، ووضع قيود على الاستثمارات الأمريكية في الخارج، وتخفيض المعونات الأمريكية الخارجية، فضلا عن فرض قيود على الأجور والأسعار على اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية في محاولة لاحتواء التضخم المحلي المتصاعد، وكانت تلك الإجراءات بمثابة المؤشر على نهاية نظام بريتون وودز وقاعدة الصرف بالذهب<sup>3</sup>.

وكان لهذا الانهيار المدوي جملة من الأسباب نوجزها فيما يلي<sup>4</sup>:

✓ لم يسمح النظام بأي نوع من أنواع التصحيح التلقائي للاختلال في موازين المدفوعات الدولية، هذا لأن الولايات المتحدة الأمريكية لم تقم بتعديل قيمة الدولار بعد إعلان عدم قابليته للتحويل إلى ذهب بل بقيت تصر على أن الدول الأخرى هي التي يتعين عليها أن ترفع قيم عملاتها بالنسبة

<sup>1</sup> ماهر كنج شكري، مروان عوض، مرجع سبق ذكره، ص 28.

<sup>2</sup> ودان بوعبد الله، مرجع سبق ذكره، ص 23.

\* الرئيس السابع والثلاثون للوم أ للفترة 1969-1974.

<sup>3</sup> جيمس ريكاردز، حرب العملات افتعال الازمة العالمية الجديدة، ترجمة أنطوان باسيل، ط 1، شركة المطبوعات للتوزيع والنشر، بيروت، 2014، ص ص 119-121.

<sup>4</sup> صبيحي تادرس قريصة، مدحت محمد العقاد، مرجع سبق ذكره، ص ص 70-71.

- للدولار، وكانت تهدف من وراء ذلك إلى تحقيق مغنم تجارية حيث أن رفع قيمة العملات الأخرى يجعل أسعار الصادرات الأمريكية في وضع تنافسي أفضل؛
- ✓ معاناة النظام من تناقض جوهري بسبب سيطرة الدولار الأمريكي، فاستقرار النظام كان يتوقف على استقرار قيمة الدولار؛
- ✓ عجز الصندوق عن القيام بدور المركز النقدي في إدارة الدول حيث كان يتخذ موقفا سلبيا في تطبيق بعض مواد الاتفاق، فنجد مثلا الدول ذات الفائض الكبير في موازين مدفوعاتها لم تحاول جانبها اتخاذ إجراءات لتعديل أسعار صرف عملاتها، ومن حق الصندوق أن يعلن نص الاتفاقية " أن عملة الدولة التي لديها فائض كبير في ميزان مدفوعاتها عملة نادرة " ومن ثم يتوقف الصندوق عن تقديمها للدول المقترضة وهكذا يؤدي إلى انخفاض الطلب الخارجي عليها مما يساعد على تسوية الاختلال في ميزان مدفوعات هذه الدولة، لكن الصندوق لم يقم بهذا الحق؛
- ✓ تحركات رؤوس الأموال.

#### الفرع الرابع: نظام النقد الدولي بعد بريتون وودز

لا شك أن التطورات النقدية الدولية التي تلاحقت بعد القرار التاريخي بإنهاء قابلية تحويل الدولار إلى ذهب في 15 أوت 1971 ثم انهيار نظام استقرار أسعار الصرف قد أدت إلى تعويم الأقطار الصناعية لعملاتها، مما أجبرت صندوق النقد الدولي على التكيف مع المتغيرات التي حدثت بعد انهيار نظام بريتون وودز، وتم ذلك بموجب التعديل الثاني لاتفاقية الصندوق، والذي عرف باسم اتفاقية جمايكا. ولهذا سوف نتطرق إلى نظام تعويم أسعار صرف العملات وكذلك سوف نستعرض أهم ما تضمنه هذا التعديل.

#### 1. نظام تعويم أسعار صرف العملات

في الواقع أن هذا النظام لم يقصد أحد اختياره بل فرض نفسه عند انهيار نظام بريتون وودز، وبغرض مواجهة الفوضى التي سادت أسواق الصرف الأجنبي والمضاربات التي أحدثت العديد من الاختلالات، ليأتي هذا النظام والذي يترك تحديد أسعار الصرف بين العملات إلى قوى السوق، وتتوقف مدى تقلبات سعر الصرف على الكمية المعروضة والمطلوبة من الصرف الأجنبي، وكذلك يعتبر التعويم حرا إذا لم تتدخل السلطة النقدية في سوق الصرف من أجل مساندة عملتها الوطنية أو أن تتخذ قرارات اقتصادية مدفوعة باعتبارات تتعلق بسعر صرف عملتها، ولذلك فإن الدولة تكون في غير حاجة إلى الاحتفاظ باحتياطي كبير من العملات الأجنبية طالما أنها لا تتدخل في سوق الصرف، كما ويرى أنصار سياسة التعويم الحر أن توازن ميزان مدفوعات الدولة يتحقق بصورة تلقائية في ظل هذه السياسة وذلك عن طريق تفاعل قوى العرض والطلب في السوق بما يؤدي إلى تغيير سعر الصرف ارتفاعا وانخفاضا مما يعيد التوازن إلى ميزان المدفوعات مرة أخرى<sup>1</sup>، وقد عرف نظام التعويم عدة أنواع وذلك حسب تدخل السلطات النقدية وهذه الأنواع نلخصها فيما يلي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> ودان بوعبدالله، مرجع سبق ذكره، ص 25.

<sup>2</sup> مفتاح صالح، مرجع سبق ذكره، ص 22.

- ✓ **التعويم النقي:** ويكون عندما لا يتدخل البنك المركزي مطلقا في أسواق الصرف لمساندة سعر صرف العملة الوطنية عند مستوى معين؛
  - ✓ **التعويم غير النقي:** عندما يتدخل البنك المركزي لمنع التقلبات في السعر من أن تتجاوز حدا معيناً؛
  - ✓ **التعويم المستقل:** وهو عندما لا يرتبط سعر صرف العملة الوطنية في ارتفاعه وانخفاضه بأسعار صرف أي عملة أو عملات أخرى؛
  - ✓ **التعويم المشترك:** عندما تشترك مجموعة معينة من العملات معا بالنسبة لما يحدث من تغيرات في أسعار صرفها فترتفع هذه الأسعار سويا أو تنخفض سويا.
- وقد عرف هذا النظام النقدي الجديد الذي أتى به اتفاق بال باسم "الثعبان النقدي" وعلى وجه التحديد الثعبان داخل النفق، ونظرا لأن أسعار صرف عملات الثعبان بالدولار تتقلب معا ارتفاعا وانخفاضا وذلك في حدود النسبة القصوى المسموح بها كهامش لتقلب هذه الأسعار، أو لابتعادها عن بعضها وهو (4.25%) فقد عرف هذا التنظيم النقدي بالتعويم المشترك.
2. **اتفاقية جمايكا**
- لقد حاول صندوق النقد الدولي ترميم وإصلاح اتفاقية بريتون وودز من خلال عدة اجتماعات، وفي العام 1974 في الدورة العادية لصندوق النقد الدولي شكلت لجنة مؤقتة لإعداد دراسة حول نظام النقد الدولي، ضمت ممثلين عن مختلف الدول الأعضاء في الصندوق، انحصرت مهمتها في إعداد اقتراحات للتكيف مع مقتضيات الحاضر، وقد عرض هذا الاتفاق في جانفي 1976 في كينغستون "جمايكا" بعد المصادقة عليه من قبل 85% من الدول الأعضاء، والتي تتمتع بـ78.52% من الحجم الإجمالي للحصص في الصندوق، وقد عرف هذا المؤتمر بمؤتمر جمايكا، وفيه تم التعديل الثاني لاتفاقية بريتون وودز، والذي بدأ سريانه من أفريل 1978، وفي هذا الاجتماع تقرر ما يلي<sup>1</sup>:
- ✓ **حرية الدول الأعضاء في اختيار نظم الصرف بما في ذلك التعويم،** ويحظر عليها محاولة الحصول على أي مزايا تنافسية غير عادية في مواجهة الأعضاء الآخرين عن طريق التخفيض المتتالي في سعر الصرف. ويحق لصندوق النقد الدولي الإشراف الدقيق على سياسات الدول الأعضاء بالنسبة لسعر الصرف، مع التزامه بمبادئ محددة في مجال إرشاد هذه الدول إزاء هذه السياسات؛
  - ✓ **التخفيض التدريجي لدور الذهب بالنسبة للنظام النقدي الدولي،** وتقرير حرية الدول الأعضاء بالتعامل به في السوق ما بين بعضها البعض دون الاستناد إلى أي سعر رسمي له (إلغاء السعر الرسمي للذهب)، وإنهاء وظيفته كوحدة لتقويم حقوق السحب الخاصة، وعدم إمكان اتخاذه كأساس لتقويم مختلف العملات للدول الأعضاء في الصندوق، وإلغاء كل الأحكام المنظمة لاستخدامه في التعامل ما بين الصندوق والدول الأعضاء، وتجنب الصندوق في أي تعامل بالذهب أن يدير سعره أو أن يقيم سعرا ثابتا في السوق. كما أتاح للصندوق إمكانية التصرف في جزء أو في كل ما تبقى من رصيده الذهبي بأغلبية 75% من القوة التصويتية؛

<sup>1</sup> مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي نائر، مرجع سبق ذكره، ص 174-175.

✓ أتاح التعديل الثاني للمشاركين في حقوق السحب الخاصة التحرر من الالتزامات تجاه الصندوق بالنسبة لتلك الحقوق، وأيضا الحق في نقلها فيما بينهم بالاتفاق، وبصفة عامة فقد جاء التعديل الثاني للصندوق ليجعل من حقوق السحب الخاصة بمثابة الاحتياطات الرئيسية لنظام النقد الدولي؛

✓ إمكانية توسيع قاعدة العملات المستخدمة، مع التزام الأعضاء بضرورة توفير عملاتهم للأعضاء الآخرين بغرض قيامهم بإعادة الشراء. ولقد استحدث التعديل الثاني مفهوما جديدا يتمثل في عملات الاستعمال الحر بدلا من تعبير العملة القابلة للتحويل الذي بدأ يتلاشى، وقد جاء تعريف عملة الاستعمال الحر بأنها عملة عضو من الأعضاء التي يقر الصندوق بأنها تستخدم على نطاق واسع للدفع في العمليات الدولية، كما تجري مبادلاتها على نطاق واسع في أسواق الصرف الرئيسية، وتقوم هذه العملات بدور خاص في كل من حسابات الموارد العامة للصندوق، وكذلك حساب حقوق السحب الخاصة.

إجمالا، يمكن القول بأن اتفاقية جمايكا سمحت للصندوق بالتدخل بشكل فعال من ذي قبل في النظام النقدي العالمي، وفي السياسات الاقتصادية للدول الأعضاء في الصندوق وخاصة تلك المدينة منها، وبذلك تكون اتفاقية جمايكا قد أنهت دور الذهب في النظام النقدي العالمي، وقررت نظاما أكثر مرونة لأسعار الصرف، ودعمت حقوق السحب الخاصة<sup>1</sup>.

من جهة أخرى فإنه وبسبب نتائج بروتون وودز فإن أغلب عملات العالم ارتبطت بالدولار، كما أصبحت معظم احتياطات دول العالم ذات رصيد كبير من الدولارات وسندات الخزنة الأمريكية، وكذا مجمل تعاملاتها الخارجية بالدولار هذا الأمر أسهم بشكل كبير في إضفاء أهمية ووزن كبيرين للدولار في النظام النقدي الدولي حتى بعد انهيار بروتون وودز وفك ارتباط الدولار بالذهب، لأنه ببساطة أصبح من المستحيل إعطاء الدولار قيمته الحقيقية كباقي العملات الأخرى بل أصبح يكتسب قوته من الطلب عليه، ولا يمكن بحال من الأحوال التخلي عليه لأن التخلي عنه يعني التخلي عن احتياطات تلك الدول وأرصدها التي كان المفترض أنها أرصدة ذهبية.

#### المطلب الرابع: ماهية النفط وأهميته

يعتبر البترول عصب الحياة والمحرك الرئيسي للتقدم الصناعي بصفة خاصة والتقدم الاقتصادي بصفة عامة، وهو يلعب دورا مهما في بناء الحضارة البشرية فقد استعمله العالم في حضارته القديمة كما اعتمد عليه حديثا في شكله الخام أو في عدة أشكال أخرى لإشباع رغبات وحاجات الأفراد، ونظرا للدور المتعاظم الذي يلعبه البترول في كافة الاقتصاديات سواء كانت متقدمة أو نامية، فقد حظي هذا الأخير بدراسة واهتمام العديد من نخب المؤسسات والهيئات العالمية والدولية، وباعتبار البترول من أهم الاكتشافات التي توصل إليها الإنسان ومكانته في الاقتصاد العالمي حيث يمثل المصدر الأساسي للتنمية الاقتصادية، وعليه سنتطرق في هذا المطلب إلى تطوره التاريخي وأهميته.

<sup>1</sup> ودان بوعبدالله، مرجع سبق ذكره، ص 28.

## الفرع الأول: لمحة تاريخية

يعتبر البترول من أهم موارد الثروة الاقتصادية في عالمنا المعاصر، فقد لعب دورا مؤثرا وفعالا في إعادة رسم الخارطة السياسية والاقتصادية والدولية بصفة عامة، وقد عرف الإنسان البترول منذ آلاف السنين لكنه لم يكلف نفسه عناء البحث عليه، بل كان يستعمله حيث وجدته وعلى الحال التي وجدته عليها، وتذكر الكتب القديمة أن سيدنا نوح عليه السلام استخدمه في تركيب سفينته، وقد عرفه إنسان العراق القديم والإنسان في منطقة باكو في الإتحاد السوفيتي والهنود الحمر في أمريكا الشمالية وفي مصر أيام الفراعنة الذين استخدموه في مواد التحنيط، وقد كانت معرفتهم له مرتبطة ببعض الظواهر التي شاهدوها من خلال الانكسارات والشقوق في الأرض وانسياب تلك المادة، ويؤكد لنا تاريخ الحضارة البشرية استعمال البترول الخام قديما للتشحيم والإنارة، كما استخدم كإسفلت للمباني ورصف الطرقات. ويقال أن أول بئر نفطية هي التي حفرت في جنوب إيران عام 500 ق م تقريبا كما يعتقد أن الصينيين كانوا يستخرجون البترول بواسطة أنابيب الخيزران منذ القرن الثالث قبل الميلاد.<sup>1</sup>

وكان نجاح "أدوين دريك" "Edwin Drake" في حفر أول بئر بترولي شمال غرب بنسلفانيا بالولايات المتحدة الأمريكية عام 1859 م إيذانا بمولد صناعة البترول العالمية، التي لم تلبث أن أصبحت في أقل من نصف قرن إحدى الدعائم الرئيسية التي ترتكز عليها الحضارة الإنسانية، زاد الاعتماد على البترول كمصدر من مصادر الطاقة (فقطاع النقل وحده يعتمد على البترول بنسبة 97%) خاصة مع تزايد الاكتشافات منه، ومع توافر العديد من المزايا فيه والتي لا تتوافر في الفحم خاصة بعد تدمير مناجمه في أوروبا الغربية أثناء الحرب العالمية الثانية، وبذلك ظهر البترول على خريطة الطاقة وزادت نسبة مساهمته في ميزان الطاقة العالمي.<sup>2</sup>

## الفرع الثاني: تعريف النفط

إن استخدام كلمة أو مصطلح النفط ليس موحدًا في جميع الأوساط العلمية عامة أو الجامعية منها تحديداً، سواء على الصعيد العربي بشكل خاص أو الدولي بشكل عام، فالبلدان الغربية تستخدم كلمة بترول لأن أصلها لاتيني، أما بلدان أوروبا الشرقية ذات الأصل السلافي فيستخدمون كلمة نفط بدلا من بترول، أما في منطقتنا العربية من محيطها إلى خليجها منقسمون في استخدامهم لهذين المصطلحين، علما بأن الكلمتين (النفط أو البترول) يعنيان نفس المادة، رغم أن البترول أكثر وضوحا في دلالاته الموضوعية والعلمية في تجسيد معنى هذه المادة.<sup>3</sup>

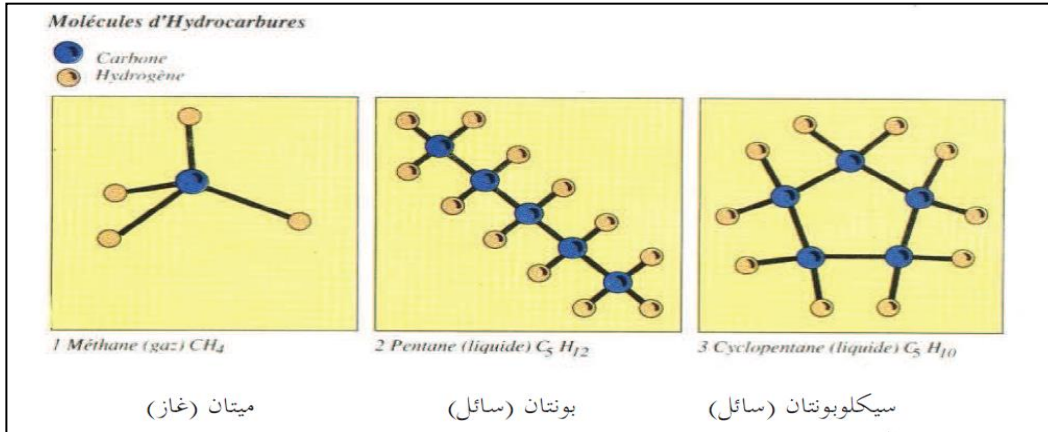
<sup>1</sup> موري سمية، أثر تقلبات أسعار النفط على التنمية الاقتصادية في الجزائر، أطروحة دكتوراة غير منشورة، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2015/2014، ص 2.

<sup>2</sup> دخلي عبد الرحمان، أثر تذبذبات أسعار النفط على بعض متغيرات الاقتصاد الكلي في الجزائر 1986/2014، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة المدية، 2015/2014، ص 2.

<sup>3</sup> أمينة مخلفي، محاضرات حول مدخل إلى الاقتصاد البترولي ج 1، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2013/2014، ص 6.

يبدو أن كلمة البترول تنطبق على الهيدروكربونات السائلة فهي مرادفة لكلمة زيت الصخر وتعني Petroleum وتتسع في الاستخدام لتشمل الغاز الطبيعي Naturel Gaz أيضا وكلمة بترول هي في الأصل Petr + زيت Oléum صخر وهي كلمة لاتينية بمعنى زيت الصخر.<sup>1</sup> ويعتبر البترول مادة بسيطة ومركبة في ذات الوقت، فهو بسيط من حيث انه يتكون كيميائيا من عنصرين هما الهيدروجين والكربون، وهو مركب من حيث اختلاف خصائص مشتقاته باختلاف التركيب الجزئي لكل منها.<sup>2</sup> مثلما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (01-01): التركيبية الهيدروكربونية للنفط



المصدر: أمينة مخلفي، مرجع سبق ذكره، ص 7.

وعليه يمكن تعريف البترول من حيث تركيبه على أنه خليط معقد من غازات وسوائل ومواد صلبة من الهيدروكربونات والمركبات العضوية الأخرى، ويتفاوت تركيبه بشكل كبير من نوع إلى آخر، والمركبات العضوية كما هو معروف تتألف من الكربون والهيدروجين، وعناصر أخرى كالأوكسجين والنتروجين والكبريت، كما يحتوي البترول على آثار من بعض العناصر المعدنية، كالحديد والفانديوم والنيكل. ويشكل الميثان CH<sub>4</sub>، والإيثان C<sub>2</sub>H<sub>6</sub>، والبروبان C<sub>3</sub>H<sub>8</sub>، والبيوتان C<sub>4</sub>H<sub>10</sub> نسبة عالية من الهيدروكربونات المكونة للبترول.<sup>3</sup> والجدول التالي يوضح المعدل العام لنسب العناصر المكونة للبترول.

الجدول رقم (06-01): المعدل العام لنسب العناصر المكونة للنفط

النسبة المئوية	العنصر
87-82	الكربون
15-11	الهيدروجين
4-0.2	الكبريت
1	الأوكسجين

<sup>1</sup> قويدري قوشيح بوجمعة، انعكاسات تقلبات أسعار البترول على التوازنات الاقتصادية الكلية في الجزائر، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، 2009/2008، ص 2.

<sup>2</sup> أمينة مخلفي، مرجع سبق ذكره، ص 7.

<sup>3</sup> الموقع: <https://slideplayer.com/slide/12348191/>، الساعة 10:55 يوم 15 سبتمبر 2022.

أقل من 1%	الفسفور
0.1	المازوت
011- 0.05	الرماد

المصدر: أمينة مخلفي، مرجع سبق ذكره، ص 8.

### الفرع الثالث: مصادر اكتساب النفط لأهميته كملاذ آمن

يحتل البترول مكان الصدارة في اقتصاديات الطاقة حيث يلعب دورا حيويا في العالم المعاصر، كما يتزايد دوره باستمرار بسبب كثرته وتعدد استعمالاته سواء في الدفاع القومي أو في الصناعة أو حتى في الزراعة، فضلا عن استعمالاته في الحياة اليومية العادية للإنسان.<sup>1</sup>

#### 1. أهمية النفط في القطاع الصناعي:

يكرس ثلث البترول المستهلك في العالم لأجل تشغيل الصناعة، ويمكن القول أن العملية الصناعية لا تستطيع الاستمرار بشكل منتظم دونه فهو مصدر للحرارة، الطاقة المتحركة وأغراض أخرى، وهو أساس الصناعة البتروكيماوية حيث تقدر عدد المنتجات البترولية بأكثر من 80 ألف منتج.<sup>2</sup>

#### 2. أهمية النفط في القطاع الزراعي:

دخل القطاع الزراعي في الوقت الحاضر طوره الحديث الذي يمكن أن نطلق عليه "البتر-زراعة" وذلك لسببين رئيسيين هما:

#### ✓ النفط كمصدر لتوليد الطاقة المحركة للألات الزراعية الحديثة:

عند عرض الآلات التي تستخدم في الزراعة الحديثة كانت كثيرة ومتنوعة، منها الجرارات ذات المحارث المتعددة، والباذرات الآلية، والمحشات والحاصدات، والدراسات ومضخات الري، ومعاصر الزيت والمطاحن، وغيرها من الآلات التي تساهم في جميع أعمال الحقل الكثيرة والمتنوعة.<sup>3</sup>

#### ✓ استعمال المنتجات البتروكيماوية وأثرها في التقدم الزراعي:

تبرز أهمية الصناعة البتروكيماوية على الصعيد الزراعي فيما تقدمه من منتجات كيميائية كالأسمدة الأزوتية

(تستعمل في تسميد التربة وتحسين إنتاجيتها) والمبيدات الحشرية، وعلف الحيوانات، وجميعها

تصنع من بعض المشتقات النفطية.<sup>4</sup>

#### 3. أهمية النفط في القطاع التجاري:

يشكل البترول ومنتجاته سلعة تجارة دولية لها قيمة مالية ضخمة، فالشركات الأجنبية تشتري من الأسواق العالمية أكثرية البترول المستخرج في البلدان النامية، ومن ثم تباع منتجاته المصنعة في أكثر من 100 بلد محققة بذلك أرباحا كبيرة، ففي سنة 1984 قدرت الأرباح الصافية لمجموع الاحتكارات

<sup>1</sup> بيرش أحمد، أثر الإيرادات النفطية على سياسة الإنفاق العام في الجزائر خلال الفترة 2000/2012، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة عمار تليجي، الأغواط، 2015/2014، ص 5.

<sup>2</sup> دخلي عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 33.

<sup>3</sup> المرجع أعلاه، ص 35.

<sup>4</sup> دخلي عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 35.

البتروولية الغربية حوالي 27 مليار دولار، كان نصيب الاحتكارات الأمريكية منها حوالي 20 مليار دولار، وخلال السنوات 1974 / 1983 حولت الشركات البتروولية الأمريكية إلى بلدها الأم ما مقداره 110 مليار دولار كريح صافي نتيجة الاستثمارات البتروولية في الخارج، كما حولت الشركات البتروولية البريطانية والهولندية والفرنسية إلى بلدانها في الفترة نفسها 30 مليار دولار نتيجة هذه العمليات، إذ يعتبر البترول الدولي صناعة تشمل المليارات من الدولارات، تؤثر بأوجه مختلفة في موازين المدفوعات لثلاث فئات من الدول، هي الدول المنتجة للبترول والدول المستهلكة وغير المنتجة وبلدان الشركات البتروولية الكبرى.<sup>1</sup>

#### 4. أهمية النفط كمصدر للإيرادات المالية:

مصادر رأس المال في البلدان المنتجة تتركز أساسا على الإيرادات البتروولية التي تشكل أهم مصادر التمويل للتنمية الاقتصادية، كما أن الإيرادات البتروولية لا تتعلق فقط بالدول المنتجة، وإنما كذلك الدول المستهلكة له، في شكل ضرائب على الاستهلاك مثلا، ويساهم البترول في توليد الإيرادات المالية بمقدار عال جدا، خاصة لما يكون في شكل مشتقات بتروولية، ولقد شكلت نسبة مساهمة البترول في الدخل الوطني لمجموع الدول العربية لسنة 2005 نسبة قدرت بـ 38.8% أي ما يعادل 413.6 مليار دولار، وفي الجزائر مثلا يمثل حوالي 60% من الميزانية العامة للدولة، و 46% من الناتج الوطني الخام و 97% من إجمالي الصادرات.<sup>2</sup>

ومن المؤكد أن البترول سيبقى يحتفظ بمركز اقتصادي ينافس كافة مصادر الطاقة البديلة، وسيبقى محتفظا بهذه الأفضلية طيلة نصف القرن الواحد والعشرين، وذلك للسببين الآتيين:<sup>3</sup>

السبب الأول: ويتمثل في قصور الطاقات البديلة عن حلولها محل البترول للاعتبارات التالية:

- ✓ تكاليفها الباهضة: إذ بينت التجارب أن بعض المصادر غير اقتصادية لتكاليفها الباهضة كما هو الحال لطاقة الرياح وطاقة أمواج المحيطات؛
- ✓ انعدام الفاعلية: إذ بينت التجارب عدم فاعلية الاعتماد على بعض المصادر البديلة، كالتجارب على استخدام الكحول المستخرج من الذرة وقصب السكر كوقود للسيارات؛
- ✓ انعدام الأمان: إذ أن استخدام بعض البدائل كان غير آمن، مثل استخدام الطاقة النووية كمصدر للوقود في المجالات السلمية انتهى إلى حدوث كوارث مثل كارثة فوكوشيما؛
- ✓ حماية البيئة: حيث أصبحت بعض مصادر الطاقة البديلة غير ملائمة للاستعمال بسبب الحملة الشديدة لنشطاء البيئة، كمقاومتهم لعودة استخدام الفحم لما يحدثه من تلوث وأضرار على البيئة.

السبب الثاني: ويعود إلى المميزات والصفات الطبيعية والفنية التي يتمتع بها البترول ضمن مجموعة مصادر الطاقة المستغلة في العالم وأهم هذه المزايا:

<sup>1</sup> قويدري قوشيح بوجمعة، مرجع سبق ذكره، ص 34.

<sup>2</sup> دخلي عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 36.

<sup>3</sup> بيرش أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 7.

- ✓ ارتفاع قيمته الحرارية مقارنة مع بقية المصادر الأخرى، حيث أن كمية الحرارة المتولدة منه تكون أكبر وأعلى من أي مصدر آخر؛
  - ✓ ضعف كلفة البترول الإنتاجية مع المصادر الأخرى للطاقة؛
  - ✓ توفره بكمية كبيرة رغم خاصية النضوب؛
  - ✓ مصدرا للعديد من المنتجات السلعية التي يحتاجها الإنسان في مختلف نشاطات الحياة ومصدرا للطاقة خاصة (الصناعة الببتروكيمياوية)؛
  - ✓ قيمته الاستعمالية عالية مقارنة مع المصادر الطاقوية الأخرى.
- وبصفة عامة فإن النفط اكتسب مكانته بين الملاذات الأمانة لكونه سلعة استراتيجية لا يمكن للقطاع الاقتصادي العالمي التخلي عنها بالرغم من المحاولات الحثيثة لتعويضه بالطاقات البديلة على اختلافها، كما أن عامل النضوب الذي يلوح في الأفق جعل من الدول دائما في حالة من الطلب المستمر عليه.

## المبحث الثالث:

### الدراسات السابقة

هناك جملة من الدراسات الأجنبية والعربية التي تناولت الموضوع من جوانب وزوايا مختلفة نوجز أهمها فيما يلي:

#### المطلب الأول: الدراسات العربية

وسنوجز أهم الدراسات العربية التي تناولت نفس متغيرات دراستنا أو بعضها فيما يلي:

##### 1. دراسة راتول محمد ورقية سهلي<sup>1</sup>:

الدراسة بعنوان: تقلبات سعر صرف الدولار أمام الأورو وانعكاساتها على تطورات سوق البترول العالمية وتحاول هذه الدراسة الإجابة عن الإشكال الآتي: ماهي أهم انعكاسات تقلبات أسعار صرف الأورو دولار على تطورات السوق البترولية العالمية خلال الفترة 2005-2015؟، وتسعى هذه الدراسة إلى تحليل وقياس العلاقة بين أسعار صرف الدولار مقابل اليورو وأسعار النفط العالمية وأهم الانعكاسات الناتجة عن هذه العلاقة على تطورات السوق النفطية العالمية، وللإحاطة بأطراف الموضوع اعتمدت الدراسة المنهج الوصفي والتحليلي من خلال إلقاء نظرة على مفهوم سوق الصرف وأنواعه وأسس النظرية، ومن ثم تحليل العلاقة بين أسعار الدولار وأسعار النفط من خلال التطرق إلى تطورات هذه الأخيرة، كما لا ننسى استخدام القياس الإحصائي لتأكيد دقة هذه العلاقة، لتخلص هذه الدراسة إلى جملة من النتائج نوجز أهمها فيما يلي:

- ✓ إن نتائج الدراسة التحليلية تبين وجود علاقة عكسية ما بين سعر صرف الدولار بالنسبة للأورو وسعر النفط كون النفط سلعة إستراتيجية يتم تسعيرها بالدولار الأمريكي؛
- ✓ إن نتائج القراءة القياسية أثبتت وجود علاقة سببية في الأجل القصير في اتجاه واحد من المتغير المستقل إلى المتغير التابع، أي أن التغيير في سعر صرف الدولار أمام الأورو يؤدي إلى التغيير في سعر النفط وهذا ما يؤكد صحة النموذج المقدر؛
- ✓ إن العوامل التي تحكم آلية السعر في السوق النفطية تكمن أساسا في العرض والطلب، لكن هناك عوامل أخرى ذات أهمية في تحديد أسعار النفط العالمية مثال العوامل الجيوسياسية والكوارث الطبيعية وانخفاض طاقات الإنتاج الاحتياطية والأزمات النفطية وعامل المضاربة في الأسواق الآجلة؛
- ✓ انعكس انخفاض أسعار النفط إيجابا على الدول المستوردة للنفط ولا سيما الدول ذات الاقتصاديات المتقدمة بتحقيقها معدلات نمو مرتفعة.

<sup>1</sup> رقية سهلي، راتول محمد، تقلبات سعر صرف الدولار أمام الأورو وانعكاساتها على تطورات سوق البترول العالمية، مجلة رؤى، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، العدد 11، ديسمبر 2016، ص ص 475-493.

لقد تقاطعت دراستنا مع هذه الدراسة في المتغيرات سعر النفط وسعر صرف الدولار مقابل اليورو، في حين كان الاختلاف حول وجود أسعار الذهب العالمية في دراستنا وتفاعلات جميع هذه المتغيرات خاصة خلال زمن الأزمات وبالذات خلال زمن كوفيد 19.

2. محمد صالح سلمان<sup>1</sup>:

الدراسة بعنوان: تحليل العلاقة السببية الطويلة والقصيرة الأجل بين سعر النفط الخام العالمي وسعر الذهب وسعر صرف الدولار، وقد تلخصت مشكلة هذه الورقة البحثية في أن الدول العربية النفطية، تتأثر سلبا وبشكل شبه مطلق جراء العلاقة الوثيقة بين أسعار كل من النفط والدولار والذهب، كون دورها محصورا في بيع النفط الخام فحسب، فهي لا تملك القدرة في التحكم بالدولار ومن ثم فهي غير قادرة على الاستفادة من انعكاساته على أسعار الذهب كون الذهب أداة استثمارية وملاذا آمنة ووسيلة حماية فعالة ضد التقلبات في سعر الدولار الأمريكي، فعندما تتراجع أسعار الدولار، تنخفض معه حصيلة صادراتها النفطية، وترتفع معه قيمة إنفاقها المخصص لاقتناء الذهب.

وقد استخدمت هذه الدراسة نموذج متجهات تصحيح الخطأ Vectors Error Correction Model (VECM) وذلك من أجل اختبار العلاقة السببية طويلة الأمد وقصيرة الأمد بين كل من سعر الذهب العالمي وسعر النفط الخام وسعر صرف الدولار، كما استخدمت بيانات يومية لـ 86 مشاهدة انطلاقا من 01 جانفي 2013 لغاية 27 مارس 2013، لتتوصل إلى النتائج التالية:

✓ وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين كل من سعر الذهب العالمي وسعر صرف الدولار مع سعر النفط الخام؛

✓ يتأثر سعر النفط الخام في الأجل القصير طرديا بسعر الذهب، فيما يتأثر عكسيا بسعر صرف الدولار، وفق نتائج اختبار والد؛

✓ ومحصلة تلك العلاقة المتبادلة بين النفط والذهب، تجد الدول العربية المنتجة للنفط نفسها مجبرة على تحمل الخسائر الناتجة بين العلاقة النفطية بين الدولار والذهب.

لقد توافقت دراستنا وهذه الدراسة في الإطار الخاص بالمتغيرات (أسعار الذهب والنفط الخام وكذا سعر صرف الدولار) والعلاقات المتبادلة بينها، في حين كان الاختلاف في أن دراستنا تدرس هذه المتغيرات من حيث كونها ملاذات آمنة يتجه إليها المستثمرون زمن الهزات والأزمات.

3. دراسة بوصبيح صالح رحيمة<sup>2</sup>

الدراسة بعنوان: التكتلات الاقتصادية في ميزان الأزمة العالمية دراسة في العلاقات السببية بين انتشار الأزمات والتكتل الاقتصادي دراسة حالة اليونان ضمن التكتل الأوروبي، وقد حاولت الدراسة الإجابة عن الإشكالية الآتية: فهل التكتل الاقتصادي عامل مساعد أو عامل ممانعة ضد توسع الأزمات الاقتصادية ضمن الرقعة الجغرافية التي يشغلها؟

<sup>1</sup> محمد صالح سلمان، تحليل العلاقة السببية الطويلة والقصيرة الأجل بين سعر النفط الخام العالمي وسعر الذهب وسعر صرف الدولار، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد، المجلد 20، العدد 75، 2014، ص ص 332-353.

<sup>2</sup> بوصبيح صالح رحيمة، التكتلات الاقتصادية في ميزان الأزمة العالمية دراسة في العلاقات السببية بين انتشار الأزمات والتكتل الاقتصادي دراسة حالة اليونان ضمن التكتل الأوروبي، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2010-2011.

ولقد اعتمدت الباحثة في هذه الدراسة على كل من المنهج التاريخي من خلال عرض تاريخي لبعض الوقائع والأحداث التي لها علاقة بالدراسة، والمنهج الوصفي الذي اعتمدته الباحثة لوصف الأحداث والظواهر، وكذا المنهج التحليلي لتحليل العلاقات القائمة للاقتصاديات محل الدراسة، ولم تعتمد هذه الدراسة على متغيرات معينة بل قامت بدراسة حالة اليونان ضمن الاتحاد الأوروبي خلال أحداث أزمة 2008، لتصل إلى جملة من النتائج نوجز أهمها فيما يلي:

- ✓ التكامل الاقتصادي هو عبارة عن تنظيمات تضم مجموعة من الدول وفق قواعد تلائم طبيعة العلاقات السائدة بينها، وتتوخى دعم التعاون في الميادين غير السياسية بين تلك الدول وهدفها الأساسي التعاون في المجالات الاقتصادية؛
  - ✓ تمكنت التجربة الأوروبية من تطبيق نهج التكامل الوظيفي بنجاح لسبب بسيط وهو القدرة على حل ثلاث مشاكل أساسية وهي: تحييد الخلافات السياسية وعزل تأثيرها السلبي في العملية التكاملية، بناء مؤسسات فعالة قادرة على إدارة العملية التكاملية، ضمان تقدم العملية التكاملية إلى الأمام واستمرارها والحيلولة دون تراجعها؛
  - ✓ إن انتشار الأزمات يرتكز غير قليل على قنوات عدوى تدعم توسعها عالمياً، كما أن ما يُعرف بالاحتباس الدولارى إضافة إلى أن اعتبار النظام النقدي الدولي ومنذ اتفاقية بريتون وودز محتجز ضمن حدود دولرة الاقتصاد العالمي أسهما وبشكل واضح في تفشي وانتشار الأزمات.
- لقد توافقت دراستنا وهذه الدراسة في الإطار الخاص بالعرض التاريخي للأزمات، في حين كان الاختلاف يكمن في أن هذه الدراسة أشارت إلى معابر الأزمات وأثرها على التكتل الأوروبي في حين دراستنا كانت عن تفاعلات كل من أسعار الذهب والنفط وسعر صرف الدولار خلال أزمة كورونا.

#### 4. دراسة ودان بو عبد الله<sup>1</sup>

الدراسة بعنوان: آليات المؤسسات النقدية في التوقي ومواجهة الأزمات المالية الدولية دراسة حالة الأزمة المالية العالمية، وقد حاولت الدراسة الإجابة عن الإشكالية الآتية: ما هي آليات المؤسسات النقدية في التوقي ومواجهة الأزمات المالية الدولية، وخاصة الأزمة المالية العالمية؟، ولقد اعتمد الباحث في هذه الدراسة على المزج بين المنهج التاريخي، الوصفي، التحليلي ومنهج دراسة حالة للإجابة على إشكالية الموضوع واختبار صحة الفرضيات، حيث استخدم المنهج التاريخي في عرض التطورات التي عرفها النظام النقدي الدولي وعند تناول الأزمات في الفكر الاقتصادي، ثم الوصفي عند التطرق إلى التعريف بمختلف المفاهيم المتعلقة بالأزمات المالية، ولم يعتمد الباحث القياس والإحصاء لذلك فهو لم يقيم بإعداد نموذج قياسي لدراسة آثار المتغيرات بل قام بتحليل آليات المؤسسات النقدية المتبعة للوقاية من آثار الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 أو ما يُعرف بأزمة الرهن العقاري فحسب، ليتوصل إلى جملة من النتائج نوجز أهمها فيما يلي:

<sup>1</sup> ودان بو عبد الله، 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.

- ✓ إن الأنظمة النقدية والمالية التي عرفها العالم كانت دائما صالحة لفترة محددة ويجب إعادة النظر فيها بين فترة وأخرى تبعا للظروف القائمة في كل فترة، كما حدث في حالة الانتقال من قاعدة الذهب إلى نظام بريتون وودز ثم الانتقال إلى نظام التعويم؛
  - ✓ إن الأزمة المالية تمثل انهيار شامل للنظام المالي بكل مكوناته، فهي تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، من حجم الإصدار وأسعار الأسهم والسندات، إلى إجمالي القروض والودائع المصرفية، وكذا معدل الصرف؛
  - ✓ لقد بدأت بوادر الأزمة المالية العالمية منذ صيف عام 2007 في السوق العقارية الأمريكية واشتدت منذ سبتمبر 2008 مع تكبد أكبر مؤسسات المال والأعمال الأمريكية والأوروبية لخسائر ضخمة أدت إلى انهيار العديد منها، وشملت تداعياتها في صورة انخفاضات حادة ومنتالية لمؤشرات البورصات العالمية، بعدما خيم الركود على حركة الأسواق، بفعل العدوى من خلال ترابط الأسواق المالية العالمية؛
  - ✓ إن ركود الاقتصاد العالمي ونقص السيولة، كان له انعكاسات على اقتصاديات الدول النامية، التي تباينت حدتها من بلد لآخر، وذلك تبعا لطبيعة الروابط التي تقوم ما بين الولايات المتحدة الأمريكية وهذه الدول، فقد تراجعت نسب نموها إلى معدلات منخفضة، وانكمشت التدفقات الرأسمالية العالمية المتجهة إليها، كما شهدت أسواقها المالية حالة من عدم الاستقرار وظلت خاضعة للضغوط، أما جهازها المصرفي فقد واجه نضوب مفاجئ في الأموال الأجنبية، وتعرضت صناديقها السيادية إلى خسائر، كما تأثرت من تقلص الطلب على النفط وانخفاض أسعاره، وارتفعت معدلات البطالة فيها وانخفضت مستويات التحويلات المالية القادمة إليها من الخارج.
- لقد توافقت دراستنا وهذه الدراسة في الإطار الخاص بالعرض الوصفي للأزمات المالية وكذا السرد التاريخي لأهم الأزمات ومراحل تطور النظام النقدي، في حين كان الاختلاف يكمن في أن دراستنا تدرس العلاقات المتفاعلة بين أسعار كل من الذهب والنفط وأسعار صرف الدولار خلال أزمة كورونا، بينما دراسة الباحث ودان تبحث في آليات توقي المؤسسات المالية لانعكاسات أزمة الرهن العقاري لسنة 2008.

#### 5. دراسة رواج عبد الرحمان<sup>1</sup>

الدراسة بعنوان: أثر الأزمة المالية العالمية على حركة التجارة الخارجية للتكتل الاقتصادي الأوروبي دراسة قياسية للفترة (2000-2014)، وقد حاولت الدراسة الإجابة عن الإشكالية الآتية: ما مدى تأثير الأزمة المالية العالمية على حركة التجارة الخارجية للتكتل الاقتصادي الأوروبي؟، ولقد اعتمد الباحث في هذه الدراسة على المنهج الوصفي لوصف كل من ظاهرتي التجارة الخارجية وكذا التكتلات الاقتصادية الإقليمية والعلاقة القائمة بينهما، والمنهج التاريخي لاستعراض الإطار الكرونولوجي للتكتل الاقتصادي الإقليمي والتجارة الخارجية عموما وكذا الإطار الكرونولوجي للأزمات المالية على وجه العموم، ومن ثم نشأة وجذور أزمة الرهن العقاري على وجه الخصوص، كما استخدم المنهج التحليلي لتحليل الأسباب المؤدية

<sup>1</sup> رواج عبد الرحمان، أثر الأزمة المالية العالمية على حركة التجارة الخارجية للتكتل الاقتصادي الأوروبي دراسة قياسية للفترة (2000-2014)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2017-2018.

للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وتحديد الآثار التي خلفتها على التجارة الخارجية وعلاقتها بالتكتل الاقتصادي خاصة الأوروبي، ليختتم الفصل الأخير بالمنهج القياسي من خلال اختبار دور التكتل الاقتصادي الأوروبي في التجارة الخارجية لدول الاتحاد الأوروبي في أعقاب الأزمة المالية العالمية، ليتوصل إلى جملة من النتائج النظرية والتطبيقية أما النظرية فأهمها كانت:

✓ إن تداعيات الأزمة المالية العالمية خلفت آثار كبيرة على التجارة الخارجية للعينة المدروسة تسببت في حدوث خلق وتحويل للتجارة الخارجية لدول التكتل مع الولايات المتحدة، دون التأثير بشكل كبير على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافدة إليها من هذه الأخيرة؛

في حين توصلت هذه الدراسة في جانبها التطبيقي إلى نتائج هامة أيضا يمكن إجمالها فيما يلي:

✓ وجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\alpha \leq 0.05$  لتقلبات معدلات التضخم في الولايات المتحدة على حركة الصادرات من السلع والخدمات للاتحاد الأوروبي إلى الولايات المتحدة؛

✓ وجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\alpha \leq 0.05$  لقلبات سعر صرف الأورو مقابل الدولار الأمريكي على حركة الواردات من السلع والخدمات للاتحاد الأوروبي من الولايات المتحدة؛

✓ وجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\alpha \leq 0.05$  لحركة الاستثمار الأجنبي المباشر في الولايات المتحدة على حركة الصادرات من السلع والخدمات للاتحاد الأوروبي إلى الولايات المتحدة؛

✓ وجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية  $\alpha \leq 0.05$  لتقلبات معدلات النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة على حركة الصادرات والواردات من السلع والخدمات للاتحاد الأوروبي مع الولايات المتحدة.

لقد توافقت دراستنا وهذه الدراسة في الإطار الخاص بالعرض الوصفي للأزمات المالية وأسبابها وكذا السرد التاريخي لأهم الأزمات المالية العالمية، في حين كان الاختلاف يكمن في أن دراستنا تدرس العلاقات المتفاعلة بين أسعار كل من الذهب والنفط وأسعار صرف الدولار خلال أزمة كورونا، في حين كانت دراسة الباحث رويح عبد الرحمان تبحث أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على حركة التجارة الخارجية للتكامل الاقتصادي الإقليمي لدول الاتحاد الأوروبي.

### المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية

سنتطرق في هذا المطلب إلى مجموعة من الدراسات الأجنبية التي تعرضت لمتغيرات دراستنا أو لبعضها كما يلي:

1. دراسة<sup>1</sup> Nancy Areli Bermudez Delgado, Estefanía Bermudez Delgado,

**The relationship between oil prices, the** والمعنونة بـ **Eduardo Saucedo**

**stock market and the exchange rate: Evidence from Mexico** (العلاقة بين

أسعار النفط وسوق الأوراق المالية وسعر الصرف: دليل من المكسيك) حيث كانت هذه الدراسة

سنة 2018، وهدفت إلى تحليل متغيرات أسعار النفط وسعر الصرف ومؤشر سوق الأسهم لشرح

<sup>1</sup> Nancy Areli Bermudez Delgado, Estefanía Bermudez Delgado, Eduardo Saucedo, The relationship between oil prices, the stock market and the exchange rate: Evidence from Mexico, *North American Journal of Economics and Finance*, 006,03,2018.

كيفية تفاعلها مع بعضها البعض في الاقتصاد المكسيكي، من خلال تطبيق نموذج الانحدار الذاتي (VAR) الذي شمل كل من أسعار النفط وسعر الصرف الاسمي ومؤشر سوق الأسهم المكسيكية وكذا مؤشر أسعار المستهلكين، وتتضمن الفترة التي تم فحصها بيانات شهرية من جانفي 1992 إلى جوان 2017، لتصل إلى النتائج التالية:

- ✓ سعر الصرف له تأثير سلبي ودلالة إحصائية على مؤشر البورصة؛
  - ✓ يشير هذا إلى أن ارتفاع سعر الصرف مرتبط بزيادة مؤشر سوق الأسهم؛
  - ✓ الرقم القياسي لأسعار المستهلك له تأثير إيجابي على سعر الصرف وتأثير سلبي على مؤشر سوق الأسهم؛
  - ✓ أسعار النفط ذات دلالة إحصائية مقابل سعر الصرف، وخلصت إلى أن ارتفاع أسعار النفط يؤدي إلى ارتفاع سعر الصرف.
- لقد تقاطعت دراستنا مع هذه الدراسة في أحد المتغيرات ألا وهو سعر النفط، في حين كان الاختلاف حول باقي المتغيرات المتواجدة في دراستنا والمتمثلة في: أسعار الذهب وكذا سعر صرف الدولار وتفاعلاتهم خلال زمن الأزمات عكس هذه الدراسة التي تمت في الأوضاع العادية.

2. دراسة<sup>1</sup> Joschoa Beck, Robert Czudaj, and Vipin Arora وهي معنونة بـ: **The**

### **Relationship between oil prices and Exchange Rates: Theory and**

**Evidence** (العلاقة بين أسعار النفط وأسعار الصرف: النظرية والأدلة) حيث كانت هذه

الدراسة سنة 2017 والتي هدفت إلى دراسة العلاقة بين أسعار الصرف وأسعار النفط وإمكانية التنبؤ لكل من سعر النفط وأسعار الصرف لأحد المتغيرين بالآخر ولتحقيق ذلك استخدمت نهج الوصف والتحليل لتصل إلى جملة من النتائج كان أبرزها:

- ✓ وجود أدلة قوية على ارتباط أسعار النفط وأسعار الصرف على المدى الطويل، هناك أيضا أدلة معتبرة على وجود العديد من الروابط القصيرة المدى والتداعيات بين السوقين يوميا والترددات الشهرية؛
- ✓ إن العلاقة السببية العكسية من انخفاض قيمة الدولار الأمريكي إلى ارتفاع سعر النفط غالبا ما يتجسد بشكل متكرر يوميا أو على مدار بضعة أشهر؛
- ✓ الاستنتاج العادل هو أن تحركات أسعار الصرف ليست رصاصة فضية لفهم أو التنبؤ بسعر النفط، والعكس صحيح، ولا يعد أحدهما بديلا عن عوامل العرض والطلب ومع ذلك يحتوي كل منها على معلومات يمكن أن تكون مفيدة للتنبؤ بالآخر ويجب أخذها بعين الاعتبار لا سيما على المدى القصير.

1 Joscha Beckmann, Robert Czudaj, and Vipin Aror, The Relationship between Oil Prices and Exchange Rates: Theory and Evidence, U.S.

Energy Information Administration, June 2017

لقد تقاطعت دراستنا مع هذه الدراسة في تشاركهما في متغيرين وهما أسعار النفط وأسعار صرف الدولار، في حين كان الاختلاف في المتغير الثالث وهو: أسعار الذهب وكذا فترة الدراسة فدراستنا تناولت تفاعلاتهم خلال زمن الأزمات.

### 3. دراسة<sup>1</sup> Mongi Arfaoui, Aymen Ben Rejeb وهي معنونة بـ: **Oil, gold, US dollar**

#### **and stock market interdependencies: a global analytical insight (الترابط**

بين النفط والذهب والدولار الأمريكي وسوق الأوراق المالية: نظرة تحليلية عالمية) حيث كانت هذه الدراسة سنة 2017 والتي هدفت إلى دراسة الترابط بين النفط والذهب والدولار الأمريكي وأسعار الأسهم، من منظور عالمي، وتحديد الروابط المباشرة وغير المباشرة فيما بينها، ولتحقيق ذلك تم استخدام منهجية قائمة على نظام المعادلات المتزامنة لتحديد الروابط المباشرة وغير المباشرة للفترة 1995-2015، لتصل إلى جملة من النتائج كان أبرزها:

- ✓ وجود علاقة سلبية بين أسعار النفط والأسهم، لكن سعر النفط يتأثر بشكل كبير وإيجابي بالذهب والدولار حسب مخرجات هذه الدراسة؛
- ✓ يتأثر سعر النفط أيضًا بأسعار العقود الآجلة للنفط وإجمالي واردات النفط الصينية؛
- ✓ يتأثر سعر الذهب بالتغيرات في النفط والدولار الأمريكي وأسواق الأسهم؛
- ✓ يتأثر الدولار الأمريكي سلبًا بسوق الأسهم وبشكل ملحوظ أسعار النفط والذهب؛
- ✓ توجد دائمًا تأثيرات غير مباشرة تؤكد وجود ترابط عالمي وتنطوي على عملية أمولة أسواق السلع الأساسية.

لقد توافقت دراستنا وهذه الدراسة في كونهما يتشاركان نفس المتغيرات، في حين كان الاختلاف في أن دراستنا تدرس الروابط الديناميكية بين مختلف المتغيرات زمن الأزمات وتحديدًا أزمة كوفيد، في حين كانت هذه الدراسة تحلل الروابط بين هذه المتغيرات خارج زمن الأزمات، كما تختلف الدراستان في الفترات الزمنية حيث نجد عينة دراستنا يومية للفترة 2020 ولغاية 2022، في حين كانت عينة هذه الدراسة سنوية ممتدة من سنة 1995 ولغاية 2015.

### 4. دراسة<sup>2</sup> Ronald McDonald, Oliver Hossfeld وهي معنونة بـ: **Carry Funding**

#### **and Safe Haven Currencies: A Threshold Regession Approach (التمويل**

بالتحمل وعمليات الملاذ الآمن: نهج عتبة الانحدار) حيث كانت هذه الدراسة سنة 2014 والتي هدفت إلى أن تحلل أيا من عملات مجموعة العشر مؤهل حقا كعملات ملاذ آمن ولتحقيق ذلك استخدمت الدراسة نهج عتبة الانحدار الذي يسمح بقياس ما إذا كان يمكن اعتبار عملة معينة بمثابة ملاذ آمن من حيث القيمة المطلقة، وقد امتدت العينة من جانفي 1986 لغاية سبتمبر 2012 معتمدة على متوسط أسعار الصرف الاسمية الشهرية بالدولار الأمريكي المستخدمة لتحديد أسعار الصرف الفعلية، وتوصلت إلى جملة من النتائج أبرزها:

<sup>1</sup>Mongi Arfaoui, Aymen Ben Rejeb, Oil, gold, US dollar and stock market interdependencies: a global analytical insight, **European Journal of Management and Business Economics**, 26,03,2017.

<sup>2</sup> Oliver Hossfeld, Ronald MacDonal, Carry funding and safe haven currencies: a threshold regression approach, **Deutsche Bundesbank**, 34,2014.

- ✓ الفرنك السويسري مؤهل بشكل واضح كعملة ملاذ آمن لأن عائداته مرتبطة بشكل سلمي بعائدات سوق الأسهم العالمية في أوقات الضغط المالي المرتفع؛
- ✓ في الوقت نفسه، فهو أيضاً عملة تحوط لأن العلاقة بين عملتها وعائدات سوق الأسهم العالمية سلبية أيضاً في المتوسط (أي غير مشروطة بمستوى الإجهاد المالي)؛
- ✓ تشير الأدلة إلى أن الدولار الأمريكي يمكن اعتباره عملة ملاذ آمن، على الرغم من أنه أقل وضوحاً؛
- ✓ يجب اعتبار الين الياباني، الذي غالباً ما يوصف بأنه عملة الملاذ الآمن في الصحافة المالية، كعملة تمويل محمولة، والتي ترتفع قيمتها في أوقات الأزمات بسبب انعكاس صفقات الشراء بالاقتراض؛
- ✓ بالنسبة لليورو، لم يجد الباحث دليلاً على تأثير الحد الأدنى المرتبط بمستوى الضغط المالي عند تحليل العوائد الفعالة. علاوة على ذلك، يشير التحليل المتعمق لعائدات سعر صرف اليورو الثنائي إلى أن الفرنك السويسري فقط هو المؤهل كعملة ملاذ آمن بالنسبة لليورو.

لقد وقع التوافق بين الدراستين في أن الدولار يُعتبر ملاذاً آمناً، في حين كان الاختلاف كون هذه الدراسة تحاول اثبات أن بعض العملات تمثل ملاذات آمنة في حين كانت دراستنا تحاول البحث عن كيفية تأثير أزمة كوفيد 19 عن الروابط الديناميكية وكيفية انتقال المستثمرين بين الذهب والنفط والدولار الأمريكي كملاذات آمنة.

5. دراسة<sup>1</sup> Myeong Hwan Kim, David A. Dilts وهي معنونة بـ: **The Relationship**

**of the value of the Dollar, and the Prices of Gold and Oil: A Tale of Asset Risk** (العلاقة بين قيمة الدولار وأسعار الذهب والنفط: قصة مخاطر الأصول)، حيث

كانت هذه الدراسة سنة 2011 والتي هدفت إلى دراسة وبحث العلاقة بين قيمة الدولار وأسعار سلعتين هما الذهب والنفط، حيث استخدمت سببية غرانجر لعينة شهرية امتدت من جانفي 1970 لغاية جويلية 2008، لتتوصل إلى النتائج التالية:

- ✓ نفي الفرضية القائلة بعدم وجود علاقة سببية بين قيمة الدولار وأسعار الذهب والنفط
- ✓ هناك علاقات سببية بين كل أسعار هذه المتغيرات؛
- ✓ هناك علاقة سلبية بين قيمة الدولار وسعر كل سلعة كما تنبأت بذلك النظرية الاقتصادية القياسية؛
- ✓ النتائج تتفق مع تنبؤات النظرية الاقتصادية الكلاسيكية، أن هناك ارتباطاً إحصائياً إيجابياً بين أسعار الذهب والنفط وذلك حسب نتائج هذه الدراسة؛
- ✓ النتائج أيضاً تشير إلى أن الذهب والنفط يمثلان ملاذاً آمناً من تقلبات قيمة الدولار.

<sup>1</sup> Myeong Hwan Kim, David A. Dilts, The Relationship of the value of the Dollar and the Prices of Gold and Oil: A Tale of Asset Risk, *Economics Bulletin*, 31,02, 15 April 2011.

لقد وقع التوافق بين الدراستين في جميع المتغيرات، في حين كان الاختلاف في العينة محل الدراسة إذ كانت عينة دراستنا يومية على مدار ثلاث سنوات ابتداء من 2020، أما هذه الدراسة فقد كانت شهرية انطلاقاً من جانفي 1970 لغاية جويلية 2008، كما ركزت دراستنا على أزمة اقتصادية واحدة أساسها أزمة صحية، في حين هذه الدراسة السابقة فقد تناولت فترة تحتوي على عدة دورات اقتصادية بها عدة أزمات.

6. دراسة<sup>1</sup> **Thomas K. McDermott, Dirk G Baur** وهي معنونة بـ: **Is Gold a Safe**

**Haven ? International Evidence.** (هل الذهب ملاذ آمن أدلة دولية)، حيث كانت هذه

الدراسة سنة 2010 والتي هدفت إلى دراسة دور الذهب في النظام المالي العالمي، وذلك من خلال اختبار الفرضية القائلة بأن الذهب يمثل ملاذاً آمناً ضد أسهم الدول النامية والناشئة، واستخدمت التحليل الوصفي والاقتصاد القياسي لعينة تمتد على فترة 30 سنة من 1979 لغاية 2009، وكان من أبرز نتائجها هو:

✓ أن الذهب هو ملاذ آمن وتحوط لأسواق الأسهم الأوروبية الرئيسية والوم أ ولكن ليس

لأستراليا وكندا واليابان والأسواق الناشئة الكبيرة مثل دول البريك (روسيا، الصين، البرازيل، الهند)؛

✓ الذهب يعمل كقوة استقرار للنظام المالي العالمي من خلال تقليل الخسائر في مواجهة صدمات السوق السلبية الشديدة؛

✓ وبالنظر إلى فترات الأزمات المحددة نجد أن الذهب كان ملاذاً آمناً قوياً لمعظم الأسواق المتقدمة خلال ذروة الأزمة المالية لسنة 2008.

لقد وقع التوافق حول الذهب كونه متغير مشترك بين الدراستين، في حين كان الاختلاف كون هذه الدراسة تحاول اثبات هل الذهب ملاذاً آمناً في مواجهة أسهم بعض الدول في حين كانت دراستنا تحاول البحث عن كيفية تأثير أزمة كوفيد 19 عن الروابط بين الذهب والنفط والدولار الأمريكي باعتبارهم ملاذات أمنة زمن أزمة كوفيد 19.

7. دراسة<sup>2</sup> **Drik G Baur, Brian M Lucy** والمعنونة بـ: **Is Gold a Hedje or a Safe**

**Haven ? An Analysis of Stock, Bonds and Gold.** (هل الذهب تحوُّط أو ملاذ

آمن؟ تحليل الأسهم والسندات والذهب) حيث كانت هذه الدراسة سنة 2010 والتي هدفت إلى دراسة العلاقات المستمرة والمتغيرة بمرور الوقت بين الأسهم وعائدات السندات في الوم أ وبريطانيا وألمانيا وعوائد الذهب، وذلك من أجل التحقيق في أن الذهب تحوُّط وملاذ آمن واستخدمت الدراسة أداة التحليل الوصفي والقياس الاقتصادي لعينة يومية للبيانات تمتد لفترة 10 سنوات انطلاقاً من 30 نوفمبر 2005. لتصل إلى عدة نتائج كان أبرزها:

✓ أن الذهب هو ملاذ آمن للأسهم، ولكنه بشكل عام ليس ملاذاً آمناً للسندات لأي سوق؛

✓ يعمل الذهب كملاذ آمن لفترة محدودة حوالي 15 يوم تداول؛

<sup>1</sup>Thomas K. McDermott, Dirk G Baur, Is Gold a Safe Haven? International Evidence, **Journal of Banking & Finance**, 34,2010.

<sup>2</sup>Drik G Baur, Brian M Lucy, Is Gold a Hedje or a Safe Haven? An Analysis of Stock, Bonds and Gold, **The Financial Review**, 45, 2010.

✓ على المدى الطويل لا يعتبر الذهب ملاذا آمنا أي أن المستثمرين الذين يحتفظون بالذهب لأكثر من 15 يوم من التداول بعد صدمة سلبية شديدة يخسرون أموالهم من خلال استثمارهم في الذهب.

لقد توافقت الدراستين في كون الذهب ملاذا آمن، في حين كان الاختلاف في أن دراستنا كانت تحلل الروابط بين ثلاث ملاذات آمنة على وجه التحديد وهي الذهب والنفط والدولار الأمريكي، في حين هذه الدراسة كانت تحقق في كون الذهب ملاذا آمن للأسهم والسندات أو غير ذلك من الأصول، كما كانت العينتان مختلفتان كذلك، حيث كانت عينة الدراسة يومية ولمدة 10 سنوات ابتداء من 30 نوفمبر 2005، في حين كانت عينة دراستنا يومية لثلاث سنوات انطلاقا من 2020 مركزة فقط على أزمة واحدة.

8. دراسة<sup>1</sup> Angelo Ronaldo, Paul Soderlind والمعنونة بـ: Safe Haven Currencies ( عملات

الملاذ الآمن) حيث كانت هذه الدراسة سنة 2009، حيث هدفت هذه الدراسة إلى تقديم دعم تجريبي للحكمة التقليدية القائلة بأن بعض العملات لها سمات الملاذ الآمن، وتحدد أن العملة تعد ملاذا آمنا إذا استفادت من التعرض السلبي للأصول الخطيرة، وإذا ارتفعت قيمتها عندما تزداد مخاطر السوق وانعدام السيولة، واستخدمت الدراسة نموذج عامل لالتقاط الروابط الخطية وغير الخطية بين أسواق العملات والأسهم والسندات، وذلك من خلال اعتمادها على عينات أسعار الصرف عالية التردد للفترة 1993-2008 لتصل إلى جملة من النتائج تتمثل في:

✓ أن العوائد الفائضة للفرنك السويسري والين الياباني تزداد بالفعل مع انخفاض أسعار الأسهم الأمريكية وزيادة أسعار السندات الأمريكية وكذلك مع زيادة تقلبات أسعار الصرف؛

✓ اليورو أيضا له خصائص مماثلة لكنه أضعف؛

✓ لا ينظر إلى الجنيه الإسترليني على أنه ملاذ آمن على الإطلاق؛

✓ تظهر خصائص الملاذ الآمن هذه بالفعل على ترددات أخذ العينات خلال اليوم ولا تزال قابلة للتمييز عللا ترددات تصل إلى عدة أيام؛

✓ هناك أيضا مؤشرات على أنماط غير خطية مثل أن ارتفاع قيمة عملات الملاذ الآمن أكثر تناسبا مع زيادة المخاطر وقوي بشكل خاص خلال فترات الأزمات؛

✓ الآثار ليست فقط من الناحية الإحصائية ولكنها أيضا من الناحية الاقتصادية.

لقد تقاطعت دراستنا وهذه الدراسة في الإطار الخاص بالملاذ الآمن كون بعض العملات تسلك سلوك الملاذ الآمن، في حين كان الاختلاف في أن دراستنا كانت تحلل الروابط بين ثلاث ملاذات آمنة على وجه التحديد الذهب والنفط والدولار الأمريكي، كما نجد الاختلاف في عينة الدراسة إذ عينتنا كانت لسلسلة عالية التردد لثلاث سنوات انطلاقا من سنة 2020، في حين عينة هذه الدراسة كانت لسلسلة عالية التردد انطلاقا من سنة 1993 ولغاية 2008.

<sup>1</sup>Angelo Ronaldo, Paul Soderlind, Safe Haven Currencies, *Review of Finance*, 14,3,2010.

## 9. دراسة<sup>1</sup> Andreas Breitenfellner, Jesus Crespo Cuaresma والمعنونة بـ Crude Oil

### Prices and the USD/EUR Exchange Rates (أسعار النفط الخام وسعر صرف الدولار

/ اليورو) حيث كانت هذه الدراسة سنة 2008، وهدفت للبحث في تأثير التغيرات في سعر صرف الدولار الأمريكي / اليورو USD/EUR على أسعار النفط الخام، وذلك من خلال تحليل محتوى المعلومات لسعر صرف الدولار الأمريكي مقابل اليورو للتنبؤ بأسعار النفط، وذلك باستخدام البيانات الشهرية من 1983 إلى 2006، لتصل إلى النتائج التالية:

✓ أسعار الصرف مهمة في التنبؤ بأسعار السلع الأساسية كما تظهر أن معلومات سعر

الصرف تحسن بشكل كبير توقعات أسعار النفط؛

✓ يُعزى الارتباط السلبي لهذين المتغيرين إلى خمس قنوات محتملة: قناة القوة الشرائية من

جانب العرض، وقناة الأسعار المحلية من جانب الطلب، وقناة الاستثمار في سوق

الأصول، وقناة نظام السياسة النقدية، وقناة كفاءة سوق العملات.

لقد تقاطعت دراستنا وهذه الدراسة في الإطار الخاص بالمتغيرات (أسعار النفط وكذا سعر صرف الدولار)،

في حين كان الاختلاف في أن دراستنا تزيد عنهم بمتغير ثالث وهو الذهب كما تختلف كذلك في الفترة محل

الدراسة، في حين هذه الدراسة تحلل كون متغيراتها تصلح للتنبؤ لأحدهما مقابل الآخر، ولكن دراستنا تحلل

الروابط بين هذه المتغيرات من حيث كونها ملاذات آمنة يتجه إليها المستثمرون زمن الهزات والأزمات من

عدمه.

<sup>1</sup>Andreas Breitenfellner, Jesus Crespo Cuaresma, Crude Oil Prices and the USD/EUR Exchange Rates, ResearchGate, [https://www.researchgate.net/publication/46558864\\_Crude\\_oil\\_prices\\_and\\_the\\_USDEUR\\_exchange\\_rate](https://www.researchgate.net/publication/46558864_Crude_oil_prices_and_the_USDEUR_exchange_rate).

## خلاصة الفصل الأول:

لقد تناولنا في هذا الفصل مفهوم الأزمات وأنواعها وكذا الأسباب المؤدية لحدوثها، ثم تعرضنا للمحة تاريخية لأهم الأزمات المالية التي تعرض لها الاقتصاد العالمي خلال القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين باعتبار أثرها الكبير على الأسواق المالية محل تواجد العلاقات الديناميكية بين متغيرات دراستنا، ومن ثم تطرقنا إلى الملاذات الأمانة، مفهومها مع استعراض أهم الملاذات الأمانة محل دراستنا ومصادر اكتسابها لهذه الصفة وتمثلت هذه الملاذات في: الذهب الذي تناولناه من حيث الأهمية النسبية والبعد التاريخي، ثم الدولار الأمريكي وتساعد أهميته النسبية على المستوى العالمي، ثم النفط من خلال التعرض لمفهومه وأهميته في الاقتصاد العالمي، لتتوصل إلى جملة من النتائج النظرية نوجزها فيما يلي:

✓ الأزمات هي عبارة عن اضطراب مفاجئ يطرأ على التوازن الاقتصادي في قُطر ما أو في عدة أقطار في آن واحد؛

✓ تنقسم الأزمات إلى عدة أقسام وذلك من حيث المعايير التالية: وفقاً لأثرها (مادية أو معنوية)، وفقاً لدرجة شدتها (خفيفة أو عنيفة)، وفقاً لمدى تكرارها (وحيدة أو متكررة)، وفقاً لشمولها (جزئية أو عامة)، أنواع الأزمات وفقاً للمدى الزمني لظهورها وتأثيرها (الأزمة الانفجارية السريعة أو البطيئة الطويلة)، وفقاً للنطاق الجغرافي والعلاقة مع العالم الخارجي، أنواع الأزمات وفقاً لموضوعها (أزمات اقتصادية أو صحية أو سياسية...)

✓ من أهم مميزات النظام الرأسمالي حدوث الأزمات بشكل دوري، وهو من أهم أسباب التطورات المطردة في هذا النظام وهي صفة ملازمة له؛

✓ إن أزمة كورونا وعلى الرغم من كونها أزمة صحية بالدرجة الأولى إلا أنها أثرت وبشكل رهيب على الاقتصاد الحقيقي وجعلت منه يتعرض لانكماش حاد لم يسبق له مثيل منذ عقود؛

✓ الملاذات الأمانة هي تلك الأصول أو المعادن الثمينة أو العملات التي لا تفقد قيمتها زمن الأزمات، وبالتالي يتم اللجوء إليها زمن الهزات أو الأزمات في الأسواق الدولية لتجنب الخسائر أو التقليل من آثارها؛

✓ إن الأهمية النسبية للذهب وكذا عمقه التاريخي جعلتا منه ملاذاً آمناً بامتياز؛

✓ الدولار الأمريكي وتاريخه المرتبط بالذهب أولاً، ثم بنود اتفاقية بريتون وودز ثانياً، وأخيراً كونه العملة الرسمية للموارد الإستراتيجية جعلته ملاذاً آمناً؛

✓ النفط الخام ومشتقاته والأهمية الاقتصادية التي يمثلها في جميع القطاعات بدون استثناء جعلت منه ملاذاً آمناً.

## الفصل الثاني:

### تحليل الروابط

الديناميكية للملاذات

الأمنة زمن أزمة كوفيد 19

## تمهيد

تطرقنا في الشق الأول من الدراسة للإطار المفاهيمي لكل من الأزمات وأسبابها وكذا للمحة تاريخية عن أهم الأزمات العالمية الملاذات الآمنة ومفهومها وأهم الملاذات الآمنة في الأسواق الدولية وكل ملاذ وكيف اكتسب تلك الأهمية التي جعلت منه ملاذاً آمناً، كتمهيد لمعرفة أهم الجوانب النظرية لمتغيرات الدراسة القياسية.

في حين سيُخصص هذا الشق للدراسة القياسية التجريبية للإجابة تطبيقياً عن إشكالية هذه الدراسة والمتمثلة في: كيف تتأثر أسعار الذهب والنفط والدولار الأمريكي ببعضها البعض أثناء أزمة الكورونا؟

ووفقاً لمنهج الدراسة المعتمدة فسيتم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين أولهما سيتم التطرق فيه إلى لمحة سريعة حول المتغيرات المدرجة في النماذج القياسية وكذا المصادر التي اعتمدها الباحث للحصول على تلك البيانات والإشارة إلى عينة الدراسة، في حين سيكون ثاني المباحث خاصاً بالنموذج القياسي المعتمد في هذه الدراسة وتقديره والخروج بنتائج إحصائية حول متغيرات الدراسة وعلاقتها ببعضها البعض زمن أزمة كورونا ومن ثم تحليل النتائج المتوصل إليها.

## المبحث الأول:

### طريقة الدراسة التطبيقية

سنتطرق في هذا المبحث إلى إطلالة عامة عن مجتمع الدراسة وعينتها، ومصادر البيانات المعتمدة في هذه الدراسة في المطلب الأول، أما في المطلب الثاني فسننتظر للنموذج الذي سنعتمده في دراستنا وسبب اختيار هذا النموذج.

### المطلب الأول: متغيرات الدراسة ومصادرها

إن متغيرات دراستنا تتمثل في أسعار يومية لثلاث متغيرات أساسية وهي النفط، الذهب وصرف الدولار الأمريكي وتفاعلاتهم في الأسواق الدولية خلال زمن الأزمات، وبالتحديد زمن أزمة كورونا التي عصفت بالعالم انطلاقا من أواخر سنة 2019 ومازالت تبعاتها إلى اليوم.

ومن هنا فإن المتغيرات المستهدفة في نموذج دراستنا القياسية هي على التوالي: أسعار النفط الخام، أسعار الذهب، سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل سلة من العملات أو ما يُعرف بمؤشر الدولار وأزمة كورونا التي سنعتبر عنها بعدد الوفيات وتم اختيار عدد الوفيات تحديداً لأن ارتفاعهم اليومي يمثل ربعا وهلعا في الأسواق العالمية.

### الفرع الأول: أسعار النفط الخام

لقد أبرزنا في مبحث سابق مفهوم النفط وأهميته في مختلف المجالات الاقتصادية هذه الأهمية جعلت منه سلعة استراتيجية في المبادلات التجارية الدولية كما أنها جعلت له أسواقا دولية خاصة به كما هو الحال في سوق نيويورك المعروف بـ: Nymex وسوق النفط الدولية بلندن المعروفة بـ: IPE وكذا سوق النفط الدولي بسنغافورة والمعروفة بـ: SIMEX وتجدر الإشارة إلى أن هذه الأسواق تعتمد العمل بالعقود الآجلة وذلك للتحوط من المخاطر الموجودة في السوق العالمي، كما أن لكل سوق من هذه الأسواق أساسها النفطي المعتمد فسوق نيويورك يعتمد العقود الآجلة لغرب تكساس، في حين بورصة لندن تعتمد أسعار العقود الآجلة لخام برنت، أما سوق سنغافورة فتعتمد أسعار العقود الآجلة لخام دبي.

وسنعتمد في دراستنا على أسعار نفط خام برنت أو مزيج برنت (Brent Crude) وذلك لسبب رئيسي يتمثل في أنه يعتبر كمعيار لتسعير ثلثي إنتاج النفط العالمي هذا من جهة، ومن جهة أخرى فهو مزيج نفطي يتكون من 15 حقلاً مختلفاً من الحقول النفطية عبر العالم<sup>1</sup>، كما سنستخدم بيانات يومية على مدار ثلاث سنوات انطلاقا من الثاني جانفي 2020 ولغاية 30 ديسمبر 2022 باعتبارها فترة تفشي وانتشار فيروس كورونا وكذا شملت هذه الفترة إجراءات علاج لتداعيات هذه الأزمة الصحية، وسندرج الرابط الخاص بهذه البيانات لاحقا.

<sup>1</sup> موسوعة ويكيبيديا، خام برنت، يوم: 2022-12-23، 22:00.

[https://ar.m.wikipedia.org/wiki/%D8%AE%D8%A7%D9%85\\_%D8%A8%D8%B1%D9%86%D8%AA](https://ar.m.wikipedia.org/wiki/%D8%AE%D8%A7%D9%85_%D8%A8%D8%B1%D9%86%D8%AA)

## الفرع الثاني: أسعار الذهب العالمية

يعد الذهب معدن العالم النفيس، وأحد السبل والملاجئ للاحتفاظ بالثروة في أوقات الأزمات على اختلاف أنواعها على مر العصور، حيث يلجأ إليه العالم باعتباره المخزن الأفضل للقيمة، وذلك للخصائص العديدة التي يتمتع بها، ولا يتمتع بها غيره من المعادن، بصفة خاصة خاصية الندرة، حيث يقدر كل ما يملكه العالم من ذهب ما بين 140 إلى 160 ألف طن فقط، وهي كمية كما هو واضح قليلة جدا.

غير أن السنوات الأخيرة شهدت تحولا جوهريا في استخدامات الذهب، وبصفة خاصة تزايد تحول الذهب إلى أحد الأصول في المحافظ الاستثمارية للمستثمرين على مستوى العالم<sup>1</sup>، ضف إلى ذلك الأهمية الاقتصادية لهذا المعدن النفيس والتي تعرضنا لها سالفاً<sup>2</sup>، ومن هذا المنطلق سنحاول هنا إثبات أنه ملاذ آمن زمن الأزمات، وسنعمد أسعار أونصة<sup>3</sup> الذهب من خلال بورصة لندن للمعادن النفيسة، وسنستخدم بيانات يومية على مدار ثلاث سنوات انطلاقاً من الثاني جانفي 2020 ولغاية 30 ديسمبر 2022 وسندرج لاحقا الرابط الخاص بالبيانات.

## الفرع الثالث: أسعار صرف الدولار الأمريكي

كما أسلفنا فإن الدولار الأمريكي أضحى العملة العالمية الأولى للتبادل التجاري الدولي<sup>\*\*</sup>، كما أصبح جزءاً لا يتجزأ من الأرصدة الدولية لموازن المدفوعات العالمية، كما أنه العملة الدولية لتسعير معظم السلع الاستراتيجية وفي مقدمتها النفط والذهب، لذلك فقد تم اختياره كأحد متغيرات دراستنا من جهة، ومن جهة أخرى لثبته مكانته بين الملاذات الأمانة، وسنعمد في هذه الدراسة مؤشر الدولار الأمريكي ويُرمز له بـ: USDX وهذا المؤشر هو مقياس لقيمة الدولار الأمريكي بالنسبة لسلة من العملات الأجنبية المتمثلة في اليورو والين الياباني والجنيه الإسترليني والدولار الكندي والكرونا السويدية والفرنك السويسري<sup>4</sup>، وتجدر الإشارة هنا إلى أن ارتفاع المؤشر يعني تعزيز قيمة الدولار الأمريكي مقارنة بالعملات الرئيسية الأخرى في حين يعتبر انخفاضه تراجعاً لقيمة الدولار الأمريكي مقارنة بتلك السلة، كما سنستخدم بيانات يومية على مدار ثلاث سنوات انطلاقاً من الثاني جانفي 2020 ولغاية 30 ديسمبر 2022، وسندرج في الجدول أدناه مصدر بيانات مؤشر الدولار الأمريكي.

## الفرع الرابع: أزمة كورونا كوفيد 19

إن أزمة كورونا وكما أسلفنا هي في الحقيقة هي أزمة مستوردة من القطاع الصحي ولكن تأثيراتها المدمرة على القطاع الاقتصادي وتحديدًا على الأسواق المالية<sup>\*\*</sup> التي هي محل دراستنا، جعلنا ندرجها ضمن النموذج لقياس تأثيراتها على متغيرات الدراسة، وسنعبر عنها هنا من خلال عدد الوفيات اليومية Deaths

<sup>1</sup> محمد إبراهيم السقا، مرجع سبق ذكره، <https://www.argaam.com/ar/article/article/detail/id/786996>

<sup>2</sup> راجع مبحث الملاذات الأمانة.

\* تجدر الإشارة هنا أن الأونصة هي وحدة قياس الكتلة إذ تستخدم في عدد من الأنظمة المختلفة لوحدة القياس وتساوي 28.3495 غرام، أما إذا استخدمت الأونصة كوحدة لقياس المعادن الثمينة كالذهب والفضة فتساوي تقريباً 31.1035 غرام وتُسمى أونصة تروي ويُرمز له بـ: Oz في اللغة الإنجليزية.

<sup>3</sup> موسوعة ويكيبيديا، أونصة وحدة قياس للكتلة، يوم 2022-12-23، 22:30.

<https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A3%D9%88%D9%86%D8%B5%D8%A9>.

\*\* راجع مبحث الملاذات الأمانة

<sup>4</sup> Thai-Ha Le, Youngho Chang, OIL PRICE SHOCKS AND GOLD RETURNS, *International Economics*, 131, p78.

\*\* راجع المبحث الأول من الفصل السابق.

خلال فترة الدراسة وذلك انطلاقاً من تاريخ الإعلان عن أول حالة وفاة وتحديدًا من يوم 23 جانفي 2020 وإلى غاية نهاية فترة الدراسة أي يوم 30 ديسمبر 2022، وسندرج في الجدول أدناه مصدر البيانات الخاصة بحالات الوفاة اليومية جراء كوفيد 19.

#### الفرع الخامس: أسعار الفائدة الأمريكية

يعتبر سعر الفائدة الأمريكية متغيراً ضابطاً تم إدراجه في النموذج وهذا راجع لسبب رئيسي يتمثل في أن الدراسات السابقة الأجنبية تدرجه ضمن متغيراتها كونه أحد المتغيرات الضابطة على غرار الدراسات التالية:

✓ دراسة<sup>1</sup>: Moyang Cui, Wing-Keung Wong, Worakamol Wisetsri... المعنونة بـ:

Do oil, gold and metallic price volatilities prove gold as a safe haven during COVID-19 pandemic? Novel evidence from COVID-19 data. لسنة 2023

المنشورة في مجلة: Resources Policy العدد: 80؛

✓ دراسة: Mongi Arfaoui, Aymen Ben Rejeb المعنونة بـ: Oil, gold, US dollar and

stock market interdependencies: a global analytical insight. المنشورة

في مجلة: European Journal of Management and Business Economics العدد: 26؛

✓ دراسة: Thai-Ha Le, Youngho Chang المعنونة بـ: OIL PRICE SHOCKS AND

GOLD RETURNS. لسنة 2012 المنشورة في مجلة: International Economics العدد:

131.

وقد تم اعتماد بيانات يومية لسعر الفائدة الخاصة بعوائد السوق على سندات الخزنة الأمريكية، مسعرة على أساس الاستثمار، وهذه الأسعار يومية انطلاقاً من 01 جانفي 2020 ولغاية 31 ديسمبر 2022، وسندرج في الجدول أدناه مصدر البيانات الخاصة بأسعار الفائدة.

#### جدول رقم (01-02): متغيرات الدراسة ومصادر البيانات

المتغير	التعريف	المصدر
Gold P	سعر الذهب: ويعبر عن سعر أونصة الذهب في بورصة لندن للمعادن النفيسة وهو مقيم بالدولار الأمريكي للأونصة.	<a href="https://www.kitco.com/charts/historicalgold.html">https://www.kitco.com/charts/historicalgold.html</a> <a href="https://www.investing.com/commodities/gold-historical-data">https://www.investing.com/commodities/gold-historical-data</a>
Brent P	أسعار البترول: وهو يمثل سعر برميل النفط الخام لمزيج برنت بالدولار الأمريكي للبرميل.	<a href="https://www.investing.com/commodities/brent-oil-historical-data">https://www.investing.com/commodities/brent-oil-historical-data</a> <a href="https://www.macrotrends.net/2480/brent-crude-oil-prices-10-year-daily-chart">https://www.macrotrends.net/2480/brent-crude-oil-prices-10-year-daily-chart</a>
USX - Index	مؤشر الدولار الأمريكي ويعتبر مقياس لقيمة الدولار الأمريكي بالنسبة لسلة من العملات الأجنبية	<a href="https://www.investing.com/currencies/usd-eur-historical-data">https://www.investing.com/currencies/usd-eur-historical-data</a> <a href="https://www.investing.com/currencies/usd-eur-historical-data">https://www.investing.com/currencies/usd-eur-historical-data</a>
Deaths	مؤشر الوفيات اليومية لأزمة كورونا انطلاقاً من أول حالة وفاة لغاية نهاية فترة الدراسة	<a href="https://www.worldometers.info/coronavirus/worldwide-graphs/">https://www.worldometers.info/coronavirus/worldwide-graphs/</a>

<sup>1</sup>Moyang Cui, Wing-Keung Wong, Worakamol Wisetsri, Do oil, gold and metallic price volatilities prove gold as a safe haven during COVID-19 pandemic ? Novel evidence from COVID-19 data, **Resources Policy**, 80, 2023.

<a href="https://home.treasury.gov/policy-issues/financing-the-government/interest-rate-statistics/legacy-interest-rate-xml-and-xsd-files">https://home.treasury.gov/policy-issues/financing-the-government/interest-rate-statistics/legacy-interest-rate-xml-and-xsd-files</a>	أسعار الفائدة: سعر الفائدة الخاصة بعوائد السوق على سندات الخزنة الأمريكية، مسعرة على أساس الاستثمار	Interest
---	---	----------

### المصدر: من اعداد الباحث

وبعد عرضنا لمختلف المتغيرات ومصدر البيانات الخاصة بكل متغير، تجدر الإشارة هنا وقبل الولوج في عرض النماذج القياسية والمناهج القياسية المعتمدة في دراستنا إلى أن العينات اليومية المأخوذة من المصادر المدرجة أعلاه قد تم تحويلها إلى بيانات أسبوعية من خلال حساب الوسط الحسابي، وذلك لسبب وجيه هو وجود انقطاعات بيومين في السلاسل الزمنية المختلفة لجميع البيانات محل الدراسة باستثناء سلسلة كوفيد 19 المُمثلة في عدد الوفيات اليومية فإنه لا توجد بها أية انقطاعات، وقد اعتمدنا فيها المجموع التراكمي الأسبوعي لأنه يعبر بشكل أدق على وضعية الحالة الوبائية.

### المطلب الثاني: النماذج القياسية

سنحاول في هذا المطلب التأصيل الاقتصادي للنماذج المعتمدة في الدراسة وكذا عرض هذه النماذج وجملة الفرضيات التي سنقدم على إثباتها أو نفيها من خلال هذه النتائج في الجزئية اللاحقة عند تقديرنا للنماذج.

#### الفرع الأول: النظريات المفسرة لعلاقة المتغيرات في الدراسة

كما هو معروف فإنه لبناء أي نموذج إحصائي رياضي لقياس التفاعلات الحاصلة بين مختلف المتغيرات وجب علينا الرجوع والبحث في النظريات الاقتصادية المفسرة للمتغيرات محل الدراسة، ومن ثم النظر في الدراسات السابقة التي تناولت هذه المتغيرات، وبعد البحث والتدقيق وبشكل عام فقد توصلنا إلى النظريات الثلاث المفسرة لعلاقة النفط والذهب والعنصر المشترك ألا وهو الدولار الذي يمثل همزة الوصل بينها لأنه عملة التسعير لكليهما وهذه النظريات تتمثل في<sup>1</sup>:

أولاً يؤثر النفط على الذهب: إحدى الحجج المحتملة تنص على أن رفع أسعار النفط يضر بالاقتصاد، ويضعف النمو ويؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم، لذا يبحث المستثمرون عن أصول بديلة مثل الذهب. وبالتالي، يؤثر سعر النفط بشكل غير مباشر على سعر الذهب.

ثانياً النفط يؤثر على مناجم الذهب: رأي آخر يرى علاقة سببية عكسية بين أسعار النفط وأسعار أسهم شركات تعدين الذهب المدرجة. النفط باهظ الثمن يجعل استخراج الذهب أكثر تكلفة وبالتالي يقلل من هامش ربح مناجم الذهب. وذلك لأن جزءاً كبيراً من عمليات استخراجها يستهلك الطاقة.

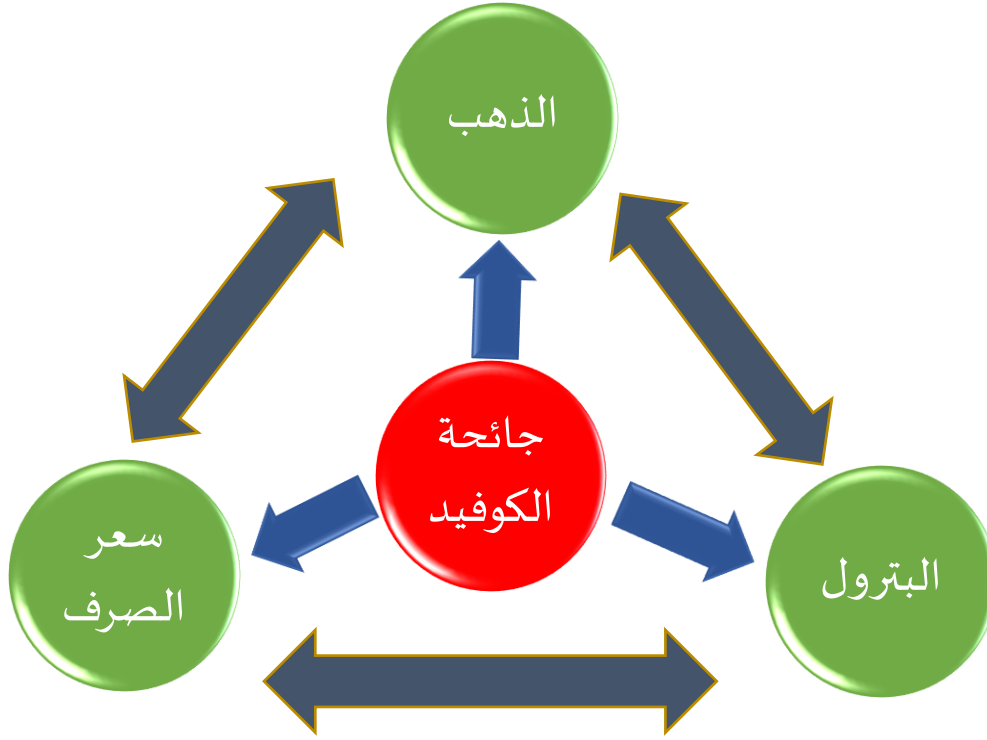
ثالثاً يؤثر التضخم على الذهب والنفط: يتم تحرير فواتير كل من تجارة النفط والذهب بالدولار الأمريكي.

لذلك، تعتمد عملية التسعير الخاصة بهم على قوة تلك العملة، وفقاً لمعدل التضخم فيها. يمكن القول إن تقاسم الاتجاه المماثل ليس لأن أحدهما يؤثر على الآخر، ولكن لأن أسعارهما مدفوعة بعامل مشترك: معدل التضخم في الولايات المتحدة.

<sup>1</sup> Mongi Arfaoui, Aymen Ben Rejeb, Op. Cit., 26,03,2017, p 283.

والشكل الموالي يمثل التفاعلات الممثلة للعلاقة بين مختلف المتغيرات المدرجة في النموذج من خلال مراجعة الدراسات السابقة والافتراضات وكذا من خلال ما تم التطرق له من انعكاسات كوفيد 19 على القطاعات الاقتصادية المختلفة وكذا تأثيراته على متغيرات دراستنا:

الشكل (01-02): تفاعلات متغيرات الدراسة خلال زمن كوفيد 19



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على ما سبق من معلومات

الفرع الثاني: المنهجية المعتمدة في الدراسة

1. نموذج الدراسة: سنحاول في دراستنا هذه تقدير المعادلات التالية:

$$\text{Gold} = f(\text{Brent}, \text{Usdx\_Index}, \text{Deaths}, \text{Interest}) \dots \dots \dots (01)$$

$$\text{Brent} = f(\text{Gold}, \text{Usdx\_Index}, \text{Deaths}, \text{Interest}) \dots \dots \dots (02)$$

$$\text{Usdx\_Index} = f(\text{Brent}, \text{Gold}, \text{Deaths}, \text{Interest}) \dots \dots \dots (03)$$

ونظرا لوجود تفاوت كبير بين البيانات من حيث المراتب إذ نجد أن عدد وفيات كوفيد 19 الممثلة في المتغير Deaths تصل لغاية مرتبة مئات الآلاف في حين معدلات الفائدة المعبر عنها بالمتغير Interest عند مرتبة الوحدات فقط، وعليه فإننا سنقوم بإدراج اللوغاريتم على جميع المتغيرات حتى يكون هناك تلاؤم وتقارب بين جميع البيانات وعليه تصبح المعادلات الشكل التالي:

$$\text{LGold} = f(\text{LBrent}, \text{LUsdx\_Index}, \text{LDeaths}, \text{LInterest}) \dots \dots \dots (04)$$

$$\text{LBrent} = f(\text{LGold}, \text{LUsdx\_Index}, \text{LDeaths}, \text{LInterest}) \dots \dots \dots (05)$$

$$\text{LUsdx\_Index} = f(\text{LBrent}, \text{LGold}, \text{LDeaths}, \text{LInterest}) \dots \dots \dots (06)$$

ويمكن تقدير كل من المعادلات (04) و (05) و (06) بطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية Ordinary Least Squares لكن الباحثين المتخصصين في مجال السلاسل الزمنية على غرار: (Yule, 1926)، (Granger & Newbold, 1974)، (Engel & Granger, 1987) و (Johansen & Juselius, )

(1990) يؤكدون على أن استخدام هذه الطريقة (OLS) قد يؤدي إلى علاقة غير حقيقة أو زائفة بين المتغيرات محل الدراسة وهذا في حال وجود متغيرات غير مستقرة في النموذج المين أعلاه من خلال المعادلات (04) و (05) و (06)، ولذلك فإن الباحثين وقصد تقدير العلاقة طويلة الأجل في أبجديات القياس الاقتصادي، يلجؤون إلى عدة مقاربات لاختبار التكامل المشترك بين المتغيرات الاقتصادية غير المستقرة.

## 2. الأدوات القياسية المستخدمة في الدراسة

أ- اختبار جذر الوحدة: فكما هو معلوم فإن السلاسل الزمنية وقبل تقدير أي نموذج، وقبل إجراء اختبار السببية توجب التحقق من استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات الاقتصادية محل الدراسة أولاً، وفي دراستنا هذه سنعتمد اختبار جذر الوحدة المعروف باختبار (Augment Dickey and Fuller, 1981) الذي يُرمز له بالاختصار التالي (ADF)<sup>1</sup>.

ب- اختبار السببية: إن الارتباط بين المتغيرات الاقتصادية تُعتبر أهم عنصر في تحليل الظواهر الاقتصادية، غير أن الارتباط بحد ذاته لا يعني بالضرورة وجود خلل أو سبب بين المتغيرات بقدر ما يعبر عن الاقتران الزماني والمكاني، وبالتالي فإنه من الصعوبة بمكان استخدام تقلب المتغيرات في تفسير ما يحدث بالمتغيرات المرتبطة معها، ومن هنا فإن التعرف غير الدقيق على العلاقة السببية وتشخيصها يعد مصدراً للخطأ<sup>2</sup>. وتعتبر الطريقة الشائعة الاستعمال هي اختبار السببية لغرانجر (Granger's Causally, 1969) ويُرمز لها بالرمز (GC) والتي بدورها تعتمد على تقدير نموذج متجهات الانحدار الذاتي (Vector Autoregressive model) من الدرجة (p)، ويُرمز له اختصاراً بالرمز VAR(p) وتكتب معادلته بالشكل التالي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> هيفاء غانية، ربي رياض، الإنفاق العسكري والنمو الاقتصادي في الجزائر: دراسة تجريبية للفترة 1973-2016. مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 13، العدد 02، 2019، ص 439.

<sup>2</sup> شفيق عريش، عثمان نقار، رولى شفيق إسماعيل، اختبارات السببية والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 33، العدد 5، 2011، ص 81.

<sup>3</sup> هيفاء غانية، ربي رياض، مرجع سبق ذكره، ص 440.

$$\left\{ \begin{array}{l} lBrent_t = a_1 + \sum_{i=1}^p \alpha_{1i} lBrent_t + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} lGold_t + \sum_{i=1}^p \gamma_{1i} lUsdx\_index_t + \sum_{i=1}^p \delta_{1i} linterest_t + \sum_{i=1}^p \theta_{1i} lDeath_t + \varepsilon_{1t} \\ lGold_t = a_2 + \sum_{i=1}^p \alpha_{2i} lBrent_t + \sum_{i=1}^p \beta_{2i} lGold_t + \sum_{i=1}^p \gamma_{2i} lUsdx\_index_t + \sum_{i=1}^p \delta_{2i} linterest_t + \sum_{i=1}^p \theta_{2i} lDeath_t + \varepsilon_{2t} \\ lUsd\_index_t = a_3 + \sum_{i=1}^p \alpha_{3i} lBrent_t + \sum_{i=1}^p \beta_{3i} lGold_t + \sum_{i=1}^p \gamma_{3i} lUsdx\_index_t + \sum_{i=1}^p \delta_{3i} linterest_t + \sum_{i=1}^p \theta_{3i} lDeath_t + \varepsilon_{3t} \\ linterest_t = a_4 + \sum_{i=1}^p \alpha_{4i} lBrent_t + \sum_{i=1}^p \beta_{4i} lGold_t + \sum_{i=1}^p \gamma_{4i} lUsdx\_index_t + \sum_{i=1}^p \delta_{4i} linterest_t + \sum_{i=1}^p \theta_{4i} lDeath_t + \varepsilon_{4t} \\ lDeaths_t = a_5 + \sum_{i=1}^p \alpha_{5i} lBrent_t + \sum_{i=1}^p \beta_{5i} lGold_t + \sum_{i=1}^p \gamma_{5i} lUsdx\_index_t + \sum_{i=1}^p \delta_{5i} linterest_t + \sum_{i=1}^p \theta_{5i} lDeath_t + \varepsilon_{5t} \end{array} \right.$$

مصفوفة المعادلات (07)

حيث يفترض أن الأخطاء غير مترابطة  $\varepsilon_1$  و  $\varepsilon_2$  و  $\varepsilon_3$  و  $\varepsilon_4$  و  $\varepsilon_5$  فيما بينها من خلال نموذج اتجاه الانحدار الذاتي المبين في مصفوفة المعادلات (07)، حيث يتضح لنا أن كل متغير تابع في النموذج يكتب بدلالة القيم السابقة الخاصة به، بالإضافة إلى القيم السابقة لباقي المتغيرات الأخرى، واعتمادا على معلمات طريقة المربعات الصغرى (OLS) المقدرة لنموذج اتجاه الانحدار الذاتي أعلاه يمكننا صياغة تسع فرضيات مختلفة حول العلاقة السببية بين كل من الذهب والنفط ومؤشر الدولار والكوفيد 19.

• سببية GRANGER من الذهب إلى سعر النفط:

$$\prod_{i=1}^p \beta_{1i} \neq 0$$

• سببية GRANGER من مؤشر الدولار إلى سعر النفط:

$$\prod_{i=1}^p \gamma_{1i} \neq 0$$

• سببية GRANGER من الكوفيد إلى سعر النفط:

$$\bigcap_{i=1}^p \theta_{1i} \neq 0$$

• سببية GRANGER من النفط إلى الذهب:

$$\bigcap_{i=1}^p \alpha_{2i} \neq 0$$

• سببية GRANGER من مؤشر الدولار إلى الذهب:

$$\bigcap_{i=1}^p \gamma_{2i} \neq 0$$

• سببية GRANGER من الكوفيد إلى الذهب:

$$\bigcap_{i=1}^p \theta_{2i} \neq 0$$

• سببية GRANGER أحادية الاتجاه من النفط إلى مؤشر الدولار:

$$\bigcap_{i=1}^p \alpha_{3i} \neq 0$$

• سببية GRANGER من الذهب إلى مؤشر الدولار:

$$\bigcap_{i=1}^p \beta_{3i} \neq 0$$

• سببية GRANGER من الكوفيد إلى مؤشر الدولار:

$$\bigcap_{i=1}^p \theta_{3i} \neq 0$$



جدير بالذكر بأن اختبارات السببية السالفة الذكر تتم من خلال اعتماد اختبار فيشر (F-test)، وبعد عملية التقدير للمعادلات يتم حساب إحصائية فيشر الموافقة لهذا الاختبار من خلال المعادلة التالية<sup>1</sup>:

$$F = \frac{(RSS_r - RSS_u)/p}{RSS_u/(n - 2p - 1)} \sim F(p, n - 2p - 1)$$

بحيث تمثل كل من  $RSS_u$  و  $RSS_r$  مجموع مربعات البواقي للنماذج المقيدة والغير مقيدة على التوالي، في حين تمثل  $n$  عدد المشاهدات المستخدمة في النموذج.

غير أنه إذا كانت المتغيرات الاقتصادية المدرجة في النموذج محل الدراسة غير مستقرة، أو كانت متكاملة من درجات مختلفة، فقد اقترح كل من العالمان (Toda & Yamamota, 1995) ويُرمز لهما اختصاراً بالرمز TY طريقة بسيطة لاختبار السببية قصد التغلب على مشاكل اختبار الفرضيات التي قد تواجه الباحث عند حدوث مشكل عدم الإستقرارية أو التكامل للمتغيرات محل الدراسة كما أسلفنا.

إن النهج الذي اقترحه TY يعتمد على استخدام اختبار Wald المعدل (Modifed Wald) لاختبار القيود الخاصة بمعلمات النموذج  $VAR(p)$ ، كما أن المبدأ الأساسي لهذا النهج هو زيادة رتبة نموذج  $VAR$ ، بدرجة التكامل الأقصى للمتغيرات قيد الدراسة  $dmax$ ، ومن ثم يتم تقدير النموذج  $VAR(p+dmax)$  ولكن مع تجاهل التأخيرات المضافة ( $dmax$ ) من الاختبار، لذلك فإنه ومن أجل تطبيق منهج TY، فإننا نحتاج إلى معرفة درجة التأخير أو الإبطاء ( $p$ ) الحقيقية، وكذلك الحد الأقصى للتكامل ( $dmax$ ) لجميع المتغيرات المدرجة في الدراسة، أما بالنسبة للإضافة التي قدمها نهج TY فإنه لا يحتاج اختبارات مسبقة للتكامل المشترك بين المتغيرات محل الدراسة، وعليه فهو يتفادى احتمالية التحيز المرتبط باختبارية جذر الوحدة وكذا التكامل المشترك، كما أنه وعند التقدير للنموذج  $VAR(p+dmax)$  فهذا الاختبار ذو توزيع من الشكل  $x^2$  هذا يعني أنه يضمن أن (MWald) سيكون صالحاً بغض النظر عما إذا كانت السلاسل محل الدراسة متكاملة من الدرجة الصفر  $I(0)$  أو من الدرجة الأولى  $I(1)$  أو متكاملة من درجات أعلى، كما ويمكننا أيضاً القيام به حتى في حالة وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> هيفاء غانية، ربي رياض، مرجع سبق ذكره، ص 440.

<sup>2</sup> هيفاء غانية، ربي رياض، مرجع سبق ذكره، ص 441.

## المبحث الثاني:

### عرض النتائج، تحليلها ومناقشتها

سنتطرق في هذا المبحث إلى دراسة وصفية لبيانات كل سلسلة زمنية في هذه الدراسة وهي على الترتيب سلسلة كل من: الذهب والنفط ومؤشر الدولار الأمريكي في المطلب الأول، أما في المطلب الثاني فسنطرق لتقدير النموذج وتحليل النتائج وتفسيرها.

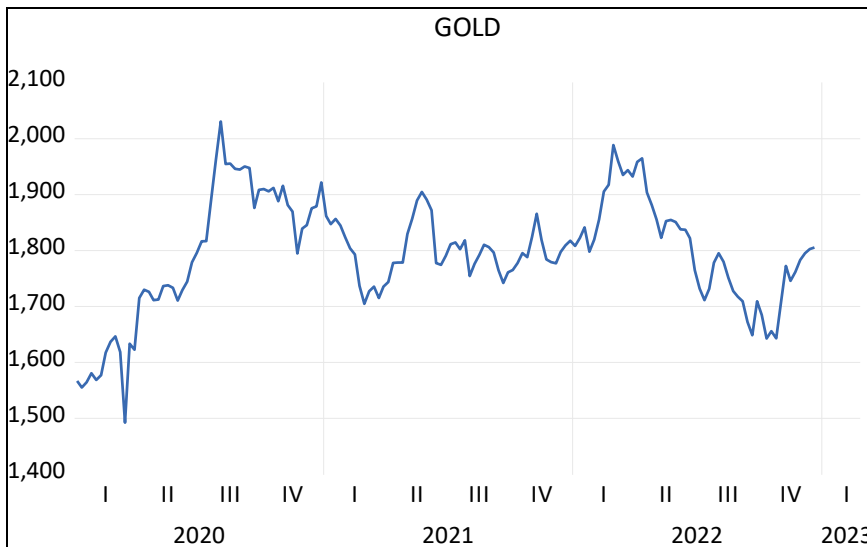
### المطلب الأول: دراسة وصفية لبيانات السلاسل الزمنية

إن دراستنا تعتمد على سلاسل زمنية يومية، ثم قمنا بتحويلها إلى أسبوعية من خلال حساب المتوسط الحسابي الأسبوعي وذلك راجع لأسباب عملية حتمتها الدراسة (راجع المبحث الأول للفصل الثاني) وعليه فالسلاسل الزمنية المتعلقة بمتغيرات دراستنا ستكون أسبوعية ممتدة على مدار 3 سنوات انطلاقاً من الأسبوع الأول لشهر جانفي 2020 ولغاية الأسبوع الأخير لشهر ديسمبر 2022، وسنتعرض لدراسة وصفية خاصة بكل متغير على انفراد.

### الفرع الأول: دراسة وصفية لبيانات سلسلة سعر الذهب (Gold):

نرمز للسلسلة الأسبوعية لسعر الذهب بالرمز (Gold) وتتكون هذه السلسلة من 152 مشاهدة ممتدة من الأسبوع الأول لجانفي 2020 إلى غاية الأسبوع الأخير لديسمبر 2022، بمتوسط حسابي (1806.80 دولار للأونصة) وانحراف معياري قدره (125.7075) وهو ما يعطينا فكرة حول تشتت قيم السلسلة عن متوسطها. وقيمة عظمى (2115.20 دولار للأونصة) سجلت يوم 6 أوت 2020 وقيمة صغرى (1494.60 دولار للأونصة) سجلت يوم 18 مارس 2020، وتظهر لنا هاتين القيمتين على الترتيب أكبر قيمة ارتفاع وانخفاض عرفها سعر الذهب خلال فترة الدراسة. ويمثل الشكل الموالي بيانات السلسلة Gold<sub>t</sub>

الشكل رقم (02-02): منحني سعر الذهب Gold<sub>t</sub>



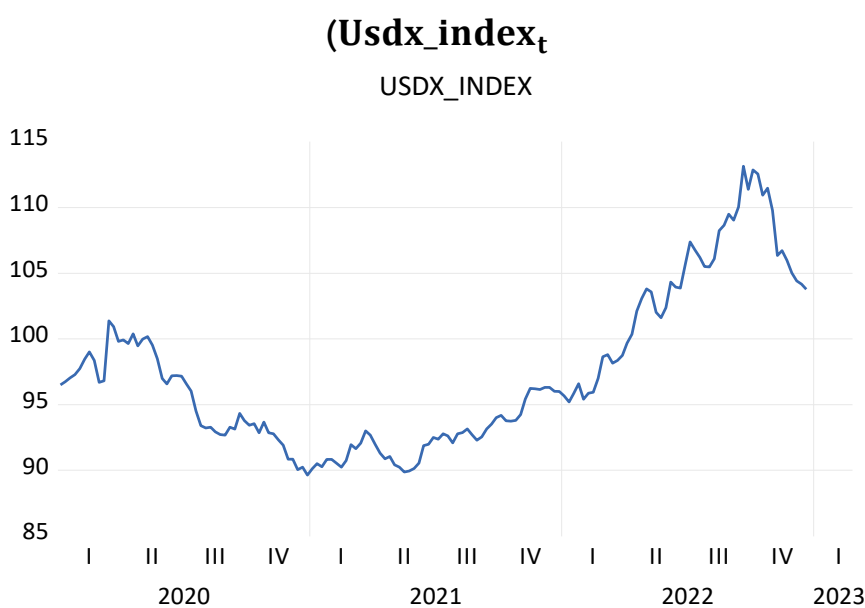
المصدر: مخرجات EViews 12

من خلال التدقيق في المنحنى نلاحظ أن السلسلة أخذت ميلاً موجباً في بداية فترة الدراسة إلى غاية الأسبوع الأول من أوت 2020، لتأخذ بعد ذلك ميل السالب ثم ميل موجب، وذلك يدل على تزايد طلب المستثمرين على الذهب للاحتفاظ به كملاذ آمن خلال جائحة كوفيد 19 حيث تضاعف سعر الذهب تدريجياً خلال الفترة المدروسة ورغم انخفاض سعره نسبياً نتيجة رفع الحجر والعودة التدريجية للحياة الطبيعية في نهاية الفترة إلا أن سعر الذهب احتفظ بسعره المرتفع مقارنة ببداية الفترة، ويوحى لنا هذا التذبذب في إشارة الميل العام لسلسلة  $Gold_t$  على أنها تحتوي على مركبة اتجاه عام لذا يكون أمر استقرارية هذه السلسلة مقرون بإزالة هذه المركبة.

**الفرع الثاني: دراسة وصفية لبيانات سلسلة مؤشر سعر صرف الدولار الأمريكي ( $Usdx\_index_t$ ):**

نرمز للسلسلة الأسبوعية لمؤشر سعر صرف الدولار الأمريكي ( $Usdx\_index_t$ ) وتتكون هذه السلسلة من 152 مشاهدة ممتدة من الأسبوع الأول من شهر جانفي 2020 إلى غاية الأسبوع الأخير من شهر ديسمبر 2022، بمتوسط حسابي (97.33748) وانحراف معياري قدره (6.073562) وهو ما يعطينا فكرة حول تشتت قيم السلسلة عن متوسطها. وقيمة عظمى (114.047) سجلت يوم 27 سبتمبر 2022 وقيمة صغرى (89.389) سجلت يوم 05 جانفي 2021، وتظهر لنا هاتين القيمتين على الترتيب أكبر وأصغر مؤشر لسعر صرف عرفه الدولار مقابل سلة العملات سألفة الذكر خلال فترة الدراسة، ويمثل الشكل الموالي بيانات السلسلة  $Usdx\_index_t$

**الشكل رقم (03-02): منحنى مؤشر سعر صرف الدولار الأمريكي خلال فترة الدراسة)**



**المصدر: مخرجات EViews 12**

بالملاحظة الدقيقة في المنحنى نجد تذبذب كبير في السلسلة  $Usdx\_index$  إذ أخذت منحنى تصاعدي موجب في بداية الفترة إلى غاية 30 جوان 2020 وهي الفترة التي شهت تصاعد كبير لانتشار فيروس كورونا المستجد والذي اجبر جميع دول العالم على الدخول في فترة حجر صحي ألزمت الجميع على البقاء في المنازل مما خفض العمل في جميع القطاعات، كما أدى هذا الاغلاق إلى تقليص المدفوعات الدولية والتي يعتبر جزؤها الأكبر بالدولار، وبالتالي فهذا الارتفاع يفسر من جهة أن شراء كأحد الأصول الأمانة هو ما دفعه

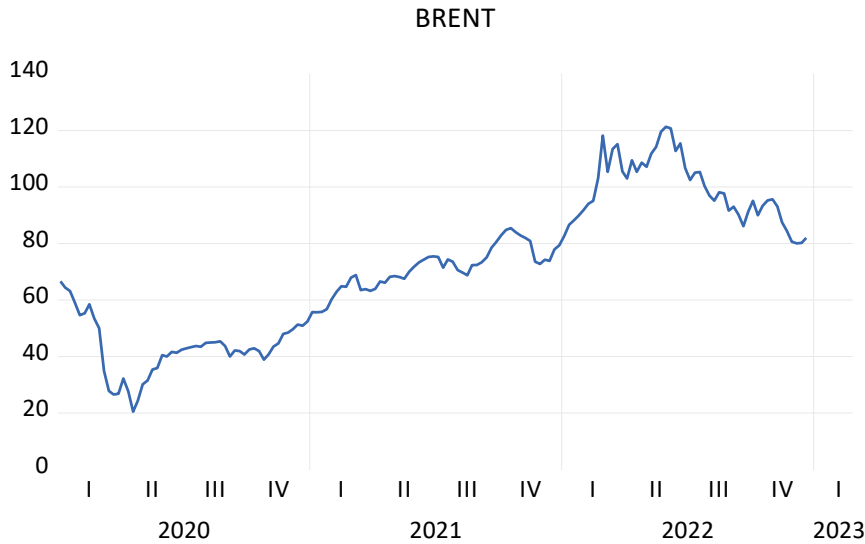
للاارتفاع خلال هذه الفترة ثم أخذت ميلا سالبا تقريبا منذ تاريخ 22 جويلية 2020، وهذا كما أسلفنا راجع للغلق الكلي الذي نجم عنه تراجع كبير في المدفوعات الدولية مع تذبذب في مؤشر أسعار صرف الدولار مقابل سلة العملات سالفة الذكر، ولكن ومنذ 21 أكتوبر 2021 أخذت السلسلة في التذبذب في الارتفاع إلى غاية نهاية الثلاثي الثالث من سنة 2022 ويعود ذلك لرفع الحجر الصحي التدريجي والعودة للحياة الطبيعية أي بمعنى آخر عودة المدفوعات الدولية الدولار، كما تجدر الإشارة هنا إلى انه في نهاية فترة الحجر الصحي شهد العالم اندلاع الحرب الروسية الأوكرانية التي بدورها رفعت من قيمة المدفوعات الدولية وعليه ارتفاع الطلب على الدولار، ولكنه ومع ذلك شهد انخفاضا محسوسا مع بداية الثلاثي الرابع لنفس السنة.

ويوحى لنا التذبذب في إشارة الميل العام لسلسلة  $Usdx\_index_t$  على انها تحتوي على مركبة اتجاه عام لذا يكون أمر استقرارية هذه السلسلة مقرون بإزالة هذه المركبة.

### الفرع الثالث: دراسة وصفية لبيانات سلسلة سعر نفط برنت الخام ( $BRENT_t$ ):

نرمز للسلسلة الأسبوعية لسعر خام برنت بالرمز (BRENT) وتتكون هذه السلسلة من 152 مشاهدة ممتدة من الأسبوع الافتتاحي لشهر جانفي 2020 إلى غاية الأسبوع الختامي لشهر ديسمبر 2022، حيث عرفت أسعار النفط قيمة صغرى بلغت (19.33 دولار للبرميل) سجلت بتاريخ 21 أبريل 2020، وقيمة عظمى بلغت (127.98 دولار للبرميل) سجلت بتاريخ 08 مارس 2022، وتمثل لنا هذه القيمتين على التوالي أعلى وأقل قيمتين خلال فترة الدراسة، والشكل الموالي يمثل بيانات السلسلة  $BRENT_t$ .

### الشكل رقم (04-02): منحنى سعر نفط خام برنت ( $BRENT_t$ )



المصدر: مخرجات EViews 12

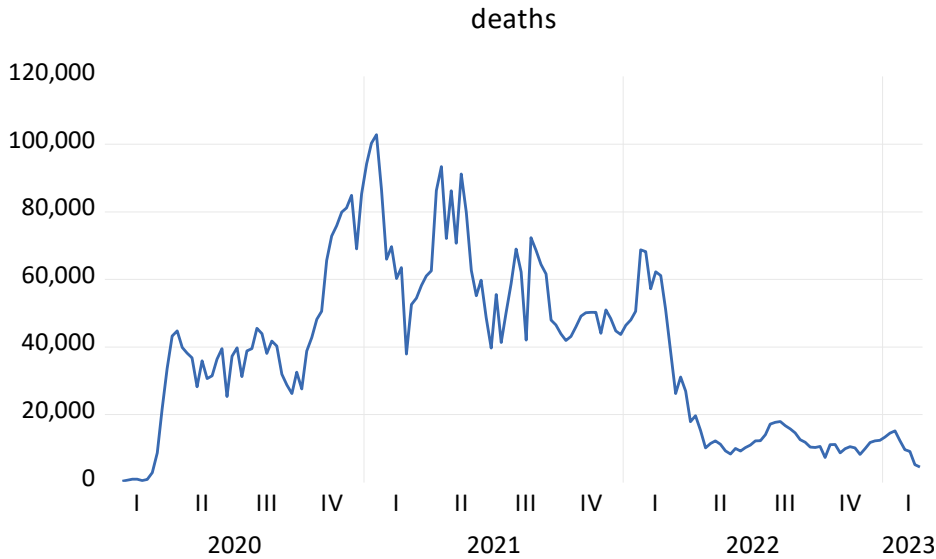
وبالنظر إلى المنحنى فقد عرفت أسعار النفط انخفاضا شديدا مع بداية الفترة ولغاية نهاية الثلاثي الأول وبداية الثلاثي الثاني لسنة 2020 ليصل 19.33 دولار للبرميل وهذا راجع بالدرجة الأولى للحجر الكلي المفروض من أجل احتواء تفشي فيروس كوفيد 19 وما انجر عنه من إغلاق المرافق الاقتصادية في معظم دول العالم وشل حركة السفر والمواصلات وقطاعات السياحة والترفيه وغيرها، ولكن ومع دخول السداسي الثاني لسنة 2020 عرفت أسعار النفط الخام انتعاشا ملحوظا متخطية حاجز 50 دولارا للبرميل وذلك مع

نهاية سنة 2020، وهذا راجع لسبب رئيسي يتمثل في دخول الاتفاق الأمريكي الروسي السعودي على تخفيض الإنتاج النفطي الأعظم في التاريخ حيز التنفيذ بداية من ماي 2020، الذي عبر عنه الرئيس الأمريكي ترامب قائلا "أنه انجاز عظيم للجميع"<sup>1</sup>، لتواصل الارتفاع مع بداية سنة 2021 وهذا نتيجة بداية رفع القيود وإجراءات الحجر على مختلف الأنشطة الاقتصادية وكذا المواصلات والنقل الدولي، لتأتي سنة 2022 لتشهد ارتفاعا كبيرا جدا تجاوز حاجز 120 دولار للبرميل في مارس 2022 وهذا جراء اشتعال التوتر وانطلاق شرارة الحرب الروسية الأوكرانية، وعليه فقد عرفت سلسلة أسعار النفط تذبذبا خلال فترة الدراسة ويوحى لنا هذا التذبذب العام في سلسلة BRENT<sub>t</sub> على انها تحتوي على مركبة اتجاه عام لذا يكون أمر استقرارية هذه السلسلة مقرون بإزالة هذه المركبة.

#### الفرع الرابع: دراسة وصفية لبيانات سلسلة وفيات كوفيد 19 (Deaths<sub>t</sub>):

نرمز للسلسلة الأسبوعية لوفيات كورونا بالرمز (Deaths) وتتكون هذه السلسلة من 152 مشاهدة ممتدة من يوم 1 جانفي 2020 إلى غاية 31 ديسمبر 2022، حيث سجلت أول 98 حالة وفاة جراء كوفيد 19 يوم 23 جانفي 2020، إذ تعتبر هذه أقل قيمة في هذه السلسلة، كما تعتبر القيمة العظمى في السلسلة بـ (102859 وفاة) المسجلة بتاريخ 05 جانفي 2021، والشكل الموالي يمثل بيانات السلسلة Deaths<sub>t</sub>.

#### الشكل رقم (05-02): منحنى وفيات كوفيد 19 (Deaths<sub>t</sub>)



المصدر: مخرجات EViews 12

بالنظر الدقيق لمنحنى وفيات كوفيد 19 نلاحظ أن عدد الوفيات منذ إعلان الحالات الأولى في الثالث والعشرين جانفي من سنة 2020 وهي تشهد ارتفاعا مستمرا بالرغم من إجراءات الحجر الصحي المنتهج من جميع دول العالم للحد من عدد الوفيات، لكن دون جدوى فقد تجاوز عدد الوفيات حاجز 100 000 وفاة يوميا مع بداية سنة 2021.

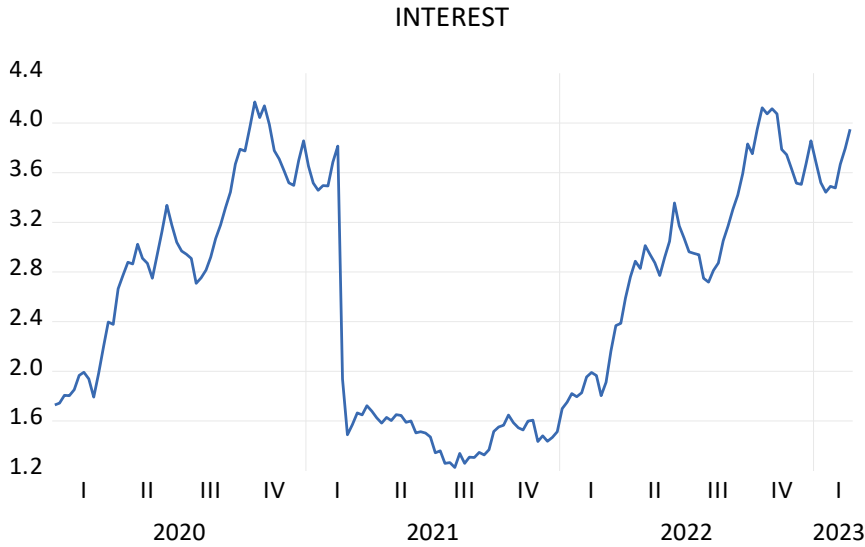
<sup>1</sup> المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات، كيف عصفت جائحة كورونا بأسعار النفط "التداعيات على الدول العربية والاقتصاد العالمي"، سلسلة تقييم حالة، قطر، 2020-04-29، ص 2.

ثم تراجع نسبة الوفيات نسبيا لتشهد تذبذبا ملحوظا غير أنه يبقى في مستويات مرتفعة بالرغم من ظهور اللقاح وبداية استعماله على المصابين ولكن مع بداية الحقن بالجرعة الثانية والثالثة من اللقاح فقد شهدت سنة 2022 تراجعا ملحوظا في عدد الوفيات إلى ما دون 20 ألف حالة وفاة يوميا.

الفرع الخامس: دراسة وصفية لبيانات سلسلة أسعار الفائدة الأمريكية (INTEREST)

نرمز للسلسلة الأسبوعية لأسعار الفائدة الأمريكية التي تُعتبر متغيرا ضابطا ضمن متغيرات دراستنا بالرمز (INTEREST) وتتكون هذه السلسلة من 152 مشاهدة ممتدة من يوم 1 جانفي 2020 إلى غاية 31 ديسمبر 2022، حيث سجلت أسعار الفائدة على العوائد الخاصة بالخزينة الأمريكية ارتفاعا ملحوظا تجاوز 4% في نهاية الثلاثي الثالث وبداية الثلاثي الرابع لسنة 2020، ولكن ومع نهاية السنة وبداية سنة 2021 تم تخفيض معدلات الفائدة لتصل لمستويات متدنية جدا بلغت 1.2% في نهاية الثلاثي الثالث لسنة 2021، ثم تعاود الارتفاع ثانية لغاية نهاية مرحلة الدراسة، والشكل الموالي يمثل بيانات سلسلة  $INTEREST_t$ .

الشكل رقم (06-02): منحنى أسعار الفائدة (INTEREST<sub>t</sub>)



المصدر: مخرجات EViews 12

بالنظر إلى منحنى أسعار الفائدة يمكن القول بأنه ينقسم إلى ثلاث أجزاء رئيسية وهذا يتناسق مع الوضعية الوبائية، فالمرحلة الأولى شهدت ارتفاعا كبيرا لمعدل الوفيات هذا الأمر أدى إلى إعلان حالة الحجر الصحي الكلي، وبالتالي التوقف الكلي للعجلة الاقتصادية وحركة لاستثمار مما دفع بالحكومة إلى رفع معدلات الفائدة وهذا لسبب وجيه وهو رفع العوائد بالنسبة للمودعين حتى يتسنى للحكومة التشجيع على نجاح الحجر والغلق الكلي وهذا خلا سنة 2020، ومع مرور الثلاثي الأول لسنة 2021 ورفع الحجر نلاحظ انخفاضا كبيرا في معدلات الفائدة وهذا راجع إلى سياسة التحفيز على الاستثمار وإعادة الحيوية للأنشطة الاقتصادية المختلفة، وبدخول الثلاثي الثاني لسنة 2022 نرى العودة التدريجية لارتفاع معدلات الفائدة وهذا قد يكون بسبب محاولة البنوك لتغطية خسائرها خلال سنتي 2020 و 2021.

## المطلب الثاني: تقدير النموذج

حتى تتمكن من تحليل نتائج النموذج فإنه لا بد من إجراء جملة من الاختبارات لدراسة جدوى النتائج للتحليل الاقتصادي وكذا إمكانية إطلاق أحكام اقتصادية صالحة وفيما يأتي هذه الاختبارات التشخيصية.

### الفرع الأول: اختبار السببية

تعتبر مقارنة غرانجر (Granger 1969) الطريقة الأكثر شيوعاً لاختبار السببية بين أي متغيرين، والتي تعتمد على تقدير نموذج متجهات الانحدار الذاتي (Vector Autoregressive model) المعروف باختصاراً بـ: VAR، والذي لا يمكننا إجراؤه بدون اختبار استقرارية السلاسل الزمنية من خلال اختبار جذر الوحدة، وفيما يلي اختبار استقرار السلاسل الزمنية.

### 1. دراسة استقرارية السلاسل الزمنية

يصعب تحديد طبيعة السلسلة الزمنية (مستقرة أو غير مستقرة) بالرسم البياني، لذلك نستخدم مقاييس إحصائية لاختبار وجود أو عدم وجود اتجاه في السلسلة، ويهدف هذا الاختبار إلى فحص خصائص السلاسل الزمنية لكل متغير من متغيرات الدراسة، والتأكد من عدم وجود انحدار زائف لهذه السلاسل، تفادياً لإعطاء علاقة ذات نتائج غير حقيقية بين المتغيرات، وكذا تحديد رتبة كل متغير على حدة، من خلال استخدام اختبارات جذر الوحدة (unit root tests)، المتمثلة في اختباري ديكي فولر المطور ADF لاختبار فرضية عدم القائلة بوجود جذر الوحدة<sup>1</sup>، فقد أكدت أدبيات الاقتصاد القياسي على ضرورة استخدام اختبار جذر الوحدة الذي تعاني منه غالبية السلاسل الزمنية<sup>2</sup>، وسيتم اختبار استقرار السلاسل الزمنية عند هذا المستوى من البحث لمعرفة مدى استقرار المتغيرات، بمعنى التأكد من استقرار السلاسل الزمنية عند المستوى أو عند حساب الفروق الأولى<sup>3</sup>، ومن ثم تحديد رتب تكاملها من أجل تحديد أسلوب التقدير الأنسب من بين أساليب التقدير المختلفة. ومن المتعارف عليه عند إجراء الفرق الأول للسلسلة الزمنية حذف الاتجاه العام والحد الثابت ومنه تم استخراج النتائج الخاصة بالسلاسل Gold، Usdx\_index، BRENT، INTEREST وسلسلة Deaths بدرجة تأخير P.

### الجدول رقم (02-02): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

القرار	في الفرق الأول		في المستوى		
	حد ثابت	لا حد ثابت ولا اتجاه عام	اتجاه عام	حد ثابت	
متكاملة من الدرجة الأولى	-12.56092***	-12.57125***	-2.778915	-2.898741	<b>LGold</b>
متكاملة من الدرجة الأولى	-10.68853***	-10.69984***	-1.366459	-0.590415	<b>LUsdx-Index</b>
متكاملة من الدرجة الأولى	-8.635345***	-6.377832***	-3.666997	-0.969930	<b>LBrent</b>
متكاملة في الدرجة صفر	---	---	-5.074972***	-4.208692***	<b>Ldeaths</b>

<sup>1</sup> سمير شبانة، أحسين عثمان، أثر تقلبات أسعار البترول على معدلات التضخم في الجزائر: دراسة قياسية للفترة (1986-2014)، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة أم البواقي، جوان 2017، ص 546.

<sup>2</sup> Nelson, C., & Plosser, C. Trends and Random Walks in Macroeconomic Time Series: Some Evidence and Implications, *Journal of Money Economics*, 1982, p 145.

<sup>3</sup> Granger, C., & Newbold, P, Spurious Regression in Econometrics. *Journal of Econometrics*, 1974, P 115.

متكاملة من الدرجة الأولى	-9.743829***	-9.736801***	-1.534029	-1.495150	<b>LINTEREST</b>
--------------------------	--------------	--------------	-----------	-----------	------------------

المصدر: من إعداد الباحث وفقا لمخرجات 12 EViews المدرجة في الملاحق رقم 02، 03، 04، 05، 07، 08، 09، 10، 12، 13، 14، 15، 17، 18، 20، 21، 22، 23.

\* معنوية عند مستوى 10% حسب قيم (adj.t-Statistic) الجدولية لـ (Mackinnon: 1996).

\*\* معنوية عند مستوى 5% حسب قيم (adj.t-Statistic) الجدولية لـ (Mackinnon: 1996).

\*\*\* معنوية عند مستوى 1% حسب قيم (adj.t-Statistic) الجدولية لـ (Mackinnon: 1996).

نتائج الجدول (02-02) تبين أن اختبار جذر الوحدة المعتمدة في دراستنا يثبت بأن لوغاريتم معدل الوفيات مستقر في المستوى، وعليه يمكن اعتبار هذا المتغير متكامل من الدرجة الصفر (0)، في حين نفس الاختبار الخاصة بجذر الوحدة المعتمدة في هذه الدراسة يتفق على أن لوغاريتم الذهب ومؤشر الدولار والنفط وكذا لوغاريتم معدلات الفائدة كلها مستقرة عند الفرق الأول، أي يمكن اعتبار هذه المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى (1)، إذن فإن السلاسل غير متكاملة من نفس الدرجة وعليه فإن الباحث سيعتمد في تحديد العلاقات التشابكية بين المتغيرات محل الدراسة على اختبار السببية لـ (Granger 1969) المطور من طرف (Toda & Yamamoto 1995) للأسباب التالية<sup>1</sup>:

✓ كما لاحظنا سالفًا فإن متغيرات الدراسة ليست مستقرة في المستوى وعليه فإنه يتحتم علينا عدم استخدام اختبار السببية لـ (Granger 1969) الذي يفترض بأن جميع المتغيرات مستقرة في المستوى؛

✓ إن متغيرات دراستنا مستقرة عند مستويات مختلفة، أي ليس لها نفس درجة التكامل، وبالتالي لا يمكن استخدام اختبارات التكامل المشترك التقليدية التي استحدثها كل من (Engle & Granger 1987) و (Johansen & Juselius 1990) التي تفترض تكامل جميع المتغيرات الخاصة بالنموذج عند نفس الدرجة.

وبصفة عامة فإنه وإضافة إلى الأسباب سالفه الذكر فإن عدم استقرارية متغيرات دراستنا يجعلنا نقوم باختبار وجود سببية بين كوفيد 19 وبين متغيرات النموذج المتمثلة في كل من الذهب والنفط وكذا مؤشر الدولار الأمريكي باللجوء إلى المنهج المطور لـ (Toda & Yamamoto 1995) الذي يمكن تطبيقه عند وجود متغيرات اقتصادية غير مستقرة بغض النظر عن اختلاف درجة تكاملها أو ما إذا كانت متكاملة فيما بينها.

#### الفرع الثاني: اختبار السببية لـ (Toda & Yamamoto 1995)

يعتبر اختبار Toda & Yamamoto هو الاختبار المطور لعدم سببية Granger والذي لا يمكن أن يكون مفسرا للظواهر الاقتصادية التي تكون ضمن سلاسل زمنية غير مستقرة وغير متكاملة من نفس الدرجة ولذلك جاء هذا الاختبار لحل هذه المعضلة، وهذا الاختبار ليكون مفسرا للظواهر الاقتصادية وللسببية طويلة الأجل يجب أن يمر عبر جملة من الاختبارات هي كالاتي (التوزيع الطبيعي للبواقي، ترتيب

<sup>1</sup> هيفاء غانية، ربي رياض، مرجع سبق ذكره ص 444.

درجات الإبطاء في النموذج، الارتباط الذاتي بين البواقي، واختبار تجانس التباين) وفيما يلي عرض موجز لجميع هذه الاختبارات:

### 1. التوزيع الطبيعي للبواقي

كما أسلفنا سابقا فإن السلاسل الخاصة بمتغيرات دراستنا هي سلاسل زمنية أسبوعية لفترة زمنية تمتد على مدى ثلاث سنوات أي لعينة تشمل 152 مشاهدة وهذا العدد من المشاهدات كفيلا بأن يجعل منها تؤول آليا إلى التوزيع الطبيعي ومن دون الرجوع لإجراء الاختبار الخاص بالتوزيع الطبيعي، وهذا وفق ما يعتمد عليه المتخصصون في الإحصاء والاقتصاد القياسي إذ المعتمد من طرفهم أن العينة الإحصائية إذا بلغت أو تجاوزت 30 مشاهدة فإنها تعتبر موزعة توزيعا طبيعيا، وعليه فإننا سنعتمد ذلك وسننطلق في إجراء باقي الاختبارات الخاصة بدراستنا.

### 2. ترتيب درجة الإبطاء في النموذج

حتى تتمكن من إجراء التقدير من خلال سببية (Toda & Yamamoto 1995) وجب علينا تقدير درجة الإبطاء المثلى من خلال جملة من المعايير، ومن ثم تحديد درجة الإبطاء المثلى والنظر في وجود ارتباط ذاتي بين البواقي من عدمه، فإذا كان هناك ارتباط زدنا في درجة الإبطاء وهكذا لغاية التخلص من الارتباط الذاتي، والجدول الموالي يبين نتائج اختبار معايير تحديد ترتيب الإبطاء باستعمال VAR Lag Order

الجدول رقم (03-02): نتائج اختبار معايير تحديد ترتيب الإبطاء

المعيار الإبطاء	LogL	إحصاء اختبار LR التسلسلي المعدل	FPE خطا التنبؤ النهائي	AIC معيار المعلومات لأكايك	SC معيار المعلومات لشوارتز	HQ معيار المعلومات لهانان كوين
0	366.1437	NA	4.56e-09	-5.015885	-4.912766	-4.973983
1	1333.670	1854.426	9.42e-15*	-18.10653*	-17.48782*	-17.85512*
2	1352.594	34.95631	1.03e-14	-18.02214	-16.88784	-17.56122
3	1376.676	42.81252*	1.04e-14	-18.00939	-16.35949	-17.33897
4	1394.480	30.41520	1.16e-14	-17.90945	-15.74396	-17.02951
5	1412.938	30.25113	1.28e-14	-17.81859	-15.13751	-16.72915
6	1432.467	30.64868	1.40e-14	-17.74259	-14.54592	-16.44365
7	1448.110	23.46552	1.63e-14	-17.61265	-13.90038	-16.10419
8	1462.769	20.96965	1.93e-14	-17.46901	-13.24115	-15.75105

المصدر: من إعداد الباحث وفقا لمخرجات EViews 12 أنظر الملحق رقم 24

\* تشير إلى درجة الإبطاء المثلى المختارة من طرف المعيار المستعمل

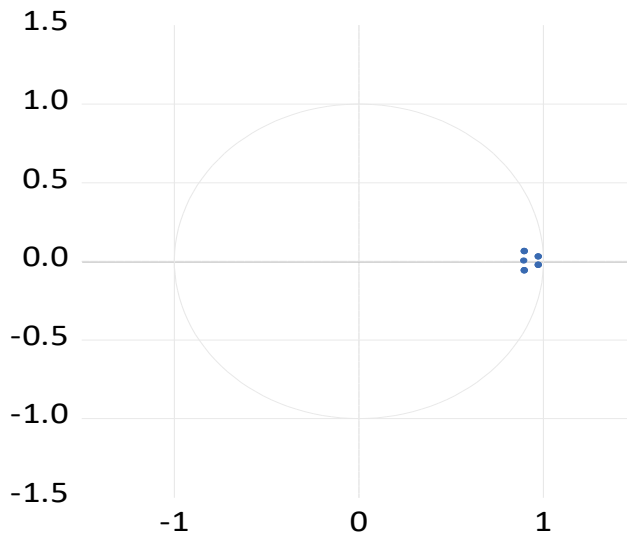
من خلال الجدول (03-02) نلاحظ أن جميع المعايير قد حددت بأن الإبطاء عند الدرجة الأولى ماعدا المعيار LR فقد حدد درجة الإبطاء عند الثالثة.

### 3. الارتباط الذاتي بين البواقي

تعتبر مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي من المشاكل الإحصائية كثيرة التداول في السلاسل الزمنية وللخروج من هذه المشكلة فإننا نقوم بعمليات الإبطاء بدرجة أو بدرجتين أو ثلاث وذلك اعتمادا على جملة من المعايير للحصول على الإبطاء الأمثل كما أسلفنا، وسنقوم الآن بالقيام باختبار وجود الارتباط في حالة إبطاء بدرجة ثم بدرجتين ثم بثلاث درجات، أي  $p=1$  ثم  $p=2$  ثم  $p=3$ ، لغاية التخلص من هذه المشكلة لمواصلة باقي الاختبارات، وبعد الاطلاع على نتائج تقدير النموذج  $var(01)$  المدرجة نتائجه في الملحق (25)، قمنا باختبار جذور كثير الحدود المميزة (Roots of Characteristic Polynomial) والشكل أدناه يوضح أنه لا وجود لجذور خارج دائرة الوحدة.

الشكل رقم (02-07): نتائج اختبار جذور كثير الحدود المميزة

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



المصدر: مخرجات EViews 12

ونظرا لعدم وجود الجذور خارج دائرة الوحدة، فإننا سنتطرق إلى الاختبار الذاتي بين البواقي الخاص بهذا النموذج، والجدول أدناه يوضح النتائج الخاصة بهذا الاختبار.

الجدول رقم (02-04): نتائج اختبار الارتباط الذاتي بين البواقي الخاص بـ  $var(01)$

القيمة الإحصائية	القيمة الحسابية	درجة الإبطاء
0.0016	2.095074	1
0.0049	1.923998	2

المصدر: من إعداد الباحث وفقا لمخرجات EViews 12 أنظر الملحق رقم 28

من خلال نتائج الجدول (02-04) نلاحظ أن القيم الإحصائية مساوية لـ 0.0016 و 0.0049 وهي أقل من 0.05 وهذا يعني رفض الفرضية الصفرية  $H_0$  وقبول الفرضية البديلة  $H_1$  أي أن هناك ارتباط ذاتي بين البواقي، وعليه فإننا سنقوم بزيادة درجة الإبطاء إلى الدرجة الثانية  $P=2$ ، ومن ثم تقدير النموذج  $var(02)$  والنتائج في الملحق (29) وكذلك قمنا باختبار جذور كثير الحدود المميزة وقد كانت النتائج جميعها أقل من

الواحد أي أنه لا توجد أي جذور خارج دائرة الوحدة\*، ولكن وبعد اختبار الارتباط الذاتي لهذا النموذج فإنه قد كان يحتوي على ارتباط ذاتي بين البواقي والجدول أدناه يوضح ذلك.

الجدول رقم (05-02): نتائج اختبار الارتباط الذاتي بين البواقي الخاص بـ  $var(02)$

درجة الإبطاء	القيمة الحسابية	القيمة الإحصائية
1	1.935066	0.0047
2	2.115472	0.0014
3	0.970939	0.5054

المصدر: من إعداد الباحث وفقا لمخرجات EViews 12 أنظر الملحق رقم 32

من خلال نتائج الجدول (05-02) نلاحظ أن القيم الإحصائية مساوية لـ 0.0047 و 0.0014 على التوالي وهي أقل من 0.05، وعلى الرغم من أن القيمة الإحصائية الأخيرة مساوية لـ 0.5054 وهي أكبر من 0.05 إلا أننا نرفض الفرضية الصفرية  $H_0$  وقبول الفرضية البديلة  $H_1$  أي أن هناك ارتباط ذاتي بين البواقي، وعليه فإننا سنقوم بزيادة درجة الإبطاء إلى الدرجة الثالثة  $p=3$ ، ومن ثم تقدير النموذج  $var(03)$  والنتائج في الملحق (32) وكذلك قمنا باختبار جذور كثير الحدود المميزة وقد كانت النتائج جميعها أقل من الواحد أي أنه لا توجد أي جذور خارج دائرة الوحدة\*، ومن ثم قمنا باختبار الارتباط الذاتي للبقايا والجدول أدناه يوضح نتائج الاختبار

الجدول رقم (06-02): نتائج اختبار الارتباط الذاتي بين البواقي الخاص بـ  $var(03)$

درجة الإبطاء	القيمة الحسابية	القيمة الإحصائية
1	1.382163	0.1049
2	1.124726	0.3093
3	1.034236	0.4195
4	0.902235	0.6029

المصدر: من إعداد الباحث وفقا لمخرجات EViews 12 أنظر الملحق رقم 35

من خلال نتائج الجدول (06-02) نلاحظ أن القيم الإحصائية مساوية لـ 0.1049 و 0.3093 و 0.4195 و 0.6029 على الترتيب وهي جميعا أكبر من 0.05 أي أننا نرفض الفرضية البديلة  $H_1$  ونقبل الفرضية الصفرية  $H_0$  أي أنه لا يوجد ارتباط ذاتي بين البواقي، وعليه فإنه بإمكاننا المرور إلى الاختبار الموالي المتمثل في اختبار وايت White لعدم ثبات التباين قبل قبول النموذج للتقدير.

#### 4. اختبار ثبات التباين (Heteroscedasticity)

تعتبر مشكلة عدم ثبات التباين أحد أهم المشاكل التي تعانها السلاسل الزمنية، إذ تعتبر مجموعة المتغيرات العشوائية غير متجانسة التباين إذا كان هناك مجموعة فرعية واحدة على الأقل من أفراد المجتمع تختلف في متغيراتها عن بقية المجموعات الفرعية الأخرى، هذا الاختلاف في تجانس التباين يمكن

\* أنظر الملحق (30).

\* أنظر الملحق (33، 34).

أن يحدد كمياً باستخدام اختبار التباين، وسنعمده في دراستنا اختبار White لعدم ثبات التباين لبواقي نموذج VAR المقدر، والجدول أدناه يبين نتائج تقدير اختبار White لعدم ثبات التباين.

الجدول رقم (07-02): نتائج اختبار white لعدم ثبات التباين لبواقي نموذج VAR المقدر

القيمة الإحصائية	القيمة الحسابية
0.0000	750.0173

المصدر: من إعداد الباحث وفقاً لمخرجات Eviews 12 أنظر الملحق رقم 36

من خلال نتائج الجدول (07-02) نلاحظ أن القيم الإحصائية مساوية لـ 0.0000 وهي أقل من 0.05 أي أننا نرفض الفرضية الصفرية  $H_0$  ونقبل الفرضية البديلة  $H_1$  أي أنه توجد مشكلة عدم تجانس البيانات، وبالتالي فإنه يتعذر علينا استخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (Ordinary Least Squares) أو ما يعرف بـ (OLS)، وسنستخدم طريقة المربعات الصغرى المرجحة.

5. تقدير نموذج VAR باستخدام المربعات الصغرى المرجحة (WLS)

إن طريقة المربعات الصغرى المرجحة (Weighted Least Squares) هي طريقة لتقدير نماذج الانحدار الخطي عندما يكون لمتغيرات الاستجابة تباينات خطأ مختلفة، وفيما يأتي تقدير نموذج VAR الخاص بدراستنا بطريقة WLS، ويمكن الرجوع لجدول التقدير\*، وسنطرح هذه النتائج مفصلة خاصة بالتأثيرات الخاصة بكل متغير على المتغيرات الأخرى من خلال تطبيق اختبار Wald على معاملات على حدا وهذه النتائج التأثير نعرضها متتالية في الجدول أدناه.

الجدول رقم (08-02): نتائج اختبار عدم سببية غرانجر باستخدام نهج Toda and Yamamota

النتيجة	القيمة الإحصائية	القيمة المحسوبة Wald للاختبار	الفرضية الصفرية
عدم وجود سببية للذهب على مؤشر الدولار	0.6891	1.470533	الذهب لا يؤثر على مؤشر الدولار
عدم وجود سببية للبرنت على مؤشر الدولار	0.2305	4.303081	النفط (البرنت) لا يؤثر على مؤشر الدولار
وجود سببية في اتجاه واحد للكوفيد على مؤشر الدولار	0.0038	13.40267	الكوفيد لا يؤثر على مؤشر الدولار
وجود سببية لمؤشر الدولار على الذهب عند 10 %	0.0796	6.771096	مؤشر الدولار لا يؤثر على الذهب
عدم وجود سببية للبرنت على الذهب	0.1305	5.640584	البرنت لا يؤثر على الذهب
وجود سببية في اتجاه واحد للكوفيد على الذهب	0.0001	21.95840	الكوفيد لا يؤثر على الذهب
عدم وجود سببية لمؤشر الدولار على البرنت	0.2762	3.867216	مؤشر الدولار لا يؤثر على البرنت
عدم وجود سببية للذهب على البرنت	0.5132	2.296565	الذهب لا يؤثر على البرنت
وجود سببية في اتجاه واحد للكوفيد على البرنت	0.0001	20.41841	الكوفيد لا يؤثر على البرنت

المصدر: من إعداد الباحث وفقاً لمخرجات EViews 12 المدرج في الملحق رقم 38، 39، 40،

41، 42، 43، 44، 45، 46

\* أنظر الملحق رقم (37).

من خلال نتائج الجدول (08-02) نلاحظ أن الكوفيد 19 له سببية واضحة على جميع متغيرات الدراسة، وهذا يؤكد ما افترضناه من خلال العرض النظري القائل بأن أزمة كوفيد 19 لها تأثير كبير على الاقتصاد العالمي وتحديدًا على متغيرات دراستنا، أي أن كوفيد 19 هو المسبب لتهايو أسعار النفط، والارتفاع الكبير الذي شهدته أسعار الذهب، هذا الارتفاع الذي يمكن تفسيره بالطلب المرتفع على الذهب خلال فترة كوفيد إذ أدى ذلك إلى ارتفاع سعر الأونصة من 60.1494 دولار لغاية تجاوز 2100 دولار، وهذا ما يجعلنا نجزم بأن هذا الارتفاع ناجم عن توجه المستثمرين إلى التحول للاستثمار في الذهب كونه يشكل الحماية والأمن لأصولهم ووقايتهم من الخسائر المتوقعة في الأصول الأخرى، وهذا ما يعزز القول بأن الذهب هو الملاذ الأكثر أمانًا خلال زمن الأزمات المالية والاقتصادية، هذا الأمر ينطبق أيضًا على مؤشر الدولار الذي شهد تذبذبًا خلال فترة الدراسة تأرجحت بين الارتفاع تارة والانخفاض تارة أخرى، في حين البرنت والقطاع النفطي عموماً كان الأكثر تضرراً بفعل كوفيد 19 فبالرغم من الانتعاش الذي شهدته أسعاره خلال سنة 2021 إلا أن أسعاره لم تتجاوز سقف 80 دولاراً للبرميل وهذا راجع لسبب وجيه وهو الامتصاص التدريجي للتلخمة الكبيرة التي عرفها المخزون العالمي خلال فترة الحجر الكلي الذي شهده العالم خلال سنة 2020، ولكن ومع بداية سنة 2022 واندلاع الحرب الروسية الأوكرانية شهدت السوق النفطية ارتفاعاً كبيراً متجاوزة سقف 120 دولاراً للبرميل، مما جعل من المستثمرين يتوجهون للاستثمار ثانية في هذا الملاذ الآمن من جديد، وهكذا الأمر دائماً فدورية الأزمات تجعل من المستثمرين في حركة دورية دائماً بين مختلف الملاذات الآمنة، والشكل الموالي يفسر لنا كيفية انتقال المستثمرين بين هذه الملاذات الآمنة خلال فترة أزمة كوفيد.

الشكل رقم (08-02): منحنيات جميع المتغيرات خلال فترة الدراسة



المصدر: مخرجات EViews 12

من خلال الشكل (02-08) يمكننا أن نلاحظ أنه يمكن تقسيم المنحنيات إلى ثلاثة أقسام:

القسم الأول سنة 2020 مع بداية الأزمة فقد كان المستثمرون يفضلون مؤشر الدولار وذلك لعدم جلاء الرؤية حول مدى امتداد الأزمة وطول مدتها فنلاحظ ارتفاع مؤشر الدولار مع الانخفاض الشديد في أسعار النفط، الناجم عن الحجر الصحي الكلي وبالتالي توقف العجلة الصناعية والتجارية وحركة النقل والسفر، وعليه فقد شهد العالم تراجعاً كبيراً في استهلاك الطاقة وطلبها، مما أدى إلى تخمة المخزون النفطي العالمي، وهذا التهاوي في أسعار النفط. وهنا نجد التوجه إلى مؤشر الدولار الذي يمكن فقط تفسيره بأنه يعد ملاذاً آمناً للنفط وكذا أسعار الذهب.

لكن ومع التصريحات المتتالية لمنظمة الصحة العالمية من جهة وارتفاع معدلات الضحايا اليومية إثر الإصابة بالوباء من جهة أخرى اعتقد الجميع أن فترة الأزمة ستطول وأجزموا بأن التعافي سيكون خلال سنوات، هذا الأمر أدى بالمستثمرين إلى اللجوء إلى الملاذ التاريخي الآمن وهو الذهب فنلاحظ في هذا المرحلة التحول عن مؤشر الدولار واللجوء إلى الذهب مما جعل أسعاره ترتفع ارتفاعاً رهيباً لم يشهده السوق الذهبي من قبل، نتيجة الطلب الكبير عليه.

أما القسم الثاني سنة 2021 ومع بداية الخروج التدريجي من الحجر وبداية العودة إلى مزاولة الأنشطة المختلفة فقد شهدت السوق النفطية انتعاشاً ملحوظاً ورجوعاً للمستثمرين إلى الاستثمار فيه هذا الأمر كان من شأنه التقليل من الطلب عن المعدن النفيس مما أدى إلى التراجع الطفيف في أسعاره كما هو واضح في المنحنى، ليبقى مؤشر الدولار على حاله.

وبالنسبة للقسم الثالث سنة 2022 فقد تسارعت الأحداث فعلى الرغم من أن العالم مازال لم يتعاف بعد من مخلفات كورونا حتى اندلعت الحرب الأوكرانية الروسية لتزيد الطين بلة ولتدخل العالم في حرب طاقوية مريعة مما جعل من أسعار النفط تعرف التهاباً كبيراً في الأسعار كما أن أسعار المعدن الأصفر ارتفعت بالموازاة هذه المرة، وهذا من خلال تلويح روسيا بأنها لن تتعامل بالدولار لبيع النفط والغاز مما جعل من النفط والذهب يرتفعان جداً مقابل مؤشر الدولار الذي شهد في هذه الفترة تراجعاً كبيراً.

لكن بحلول نهاية السنة وتحديداً الثلاثي الأخير من السنة وإقرار مجلس الأمن لحزمة عقوبات دولية على روسيا فقد تراجعت أسعار النفط والذهب مما تترك المجال لمؤشر الدولار بالارتفاع كونه الملاذ الآمن لرؤوس الأموال في هذه الفترة.

## خلاصة الفصل

لقد تطرقنا في هذا الفصل إلى كل المعلومات حول مجتمع الدراسة، والمصادر التي تم من خلالها جمع البيانات الإحصائية، ومن ثم تم تقديم عرضاً للنموذج القياسي المعتمد في التقدير كمبحث أول، أما في المبحث الثاني فقد قدمنا عرضاً وصفيًا سريعاً لسلاسل الدراسة، ثم عرض لتقدير النموذج وعرض النتائج من خلال Eviews12، والتي نوجز أهمها فيما يلي:

- لقد أثر الكوفيد على متغيرات الدراسة بشكل واضح وجلي، إذا كان متسبباً في ارتفاع أسعار الذهب بشكل كبير جداً؛
- أثر الكوفيد على أسعار النفط حتى وصلت إلى أسعار منخفضة جداً بسبب الحجر الكلي المطبق في تلك الفترة، وتراكم المخزونات العالمية، الأمر الذي جعل المعروض النفطي يصل حد التخمة؛
- كما أثر أيضاً على مؤشر الدولار في البداية ارتفاعاً كونه أحد الملاذات الأمانة، ولكن مع استمرار الحجر الكلي تراجع مؤشر الدولار بسبب الحجر الصحي واقتراب التبادلات التجارية الدولية وكذا الحياة الاقتصادية عموماً إلى الانعدام، تاركا الساحة للذهب كملاذ أكثر أمناً كونه استمر في الارتفاع جراء الزيادة الرهيبة على طلبه؛
- النتائج القياسية لم تؤكد وجود علاقة بين مؤشر الدولار والذهب، ولكن السلوك الذي ينتهجه المستثمرون حال انخفاض مؤشر الدولار بتوجههم إلى الذهب هذا من شأنه أن يعتبر علاقة عكسية بينهما وهو ما تم ملاحظته من خلال الشكل (02-08)؛
- كما يمكن اعتبار العلاقة عكسية أيضاً بين الذهب والنفط كون الأخير بمجرد انخفاضه ارتفعت أسعار الذهب في البورصات العالمية مما يؤكد أن أحدهما يعد ملاذاً آمناً للآخر.

# خاتمة



لقد شهد القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين أزمات مختلفة، كان لها بالغ الأثر على الأسواق المالية الدولية، حيث أوردت دراسة للبنك الدولي أنه لا يكاد يخلو عقد من حدوث أزمة مالية ولكن متفاوت الآثار والتبعات والعمق من أزمة إلى أخرى غير أن هذه الأزمات وبالرغم من نتائجها المدمرة في كثير من الأحيان إلا أنها جعلت من المستثمرين في عديد القطاعات الاقتصادية ذو خبرة عالية وحساسية شديدة تجاه هذه الأزمات مكنتهم في غالب الأحيان من اتخاذ قرارات بالتحول إلى التحوط واختيار الملاذ الآمن المناسب قبل وقوعهم في الخسائر جراء وقوع الأزمات.

ومن بين هذه الأزمات التي عرفها العالم نجد الأزمة العالمية كوفيد 19، وبالرغم من كونها أزمة صحية إلا أن آثارها وتبعاتها عصفت بالقطاع الاقتصادي الحقيقي، كما نجد أن الذعر والهلع الكبيرين الناجمين عن ارتفاع عدد الوفيات اليومي بشكل رهيب، وكذا الحجر الصحي العام الذي شهده العالم للحد من عدد الإصابات والوفيات، أديا لحدوث أضرار كبيرة في الأسواق المالية العالمية، هذا الذعر المنتشر جعل من المستثمرين وأصحاب رؤوس الأموال يلجؤون للبحث عن أصول مالية تجنبهم التعرض للخسائر أو تقلل من المخاطر على محافظهم المالية جراء هذه الأزمة، غير أنه لا يتسنى لهم هذا إلا باللجوء إلى أحد الملاذات الآمنة والمتمثلة أساسا في الذهب والنفط والدولار الأمريكي، وقد أفردنا في دراستنا حيزا لتاريخ أهم الأزمات التي شهدها العالم، وكذلك التعريف بالملاذات الآمنة محل الدراسة والأهمية الاقتصادية التي جعلت منهم ملاذات آمنة، وبعد العرضين النظري والتطبيقي خلصت الدراسة إلى جملة من النتائج يمكن تلخيصها فيما يلي:

#### النتائج النظرية

- ✓ إن الأزمات هي عبارة عن اضطرابات مفاجئة تطرأ على التوازنات الاقتصادية في قطر ما أو في عدة أقطار معا وفي آن واحد؛
- ✓ إن الأزمات وبحسب جملة من المعايير تنقسم إلى عدة أقسام: فوفقاً لأثرها هناك المادية أو معنوية، ووفقاً لدرجة شدتها هناك الخفيفة أو العنيفة، ووفقاً لمدى تكرارها هناك المتكررة والوحيدة، ووفقاً لشمولها فهناك الجزئية أو عامة، كما أنه توجد أنواع للأزمات وفقاً للمدى الزمني لظهورها وتأثيرها فهناك الأزمة الانفجارية السريعة أو البطيئة الطويلة، وهناك أيضا أزمات وفقاً للنطاق الجغرافي والعلاقة مع العالم الخارجي، وتوجد أنواع للأزمات وفقاً لموضوعها إما أزمات صحية أو أزمات اقتصادية؛
- ✓ إن من أهم مميزات النظام الرأسمالي دورية الأزمات، التي اعتبرت من أهم أسباب التطورات المطردة لهذا النظام؛
- ✓ إن أزمة كورونا وعلى الرغم من كونها أزمة صحية بالدرجة الأولى إلا أنها أثرت وبشكل رهيب على الاقتصاد الحقيقي وجعلته يتعرض لانكماش حاد لم يسبق له مثيل منذ عقود، كما أنها أثرت تأثيرا بليغا في الأسواق المالية مما دفع بالمستثمرين للانتقال بين الملاذات الآمنة محل الدراسة حفاظا على رؤوس أموالهم وبحثا على التقليل من مخاطر الخسائر المحتملة؛

✓ الملاذات الآمنة هي تلك الأصول أو المعادن الثمينة أو العملات التي لا تفقد قيمتها، بل قد ترتفع زمن هزات وأزمات الأسواق الدولية بالتالي يلجأ المستثمرون لها لتجنب الخسائر في محافظهم المالية أو التقليل من أثارها؛

✓ إن الأهمية النسبية للذهب وكذا عمقه التاريخي جعلنا منه ملاذاً آمناً بامتياز؛

✓ الدولار الأمريكي وتاريخه المرتبط بالذهب أولاً، ثم بنود اتفاقية بروتون وودز ثانياً، وأخيراً كونه العملة الرسمية للموارد الاستراتيجية في العالم هذه الأسباب مجتمعة جعلت منه ملاذاً آمناً؛

✓ إن الأهمية الاقتصادية التي يلعبها النفط الخام وجميع مشتقاته في كل القطاعات الاقتصادية بدون استثناء سواء زمن السلم أو الحرب جعلت منه ملاذاً آمناً.

### النتائج التطبيقية

• خلفت أزمة الكوفيد19 أثراً واضحاً وجلياً على متغيرات الدراسة، إذ كانت سبباً رئيسياً في ارتفاع أسعار الذهب بشكل كبير جداً؛

• أثرت أزمة الكوفيد19 أيضاً على أسعار النفط بالانخفاض حيث شهدت انخفاضاً شديداً بسبب الحجر الكلي المطبق في تلك الفترة، وتراكم المخزونات العالمية، الأمر الذي جعل المخزون النفطي يصل حد التخمة أي أن المعروض كبير جداً مقارنة بالطلب؛

• أثرت أزمة الكوفيد19 على مؤشر الدولار في البداية بالارتفاع كونه أحد الملاذات الآمنة، لكن مع استمرار الحجر الكلي وتوقف التبادل التجاري الدولي هذا أدى إلى تراجع سعر صرف الدولار المعبر عنه بمؤشر الدولار لكونه أبرز أدوات المدفوعات الدولية، هذا التراجع ترك الساحة للذهب كملاذ أكثر آمناً كونه استمر في الارتفاع جراء الزيادة الرهيبة على طلبه؛

• النتائج القياسية لسببية تودا تؤكد وجود علاقة سببية بين سعر صرف الدولار المعبر عنه بمؤشر الدولار والذهب، وهذا جراء السلوك الذي ينتهجه المستثمرون حال انخفاض مؤشر الدولار بتوجههم إلى الذهب هذا ما من شأنه أن يعتبر علاقة عكسية بينهما؛

• النتائج القياسية لم تؤكد وجود علاقة سببية بين سعر صرف الدولار الأمريكي المعبر عنه بمؤشر الدولار والنفط، ولكن سلوك المستثمرين المنتهج عند تهاوي أسعار النفط بالتوجه إلى الاستثمار في مؤشر الدولار أدى إلى ارتفاع أسعاره كونه ملاذاً آمناً، يؤكد على عكسية العلاقة بينهما؛

• كما يمكن اعتبار العلاقة عكسية أيضاً بين الذهب والنفط كون الأخير بمجرد انخفاضه ارتفعت أسعار الذهب في البورصات العالمية، نتيجة الاقبال الرهيب على طلبه مما يؤكد أنه ملاذاً آمناً؛

• إن الارتفاع الذي شهده كلا من الذهب والنفط في آخر فترة الدراسة له سبب وجيه وهو التلويح الروسي بعدم بيع النفط والغاز الروسيين بالدولار الأمريكي، وبالتالي فهذه الأخبار جعلت من المستثمرين يتوجهون للذهب كونه الملاذ الآمن إذا اعتمدت روسيا عدم بيع نفطها

وغازها بالدولار واعتمدها على الروبل أو الذهب كعملة مقابل النفط والغاز الروسيين، غير أن هذا الاستثناء لا ينفي ما قلناه سابقا بعكسية العلاقة بينهما أي الذهب والنفط.

وبالعودة إلى اختبار فرضيات الدراسة فإننا نجد ما يلي:

**الفرضية الأولى:** متحققة تماما، كون الدراسة القياسية أثبتت بأن كوفيد 19 تسبب في انهيار أسعار النفط كما تسبب في الارتفاع غير المسبوق لأسعار الذهب وكذا سعر صرف الدولار الأمريكي المعبر عنه بمؤشر الدولار، وهذا ما يثبت الفرضية الأولى القائلة بأن الأزمة هي اضطراب يطرأ على المتغيرات الاقتصادية؛ الفرضية الثانية: متحققة أيضا فمن خلال نتائج الدراسة القياسية وعلى مدار فترة الدراسة وجدنا بأن الذهب لم يفقد قيمته خلال الأزمة منذ بدايتها بل وارتفع بشكل قياسي جراء الطلب الكبير عليه، وهو ما يثبت الفرضية الثانية القائلة بأن الملاذ الآمن هو ذلك الأصل أو العملة أو المعدن الثمين ذو الجودة العالية التي يسعى المستثمرون للحصول عليها في أوقات الأزمات؛

**الفرضية الثالثة:** على الرغم من أن فرضيتنا تقول بوجود علاقة قوية ومتبادلة بين سعر صرف الدولار الأمريكي المعبر عنه بمؤشر الدولار وكل من النفط والذهب في الأسواق العالمية، غير أن دراستنا التجريبية لم تثبت وجود هذه العلاقة سوى بين مؤشر الدولار والذهب وهذا عند مستوى 10%، ويمكن إرجاع ذلك لسبب وجيه وهو التأثير الكبير والمدمر للكوفيد 19 على الأسواق المالية، فلحد كتابة هذه الأسطر مازلت تبعات وآثار كوفيد مستمرة على اقتصاديات العالم وكذا الأسواق المالية؛

**الفرضية الرابعة:** من خلال نتائجنا التجريبية وجدنا بأنه في فترات تراجع أسعار أحد المتغيرات فإن سعر الآخر يكون مرتفعا وهذا لسبب وجيه وهو الطلب المرتفع عليه لكونه ملاذا آمنا، كما حدث حين تهاوت أسعار النفط خلال بداية الفترة فكان أولا سعر صرف الدولار المعبر عنه في دراستنا القياسية بمؤشر الدولار مرتفعا بالرغم من تراجع المدفوعات الدولية وهذا لكونه هو الملاذ الآمن في تلك الفترة، ومن ثم ومع طول الفترة تحول المستثمرون إلى الذهب وهو ما يفسر الارتفاع الرهيب في أسعاره نتيجة التهاوت المستمر للمستثمرين على طلبه، وهو ما يؤكد تحقق الفرضية القائلة بأنه يتم التفاعل بين الذهب والنفط والدولار في الأسواق العالمية من خلال علاقة عكسية أي بالتوجه إلى أحدهم عند تراجع سعر الآخر؛

**الفرضية الخامسة:** متحققة بشكل تام لأن أسعار النفط انهارت بشكل كبير، كما أن سعر صرف الدولار الأمريكي وعلى الرغم من ارتفاعه في بداية الفترة فإنه تراجع لاحقا مع استمرار ارتفاع وفيات كوفيد، وهذا ما يثبت التأثير السلبي لأزمة كوفيد عليهما، في حين ارتفعت أسعار الذهب ارتفاعا قياسيا جراء الطلب الكبير عليه من قبل المستثمرين كونه الملاذ الأكثر أمنا خلال الأزمة، وهذا ما يثبت ما ورد في الفرضية بأن كوفيد 19 أثر إيجابا على أسعار الذهب.

**التوصيات:**

وبعد استعراض نتائج هذه الدراسة نخلص إلى التوصيات التالية:

- لقد بات من الضروري البحث عن تعاملات في الأسواق المالية أقل خطرا على غرار التعاملات المالية الإسلامية، خاصة وأن المعروف على النظام الرأسمالي الشكل الدوري للأزمات المالية،

وهذا بغض النظر عن الأزمات المستوردة من مجالات أخرى كما حدث في الأزمة الراهنة وما نتج عنها من آثار اقتصادية مدمرة؛

- لقد بات من الضروري إعادة الاعتبار لاقتراح اللورد كينز خلال بروتون وودز، كونه يمثل نموذجا اقتصاديا أكثر فعالية خاصة في ظل الأزمات المتلاحقة؛
- يعتبر النظام المالي الإسلامي أحد البدائل المالية للنظام الحالي لما ثبت عنه تجريبيا من تدني في مستوى المخاطر، وضمان أكبر في العوائد.

#### آفاق الدراسة:

وأخيرا وبعد التطرق بالبحث في الجوانب المختلفة لهذا الموضوع، كانت لنا بعض النقاط التي يمكن أن تكون كأفاق لرؤى وأبحاث مستقبلية نوجزها فيما يلي:

- لقد ظهرت في العالم الحديث عملات إلكترونية كالبيتكوين والإيثريوم وغيرها، وهي تختلف كلياً عن العملات المتداولة حالياً، وعلى الرغم من أن التعامل بها ليس متاحاً في شتى دول العالم، ولكن أصبح التوجه لها زمن الأزمات ظاهرة وجب دراستها والبحث في كونها ملاذات آمنة حديثة فهل يمكن أن تحل محل الملاذات الآمنة المعروفة حالياً؟
- إن التوجه العالمي نحو الاقتصاد الأخضر، والتقليل من الاستهلاك للنفط والمصادر الطاقوية التقليدية قد يهز من المكانة الاقتصادية للنفط فهل لهذا التوجه نحو الطاقات البديلة أثر على مكانة النفط كملاذ آمن؟
- بعد الأزمة الأوكرانية الروسية وتداول الأخبار بأن الرئيس بوتين سوف يعتمد الروبل الروسي لبيع النفط والغاز الروسيين، فهل يكون لهذا أثر على الدولار الأمريكي كونه أحد الملاذات الآمنة؟

# قائمة المراجع



## المراجع باللغة العربية

## أولا: الكتب

1. إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
2. أحمد غنيم، الأزمات المصرفية والمالية، دار الكتاب الحديث، الكويت، 2005.
3. بسام الحجار، العلاقات الاقتصادية الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 2003.
4. جان دنيزت، الدولارات تاريخ النظام النقدي الدولي 1945-1988، ترجمة هشام خليل، ط1، دار طلاس للدراسات والترجمة والنشر، دمشق، 1989.
5. جمال خريس، أيمن أبو خضرة، عماد خصاونة، النقود والبنوك، دار الميسرة، عمان، 2002.
6. جميل محمد خالد، أساسيات الاقتصاد الدولي، ط1، الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2014.
7. جيمس ريكاردز، حرب العملات افتعال الازمة العالمية الجديدة، ترجمة أنطوان باسيل، ط1، شركة المطبوعات للتوزيع والنشر، بيروت، 2014.
8. ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
9. مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي ناثر، أسس العلاقات الاقتصادية الدولية، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2006.
10. محمد نصر مهنا، إدارة الأزمات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004.
11. محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، الأزمات المالية قديمها وحديثها أسبابها ونتائجها والدروس المستفادة، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
12. محمود يونس، اقتصاديات دولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
13. محمود خلف جاد الله، إدارة الأزمات، ط1، دار أسامة، الأردن، 2008.
14. مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ج2، ط3، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
15. محسن أحمد الخضير، إدارة الأزمات منهج اقتصادي إداري لحل الأزمات على مستوى الاقتصاد القومي والوحدة الاقتصادية، ط2، مكتبة مدبولي، القاهرة، 1990.
16. رشاد العصار، رياض الحلبي، النقود والبنوك، دار صفاء، عمان، 2000.
17. زكريا سلامة عيسى شنتاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية "من منظور الاقتصاد الإسلامي"، ط1، دار النفائس، الأردن، 2009.
18. سامر بطرس جلدة، النقود والبنوك، ط1، دار البداية ناشرون وموزعون، المملكة الأردنية، 2009.

19. سامي محمد هشام حريز، المهارة في إدارة الأزمات وحل المشكلات الأسس النظرية والتطبيقية، ط1، دار البداية، عمان، 2007.
20. سليم مجلخ، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية لسنة 2008 وأثارها على الدول النامية دراسة حالة الجزائر، ط1، دار الكتاب الجامعي، الإمارات العربية المتحدة، الجمهورية اللبنانية، 2016.
21. صبيحي تادرس قريصة، مدحت محمد العقاد، النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 1983.
22. ضياء مجيد، النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008.
23. عبد الغني بن محمد، الأزمة المالية العالمية 2008 أسبابها وأثارها وما نستخلصه منها...وقفات شرعية مع الأزمة المالية، دار البحار، الأردن، 2008.
24. عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
25. عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، أبو ظبي، 2002.
26. يوسف أبو فارة، إدارة الأزمات مدخل متكامل، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009.

#### ثانياً: المذكرات والاطروحات

27. رواج عبد الرحمان، أثر الأزمة المالية العالمية على حركة التجارة الخارجية للتكتل الاقتصادي الأوروبي دراسة قياسية للفترة (2000-2014)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2017-2018.
28. موري سمية، أثر تقلبات أسعار النفط على التنمية الاقتصادية في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2014/2015.
29. ودان بو عبد الله، آليات المؤسسات النقدية في التوفي ومواجهة الأزمات المالية الدولية دراسة حالة الأزمة المالية العالمية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2014-2015.
30. بوصبيح صالح رحيمة، التكتلات الاقتصادية في ميزان الأزمة العالمية دراسة في العلاقات السببية بين انتشار الأزمات والتكتل الاقتصادي دراسة حالة اليونان ضمن التكتل الأوروبي، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2010-2011.
31. بيرش أحمد، أثر الإيرادات النفطية على سياسة الإنفاق العام في الجزائر خلال الفترة 2000/2012، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، 2014/2015.
32. دخلي عبد الرحمان، أثر تذبذبات أسعار النفط على بعض متغيرات الاقتصاد الكلي في الجزائر 1986/2014، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة المدية، 2014/2015.

33. علي العمري، تأثير تطورات أسعار النفط الخام على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر 1970-2006، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، 2007-2008.
34. قويدري قوشيح بوجمعة، انعكاسات تقلبات أسعار البترول على التوازنات الاقتصادية الكلية في الجزائر، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2008/2009.
35. مأمون أحمد سليم دقاسمة، إدارة الأزمات دراسة ميدانية لمدى توافر عناصر نظام إدارة الأزمات والمعوقات من وجهة نظر أصحاب الوظائف الإشرافية في أمانة عمان الكبرى، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن، 1998.

### ثالثا: مقالات ومجلات

36. أمينة مخلفي، محاضرات حول مدخل إلى الاقتصاد البترولي ج1، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2013/2014.
37. رقية سهلي، راتول محمد، تقلبات سعر صرف الدولار أمام الأورو وانعكاساتها على تطورات سوق البترول العالمية، مجلة رؤى، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، العدد 11، ديسمبر 2016.
38. سمير شبانة، أحسين عثمان، أثر تقلبات أسعار البترول على معدلات التضخم في الجزائر: دراسة قياسية للفترة (1986-2014)، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة أم البواقي، جوان 2017.
39. شفيق عريش، عثمان نقار، رولى شفيق إسماعيل، اختبارات السببية والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 33، العدد 5، 2011.
40. صالح مفتاح، محاضرات في المالية الدولية، غير منشورة، جامعة بسكرة، 2005/2006.
41. عبد الرحمان تومي، قراءة في الأزمة المالية العالمية الراهنة، مجلة دراسات اقتصادية، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر، العدد 13، سبتمبر 2009.
42. عبد الكريم دبار، بوصبيع صالح رحيمة، أثر تقلبات أسعار النفط على الميزان التجاري الجزائري 1990-2020، مجلة التنمية الاقتصادية، جامعة الوادي، المجلد 06، العدد 02.
43. عبد المجيد قدي، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، العدد 46، ربيع 2009.
44. عمر خضيرات، عبد السلام نجدات، الأزمات المالية العالمية (الأثار والمسببات)، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، الجامعة المستنصرية، العراق، العدد 27، 2010.
45. قحطان شمران حسن، الرأسمالية تبدد مواردها (الأزمة المالية العالمية 2007-2008 أنموذجا)، مجلة الإدارة والاقتصاد، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، العدد 92، 2012.
46. محمد صالح سلمان، تحليل العلاقة السببية الطويلة والقصيرة الأجل بين سعر النفط الخام العالمي وسعر الذهب وسعر صرف الدولار، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد، المجلد 20، العدد 75، 2014.

47. محمد علي إبراهيم العامري، حنان غانم فخور البدوي، الأزمة المالية الأشكال- المؤشرات- النماذج- والعدوى المالية دراسة نظرية- تحليلية للأزمة الآسيوية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارة، جامعة بغداد، المجلد 15، العدد 56، 2009.
48. محمد يونس الصائغ، شيماء عبد الستار جبر الليلة، الأزمات المالية العالمية "أسبابها وسبل تجنبها"، مجلة الرافدين للحقوق، كلية الحقوق جامعة الموصل، المجلد 15، العدد 52، 2012.
49. مريم شطيبي محمود، انعكاسات انخفاض أسعار النفط على الاقتصاد الجزائري، ندوة بعنوان: أزمة أسواق الطاقة وتداعياتها على الاقتصاد الجزائري قراءة في التطورات في أسواق الطاقة، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية قسنطينة، 14 ماي 2015.
50. معمر بونوار، التداعيات الاقتصادية للجائحة كوفيد 19، مجلة التمكين الاجتماعي، المجلد 02، العدد 02، جوان 2020.
51. معن وعد لله المعاضيدي، حسن صبحي حسن العباس، تفسيرات سلوك القطيع وأثرها في حركية الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، المجلد 31، العدد 94، 2009.
52. موري سمية، لخديجي عبد الحميد، تغيرات سعر النفط وسعر الصرف في الجزائر مقارنة تحليلية وقياسية، مجلة البحوث الاقتصادية العربية، العدد 71، سنة 2015.
53. ناجي التوني، الأزمات المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 29، مايو 2004.
54. هيفاء غانية، ريمي رياض، الإنفاق العسكري والنمو الاقتصادي في الجزائر: دراسة تجريبية للفترة 1973-2016، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 13، العدد 02، 2019.
55. يوسف مسعداوي، الأزمات المالية العالمية الأسباب والنتائج المستخلصة منها، مجلة المستقبل العربي، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، العدد 365، تموز/يوليو 2009.

#### رابعاً: الملتقيات والندوات والأيام الدراسية:

56. المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات، كيف عصفت جائحة كورونا بأسعار النفط، 29-2020-04.
57. آية زيان، محمد إيفي، تحليل وتشخيص الأزمة المالية العالمية الراهنة من منظور الاقتصاد الإسلامي (محاولة لاستنباط الدروس واستخراج الحلول)، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية " النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً" ، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 2009.
58. بن حدو آمنة، حيمور مصطفى، أثر تقلبات أسعار النفط على الأداء الاقتصادي الجزائري، ملتقى دولي حول: ما بعد البترول، التبادلات التجارية والاختيارات الاقتصادية للدول الأورومتوسطية، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، 24/25 أفريل 2018.

59. كمال العقريب، بلحمدي سيد علي، أهم الأزمات المالية الناتجة عن أنشطة الأسواق المالية التقليدية وخيار الأسواق المالية الإسلامية كبديل، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي بخميس مليانة، الجزائر، يومي 5-6 ماي 2009.

60. توفيق جوادي، الأزمة المالية العالمية من منظور محاسبي، اليوم الدراسي حول: الأزمة العالمية الراهنة... مفهومها، أسبابها وانعكاساتها، المركز الجامعي بالوادي، 3 فيفري 2009.

61. عبير شابي، الأزمة العالمية الجديدة وأزمة الرهن العقاري، اليوم الدراسي حول: الأزمة العالمية الراهنة... مفهومها، أسبابها وانعكاساتها، المركز الجامعي بالوادي، 3 فيفري 2009.

62. نور الدين جوادي، مقارنة نظرية حول أزمة قروض الرهن العقاري الأمريكية، اليوم الدراسي حول: الأزمة العالمية الراهنة... مفهومها، أسبابها وانعكاساتها، المركز الجامعي بالوادي، 3 فيفري 2009.

#### خامساً: المواقع الالكترونية

63. ويكيبيديا الموسوعة الحرة، تعريف الأزمة الصحية، يوم 04-06-2023 الساعة 10:20

64. [https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A3%D8%B2%D9%85%D8%A9\\_%D8%B5%D8%AD%D9%8A%D8%A9](https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A3%D8%B2%D9%85%D8%A9_%D8%B5%D8%AD%D9%8A%D8%A9)

65. العربي الجديد، الذهب ملجأ المستثمرين في عالم قلق... كيف يتفاعل مع كورونا؟، 04-11-2022، 22:00،

<https://www.alaraby.co.uk/%D8%A7%D9%84%D8%B0%D9%87%D8%A8-%D9%85%D9%84%D8%AC%D8%A3-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B3%D8%AA%D8%AB%D9%85%D8%B1%D9%8A%D9%86-%D8%A8%D8%B9%D8%A7%D9%84%D9%85-%D9%82%D9%84%D9%90%D9%82-%D9%83%D9%8A%D9%81-%D9%8A%D8%AA%D9%81%D8%A7%D8%B9%D9%84-%D9%85%D8%B9-%D9%83%D9%88%D8%B1%D9%88%D9%86%D8%A7%D8%9F>

66. محمد إبراهيم السقا، عالم لا يتعلم من أزماته.. ما زلت أنتظر انفجار فقاعة أسعار الذهب، 15-10-2022، 22:00،

<https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/786996>

67. صندوق النقد الدولي، 13 سبتمبر 2022، 23:55،

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

68. موقع أرقام، مفارقة تريفن...تكلفة السيطرة على عملة الاحتياط العالمية ونبوءة انهيار برايتون وودز، يوم 12 ديسمبر 2022، الساعة 00:20.

<https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/1306826>

69. الموقع: <https://slideplayer.com/slide/12348191>، الساعة 10:55 يوم 15 سبتمبر 2022.

70. Andreas Breitenfellner, Jesus Crespo Cuaresma, Crude Oil Prices and the USD/EUR Exchange Rates, **ResearchGate**,

[https://www.researchgate.net/publication/46558864\\_Crude\\_oil\\_prices\\_and\\_the\\_US\\_DEUR\\_exchange\\_rate](https://www.researchgate.net/publication/46558864_Crude_oil_prices_and_the_US_DEUR_exchange_rate).

71. موسوعة ويكيبيديا، خام برنت، يوم 23-12-2022، 22:00،

[https://ar.m.wikipedia.org/wiki/%D8%AE%D8%A7%D9%85\\_%D8%A8%D8%B1%D9%86%D8%AA](https://ar.m.wikipedia.org/wiki/%D8%AE%D8%A7%D9%85_%D8%A8%D8%B1%D9%86%D8%AA)

72. موسوعة ويكيبيديا، أونصة وحدة قياس للكتلة، يوم 2022-12-23، 22:30،

<https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A3%D9%88%D9%86%D8%B5%D8%A9>.

### المراجع باللغة الأجنبية:

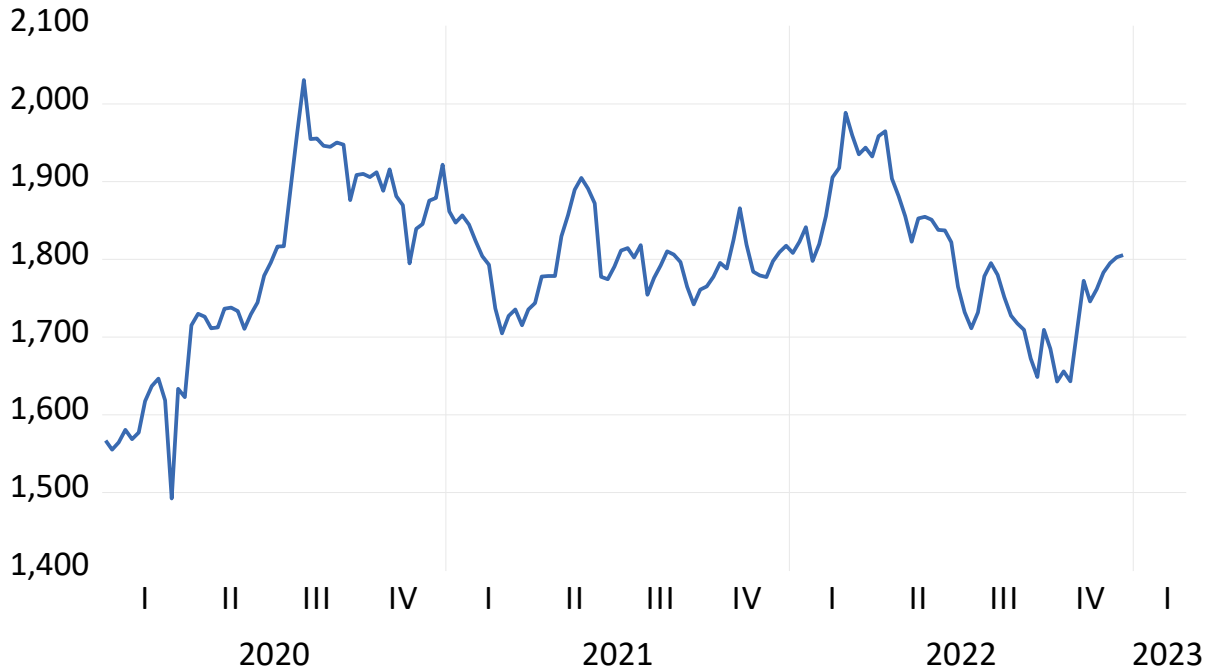
73. Angelo Ronaldo, Paul Soderlind, Safe Haven Currencies, Review of Finance, 14,3,2010
74. Anton Hemerijck, Ben Kapen, Elleen Van Doorne, Aftershocks, Economic Crisis and Institutional Choice, Amsterdam University Press, 2009.
75. Dirk G. Baur, Brian M. Lucey, Is Gold a Hedge or a Safe Haven? An Analysis of Stocks, Bonds and Gold, The Financial Review, 45, 2010.
76. Dirk G. Baur, Thomas K. McDermott, Is gold a safe haven? International evidence, Journal of Banking & Finance, 34, 2010.
77. Energy Information Administration, June 2017.
78. Granger, C., & Newbold, P, Spurious Regression in Econometrics. Journal of Econometrics, 1974.
79. Jinjin MOU, Research on the Impact of COVID19 on Global Economy, IOP Conference Series: Earth and Environmental Science, Atlanta, USA, Oct 9-13, 2022.
80. Joscha Beckmann, Robert Czudaj, and Vipin Aror, The Relationship between Oil Prices and Exchange Rates: Theory and Evidence, U.S, Energy Economics, 88, May 2020.
81. MERI BOSHKOSKA, NIKOLCHE JANKULOVSKI, CORONAVIRUS IMPACT ON GLOBAL ECONOMY, Economy Series, 04, 2020.
82. Mongi Arfaoui, Aymen Ben Rejeb, Oil, gold, US dollar and stock market interdependencies: a global analytical insight, European Journal of Management and Business Economics, 26, 03, 2017.
83. Myeong Hwan Kim, David A. Dilts, The Relationship of the value of the Dollar and the Prices of Gold and Oil: A Tale of Asset Risk, Economics Bulletin, 31, 02, 15 April 2011.
84. Nancy Areli Bermudez Delgado, Estefanía Bermudez Delgado, Eduardo Saucedo, The relationship between oil prices, the stock market and the exchange rate: Evidence from Mexico, North American Journal of Economics and Finance, 006, 03, 2018
85. Nelson, C., & Plosser, C. Trends and Random Walks in Macroeconomic Time Series: Some Evidence and Implications, Journal of Money Economics, 1982.
86. Oliver Hossfeld, Ronald MacDonald, Carry funding and safe haven currencies: a threshold regression approach, Deutsche Bundesbank, 34, 2014.
87. Paul R. Jann, Evaluation of temporary safe havens, J. Loss Prev. Process Ind, 2, 1989.
88. RAITA GABRIEL, THE IMPACT OF COVID-19 ON THE EVOLUTION OF THE ECONOMY, Annals of the "Constantin Brâncuși" University of Târgu Jiu, Economy Series, Issue 4, 2021.
89. S. Shanmuga Priya, Erdem Cuce & K. Sudhakar, A perspective of COVID 19 impact on global economy, energy and environment, International Journal of Sustainable Engineering, 14, 06, 2021.
90. Thai-Ha Le, Youngho Chang, OIL PRICE SHOCKS AND GOLD RETURNS, International Economics, 131.
91. Thomas K. McDermott, Dirk G Baur, Is Gold a Safe Haven? International Evidence, Journal of Banking & Finance, 34, 2010.

الملاحق



## الملحق (01): منحني الذهب

## GOLD



المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (02): جدول جذر الوحدة الخاص بالذهب حد ثابت واتجاه عام

Null Hypothesis: LGOLD has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.778915	0.2074
Test criticalvalues:		
1% level	-4.018748	
5% level	-3.439267	
10% level	-3.143999	

المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (03): جدول جذر الوحدة الخاص بالذهب الحد الثابت

Null Hypothesis: LGOLD has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.898741	0.0478
Test criticalvalues:		
1% level	-3.473096	
5% level	-2.880211	
10% level	-2.576805	

## الملحق (04): جدول جذر الوحدة الخاص بالذهب بالفرق الأول حد ثابت

Null Hypothesis: D(LGOLD) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-12.56092	0.0000
Test criticalvalues: 1% level	-3.473382	
5% level	-2.880336	
10% level	-2.576871	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (05): جدول جذر الوحدة الخاص بالذهب بالفرق الأول لا حد ثابت لا اتجاه عام

Null Hypothesis: D(LGOLD) has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-12.57125	0.0000
Test criticalvalues: 1% level	-2.580164	
5% level	-1.942924	
10% level	-1.615325	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (06): منحني مؤشر الدولار

## USDX\_INDEX



المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (07): جدول جذر الوحدة الخاص بمؤشر الدولار حد ثابت واتجاه عام

Null Hypothesis: LUSDX\_INDEX has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.366459	0.8669
Test criticalvalues: 1% level	-4.018748	
5% level	-3.439267	
10% level	-3.143999	

المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (08): جدول جذر الوحدة الخاص بمؤشر الدولار الحد الثابت

Null Hypothesis: LUSDX\_INDEX has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.590415	0.8682
Test criticalvalues: 1% level	-3.473096	
5% level	-2.880211	
10% level	-2.576805	

المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (09): جدول جذر الوحدة الخاص بمؤشر الدولار الفرق الأول حد ثابت

Null Hypothesis: D(LUSDX\_INDEX) has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-10.68853	0.0000
Test criticalvalues:		
1% level	-3.473382	
5% level	-2.880336	
10% level	-2.576871	

المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (10): جدول جذر الوحدة الخاص بمؤشر الدولار الفرق الأول لا حد ثابت لا اتجاه عام

Null Hypothesis: D(LUSDX\_INDEX) has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-10.69984	0.0000
Test criticalvalues:		
1% level	-2.580164	
5% level	-1.942924	
10% level	-1.615325	

المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (11): منحني الخام برنت

## BRENT



المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (12): جدول جذر الوحدة الخاص بالبرنت حد ثابت واتجاه عام

Null Hypothesis: LBRENT has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 5 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.666997	0.0277
Test criticalvalues: 1% level	-4.020822	
5% level	-3.440263	
10% level	-3.144585	

المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (13): جدول جذر الوحدة الخاص بالبرنت الحد الثابت

Null Hypothesis: LBRENT has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.969930	0.7631
Test criticalvalues: 1% level	-3.473096	
5% level	-2.880211	
10% level	-2.576805	

المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (14): جدول جذر الوحدة الخاص بالبرنت الفرق الأول الحد الثابت

Null Hypothesis: D(LBRENT) has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.635345	0.0000
Test criticalvalues: 1% level	-3.473672	
5% level	-2.880463	
10% level	-2.576939	

المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (15): جدول جذر الوحدة الخاص بالبرنت الفرق الأول لا حد ثابت لا اتجاه عام

Null Hypothesis: D(LBRENT) has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

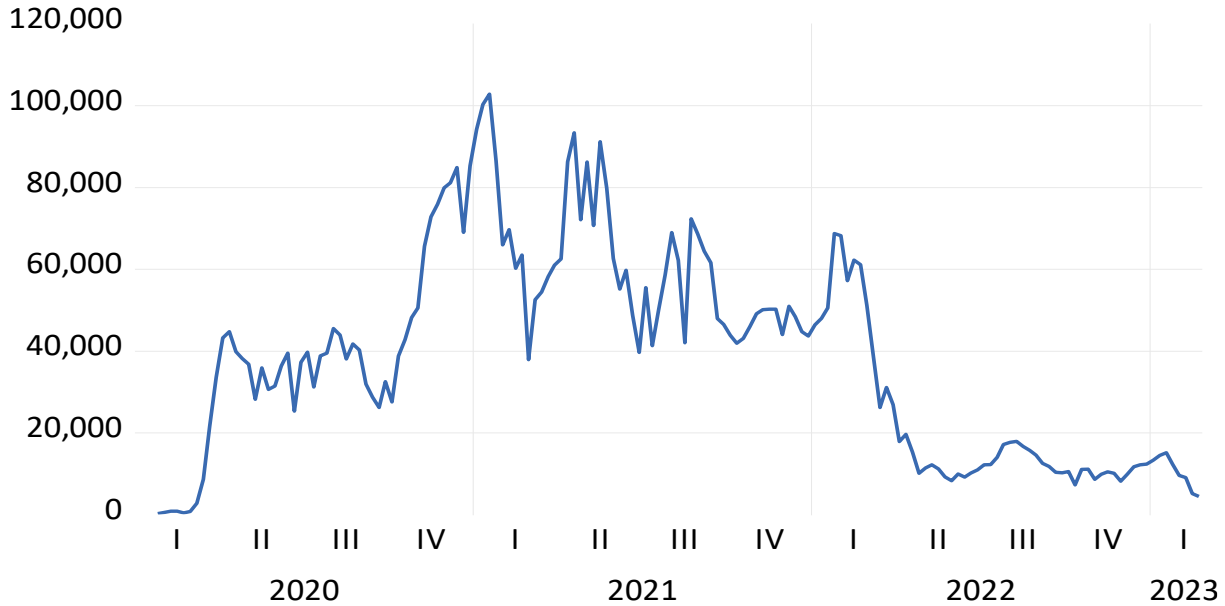
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.377832	0.0000
Test criticalvalues: 1% level	-2.580366	
5% level	-1.942952	

10% level

-1.615307

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: مخرجات EViews 12

الملحق (16) منحني كوفيد 19  
deaths

المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (17) جدول جذر الوحدة الخاص بالكوفيد 19 حد ثابت واتجاه عام

Null Hypothesis: LDEATHS has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.074972	0.0002
Test criticalvalues: 1% level	-4.016433	
5% level	-3.438154	
10% level	-3.143345	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (18) جدول جذر الوحدة الخاص بالكوفيد 19 الحد الثابت

Null Hypothesis: LDEATHS has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

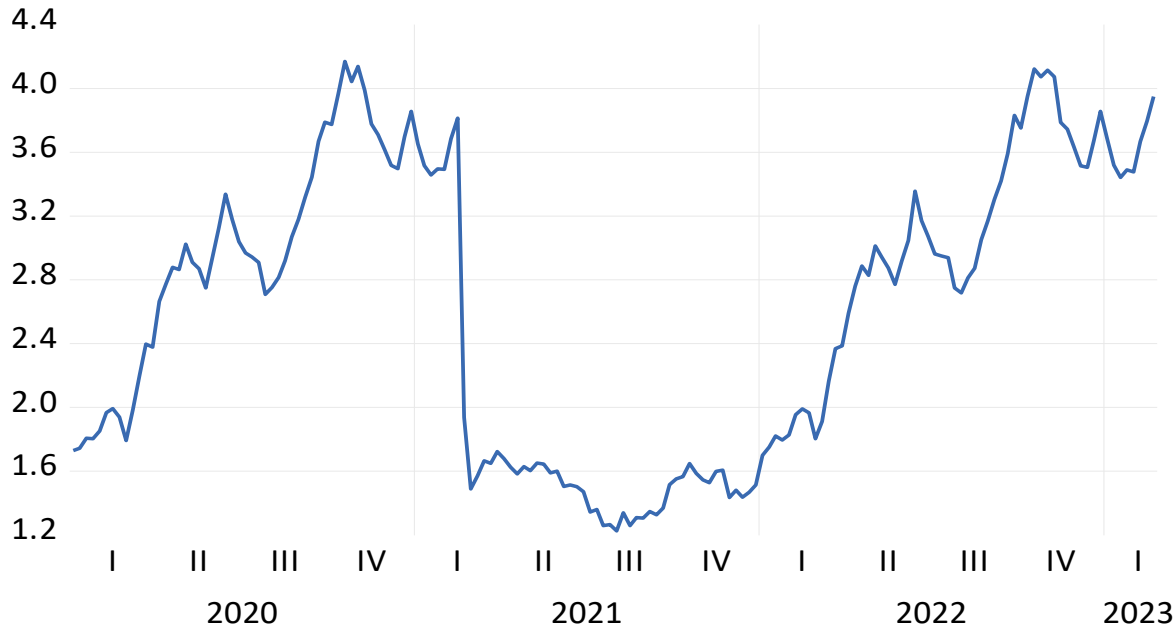
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.208692	0.0009

Test criticalvalues:	1% level	-3.471454
	5% level	-2.879494
	10% level	-2.576422

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: مخرجات EViews 12

الملحق (19) منحنى أسعار الفائدة  
INTEREST



المصدر: مخرجات EViews 12

الملحق (20) جدول جذر الوحدة الخاص بأسعار الفائدة حد ثابت و اتجاه عام

Null Hypothesis: LINTEREST has a unit root  
Exogenous: Constant, Linear Trend  
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.534029	0.8139
Test criticalvalues:		
	1% level	-4.015700
	5% level	-3.437801
	10% level	-3.143138

المصدر: مخرجات EViews 12

الملحق (21) جدول جذر الوحدة الخاص بأسعار الفائدة الحد الثابت

Null Hypothesis: LINTEREST has a unit root  
Exogenous: Constant  
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

	t-Statistic	Prob.*
--	-------------	--------

Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.495150	0.5337
Test criticalvalues: 1% level	-3.470934	
5% level	-2.879267	
10% level	-2.576301	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: مخرجات EViews 12

### الملحق (22) جدول جذر الوحدة الخاص بأسعار الفائدة الفرق الأول الحد الثابت

Null Hypothesis: D(LINTEREST) has a unit root  
Exogenous: Constant  
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-9.743829	0.0000
Test criticalvalues: 1% level	-3.470934	
5% level	-2.879267	
10% level	-2.576301	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: مخرجات EViews 12

### الملحق (23) جدول جذر الوحدة الخاص بأسعار الفائدة الفرق الأول لا حد ثابت لا اتجاه عام

Null Hypothesis: D(LINTEREST) has a unit root  
Exogenous: None  
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-9.736801	0.0000
Test criticalvalues: 1% level	-2.579315	
5% level	-1.942805	
10% level	-1.615400	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: مخرجات EViews 12

### الملحق (24) نتائج اختبار معايير تحديد ترتيب الإبطاء

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenousvariables: LUSDX_INDEX LGOLD LBRENT LDEATHS LINTEREST						
Exogenousvariables: C						
Date: 03/27/23 Time: 13:39						
Sample: 1/06/2020 2/20/2023						
Included observations: 144						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	366.1437	NA	4.56e-09	-5.015885	-4.912766	-4.973983
1	1333.670	1854.426	9.42e-15*	18.10653*	17.48782*	17.85512*
2	1352.594	34.95631	1.03e-14	-18.02214	-16.88784	-17.56122

3	1376.676	42.81252*	1.04e-14	-18.00939	-16.35949	-17.33897
4	1394.480	30.41520	1.16e-14	-17.90945	-15.74396	-17.02951
5	1412.938	30.25113	1.28e-14	-17.81859	-15.13751	-16.72915
6	1432.467	30.64868	1.40e-14	-17.74259	-14.54592	-16.44365
7	1448.110	23.46552	1.63e-14	-17.61265	-13.90038	-16.10419
8	1462.769	20.96965	1.93e-14	-17.46901	-13.24115	-15.75105
* Indicates lag order selected by the criterion تشير إلى درجة الإبطاء المثلى المختار من طرف المعيار المستعمل						
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)						
FPE: Final prediction error			خطا التنبؤ النهائي			
AIC: Akaike information criterion			معيار المعلومات لأكايك			
SC: Schwarz information criterion			معيار المعلومات لشورتز			
HQ: Hannan-Quinn information criterion			معيار المعلومات لهانان كوين			

المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (25) نتائج تقدير VAR (01)

Vector Autoregression Estimates

Date: 03/27/23 Time: 13:40

Sample (adjusted): 2/03/2020 12/19/2022

Included observations: 151 after adjustments

Standard errors in () &amp; t-statistics in [ ]

	LUSDX_INDEX	LGOLD	LBRENT	LDEATHS	LINTEREST
LUSDX_INDEX(-1)	0.988025 (0.02169) [ 45.5610]	0.024299 (0.04715) [ 0.51541]	0.178517 (0.15348) [ 1.16315]	-1.037658 (0.54931) [-1.88902]	0.681787 (0.17565) [ 3.88148]
LGOLD(-1)	0.025049 (0.02036) [ 1.23057]	0.880622 (0.04425) [ 19.8989]	-0.031662 (0.14407) [-0.21978]	-0.723553 (0.51562) [-1.40326]	0.512751 (0.16488) [ 3.10986]
LBRENT(-1)	0.002833 (0.00262) [ 1.08196]	-0.002923 (0.00569) [-0.51355]	0.989303 (0.01853) [ 53.3944]	-0.130823 (0.06631) [-1.97278]	-0.071383 (0.02121) [-3.36633]
LDEATHS(-1)	-0.001451 (0.00092) [-1.58550]	0.004151 (0.00199) [ 2.08646]	0.027090 (0.00648) [ 4.18260]	0.887748 (0.02318) [ 38.2960]	-0.008313 (0.00741) [-1.12142]
LINTEREST(-1)	-0.003328 (0.00281) [-1.18318]	-0.000400 (0.00611) [-0.06548]	0.009261 (0.01990) [ 0.46529]	-0.035015 (0.07124) [-0.49150]	0.908610 (0.02278) [ 39.8854]
C	-0.126562 (0.21039) [-0.60157]	0.754306 (0.45739) [ 1.64915]	-0.818577 (1.48897) [-0.54976]	11.92562 (5.32917) [ 2.23780]	-6.492849 (1.70409) [-3.81015]
R-squared	0.979610	0.867820	0.975694	0.952781	0.964562
Adj. R-squared	0.978907	0.863262	0.974856	0.951153	0.963340
Sum sq. resids	0.011446	0.054100	0.573316	7.344137	0.750945
S.E. equation	0.008885	0.019316	0.062880	0.225054	0.071965
F-statistic	1393.281	190.3977	1164.130	585.1580	789.3321

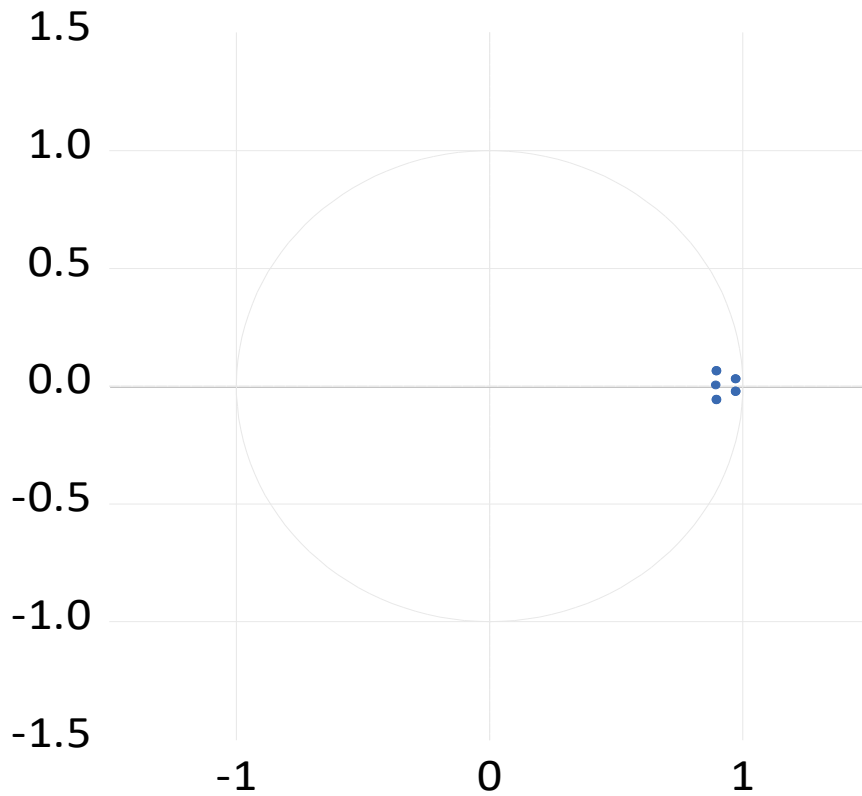
Log likelihood	502.0382	384.7724	206.5469	14.00528	186.1698
Akaike AIC	-6.570042	-5.016853	-2.656250	-0.106030	-2.386355
Schwarz SC	-6.450150	-4.896962	-2.536358	0.013862	-2.266463
Meandependent	4.576300	7.494636	4.193818	10.28191	0.881854
S.D. dependent	0.061175	0.052236	0.396549	1.018277	0.375858

Determinant resid covariance (dof adj.)	2.05E-14
Determinantresid covariance	1.68E-14
Log likelihood	1323.481
Akaike information criterion	-17.13220
Schwarz criterion	-16.53274
Number of coefficients	30

المصدر: مخرجات EViews 12

الملحق (26): منحني جذور كثير الحدود المميزة للنموذج VAR(01)

## Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



المصدر: مخرجات EViews 12

الملحق (27): نتائج اختبار جذور كثير الحدود المميزة للنموذج VAR (01)

Roots of Characteristic Polynomial جذور كثير الحدود المميزة	
Endogenous variables: LUSDX_INDEX	
LGOLD LBRENT LDEATHS LINTEREST	
Exogenous variables: C	
Lag specification: 1 1	
Date: 03/27/23 Time: 13:42	
Root	Modulus
0.976796 - 0.025866i	0.977139

0.976796 + 0.025866i	0.977139
0.901472 - 0.061245i	0.903550
0.901472 + 0.061245i	0.903550
0.897771	0.897771
No root lies outside the unit circle.	
VAR satisfies the stability condition.	

المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (28): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للنموذج VAR (01)

VAR Residual Serial Correlation LM Tests						
Date: 03/27/23 Time: 13:43						
Sample: 1/06/2020 2/20/2023						
Included observations: 151						
Null hypothesis: No serial correlation at lag h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	50.97425	25	0.0016	2.095074	(25, 506.7)	0.0016
2	46.99481	25	0.0049	1.923998	(25, 506.7)	0.0049

المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (29): نتائج تقدير النموذج VAR (02)

Vector Autoregression Estimates

Date: 03/27/23 Time: 13:44

Sample (adjusted): 2/10/2020 12/19/2022

Included observations: 150 after adjustments

Standard errors in ( ) &amp; t-statistics in [ ]

	LUSDX_IN DEX	LGOLD	LBRENT	LDEATHS	LINTEREST
LUSDX_INDEX(-1)	1.063212 (0.09412) [ 11.2961]	0.249668 (0.21138) [ 1.18113]	0.313659 (0.66607) [ 0.47091]	-4.861872 (2.40237) [-2.02378]	0.773095 (0.76924) [ 1.00501]
LUSDX_INDEX(-2)	-0.073186 (0.09581) [-0.76389]	-0.246142 (0.21516) [-1.14398]	-0.096638 (0.67799) [-0.14254]	3.824053 (2.44536) [ 1.56380]	-0.098280 (0.78301) [-0.12552]
LGOLD(-1)	0.012958 (0.04377) [ 0.29606]	0.912579 (0.09829) [ 9.28445]	-0.293398 (0.30972) [-0.94729]	-1.301108 (1.11710) [-1.16472]	-0.080941 (0.35770) [-0.22628]
LGOLD(-2)	0.029441 (0.04408) [ 0.66790]	-0.054766 (0.09900) [-0.55322]	0.210704 (0.31194) [ 0.67546]	0.620565 (1.12511) [ 0.55156]	0.654191 (0.36026) [ 1.81588]

LBRENT(-1)	-0.006504 (0.01178) [-0.55201]	0.027576 (0.02646) [ 1.04219]	1.082205 (0.08338) [ 12.9797]	-0.888521 (0.30072) [-2.95464]	-0.010684 (0.09629) [-0.11096]
LBRENT(-2)	0.010713 (0.01190) [ 0.90005]	-0.031812 (0.02673) [-1.19010]	-0.111180 (0.08423) [-1.31995]	0.803456 (0.30380) [ 2.64469]	-0.060556 (0.09728) [-0.62251]
LDEATHS(-1)	0.008530 (0.00323) [ 2.64432]	-0.006269 (0.00724) [-0.86529]	-0.042319 (0.02283) [-1.85381]	0.984966 (0.08234) [ 11.9627]	0.015474 (0.02636) [ 0.58692]
LDEATHS(-2)	-0.009640 (0.00306) [-3.14554]	0.009316 (0.00688) [ 1.35356]	0.067361 (0.02169) [ 3.10606]	-0.076045 (0.07822) [-0.97221]	-0.024027 (0.02505) [-0.95932]
LINTEREST(-1)	-0.002399 (0.01013) [-0.23678]	0.017002 (0.02276) [ 0.74716]	-0.016045 (0.07170) [-0.22376]	0.266705 (0.25862) [ 1.03127]	1.113726 (0.08281) [ 13.4492]
LINTEREST(-2)	-0.000405 (0.00965) [-0.04197]	-0.016471 (0.02167) [-0.76017]	0.017927 (0.06827) [ 0.26258]	-0.294510 (0.24625) [-1.19598]	-0.210320 (0.07885) [-2.66735]
C	-0.275716 (0.22247) [-1.23935]	1.036322 (0.49962) [ 2.07422]	-0.506729 (1.57434) [-0.32187]	11.18873 (5.67827) [ 1.97045]	-6.909127 (1.81819) [-3.79999]
R-squared	0.981618	0.866739	0.978058	0.951886	0.967366
Adj. R-squared	0.980296	0.857152	0.976480	0.948424	0.965019
Sum sq. resid	0.010318	0.052041	0.516728	6.721994	0.689202
S.E. equation	0.008616	0.019349	0.060971	0.219908	0.070415
F-statistic	742.2839	90.40681	619.5946	274.9960	412.0423
Log likelihood	505.9955	384.6365	212.4748	20.05301	190.8735
Akaike AIC	-6.599940	-4.981820	-2.686331	-0.120707	-2.398313
Schwarz SC	-6.379160	-4.761040	-2.465551	0.100073	-2.177533
Meandependent	4.576260	7.495546	4.195108	10.30834	0.883625
S.D. dependent	0.061378	0.051195	0.397559	0.968321	0.376485
Determinant resid covariance (dof adj.)		1.74E-14			
Determinantresid covariance		1.19E-14			
Log likelihood		1340.676			
Akaike information criterion		-17.14235			
Schwarz criterion		-16.03845			
Number of coefficients		55			

المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (30): نتائج اختبار جذور كثير الحدود المميزة للنموذج VAR(02)

Roots of Characteristic Polynomial

Endogenous variables: LUSDX\_INDEX

LGOLD LBRENT LDEATHS LINTEREST

Exogenous variables: C

Lag specification: 1 2

Date: 03/27/23 Time: 13:45

Root	Modulus
0.976882 - 0.024952i	0.977201
0.976882 + 0.024952i	0.977201
0.893261 - 0.076010i	0.896489
0.893261 + 0.076010i	0.896489
0.842422	0.842422
0.254262 - 0.070936i	0.263972
0.254262 + 0.070936i	0.263972
0.096320 - 0.179472i	0.203685
0.096320 + 0.179472i	0.203685
-0.127186	0.127186

No root lies outside the unit circle.

VAR satisfies the stability condition.

المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (31): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للنموذج VAR (02)

VAR Residual Serial Correlation LM Tests

Date: 03/27/23 Time: 13:45

Sample: 1/06/2020 2/20/2023

Included observations: 150

Null  
hypothesis:  
No  
serial  
correlation  
at  
lag h

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	47.20542	25	0.0046	1.935066	(25, 484.4)	0.0047
2	51.38574	25	0.0014	2.115472	(25, 484.4)	0.0014
3	24.24718	25	0.5051	0.970939	(25, 484.4)	0.5054

المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (32): نتائج تقدير النموذج VAR (03)

VectorAutoregressionEstimates

Date: 03/27/23 Time: 13:45

Sample (adjusted): 2/17/2020 12/19/2022

Included observations: 149 after adjustments

Standard errors in ( ) &amp; t-statistics in [ ]

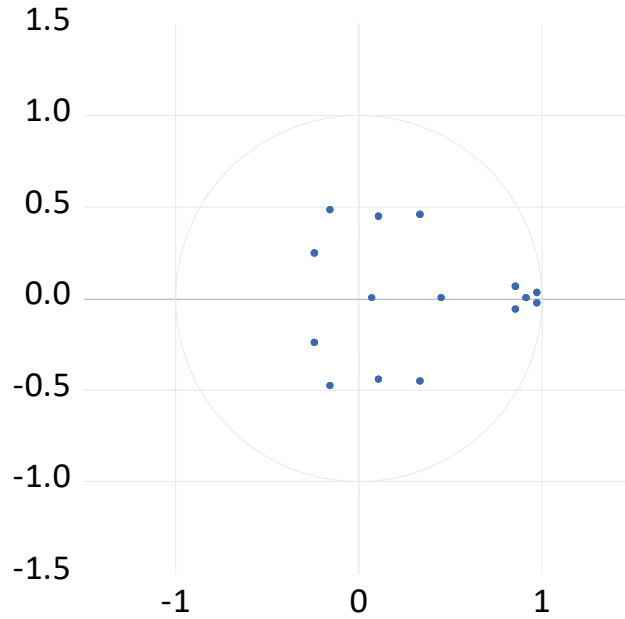
	LUSDX_IN DEX	LGOLD	LBRENT	LDEATHS	LINTEREST
LUSDX_INDEX(-1)	1.080821 (0.10014) [ 10.7928]	0.178105 (0.21672) [ 0.82181]	-0.241303 (0.65673) [-0.36743]	-4.296906 (2.45734) [-1.74860]	0.920785 (0.80766) [ 1.14006]
LUSDX_INDEX(-2)	-0.173510 (0.14828) [-1.17013]	-0.442460 (0.32091) [-1.37878]	1.098188 (0.97243) [ 1.12932]	0.361448 (3.63862) [ 0.09934]	-0.283467 (1.19592) [-0.23703]
LUSDX_INDEX(-3)	0.083455 (0.09962) [ 0.83772]	0.256576 (0.21560) [ 1.19008]	-0.624121 (0.65331) [-0.95532]	2.829581 (2.44455) [ 1.15751]	0.073397 (0.80346) [ 0.09135]
LGOLD(-1)	0.018078 (0.04519) [ 0.40002]	0.926918 (0.09780) [ 9.47738]	-0.310587 (0.29637) [-1.04797]	-0.905023 (1.10895) [-0.81611]	-0.016857 (0.36448) [-0.04625]
LGOLD(-2)	0.011672 (0.06187) [ 0.18865]	0.011682 (0.13390) [ 0.08724]	0.344533 (0.40575) [ 0.84913]	-0.008971 (1.51822) [-0.00591]	0.829236 (0.49900) [ 1.66180]
LGOLD(-3)	0.009579 (0.04567) [ 0.20972]	-0.075122 (0.09884) [-0.76002]	-0.061991 (0.29952) [-0.20697]	0.135658 (1.12073) [ 0.12104]	-0.236093 (0.36835) [-0.64094]
LBRENT(-1)	-0.007152 (0.01245) [-0.57462]	0.048245 (0.02694) [ 1.79111]	1.119676 (0.08162) [ 13.7177]	-0.885927 (0.30541) [-2.90075]	-0.013951 (0.10038) [-0.13898]
LBRENT(-2)	0.008455 (0.01798) [ 0.47036]	-0.093171 (0.03890) [-2.39501]	-0.374821 (0.11788) [-3.17957]	-0.008756 (0.44110) [-0.01985]	-0.095417 (0.14498) [-0.65816]
LBRENT(-3)	0.002837 (0.01255) [ 0.22616]	0.046021 (0.02715) [ 1.69509]	0.237909 (0.08227) [ 2.89179]	0.817865 (0.30784) [ 2.65681]	0.039098 (0.10118) [ 0.38643]
LDEATHS(-1)	0.008024 (0.00341) [ 2.35387]	-0.011471 (0.00738) [-1.55488]	-0.059829 (0.02236) [-2.67616]	0.947526 (0.08365) [ 11.3270]	0.017921 (0.02749) [ 0.65180]
LDEATHS(-2)	-0.010338 (0.00477)	0.029890 (0.01032)	0.127121 (0.03127)	-0.110823 (0.11700)	-0.025325 (0.03845)

	[-2.16812]	[ 2.89670]	[ 4.06551]	[-0.94722]	[-0.65857]
LDEATHS(-3)	0.001311 (0.00334) [ 0.39230]	-0.014981 (0.00723) [-2.07161]	-0.033760 (0.02191) [-1.54054]	0.076282 (0.08200) [ 0.93029]	0.001683 (0.02695) [ 0.06244]
LINTEREST(-1)	-0.002949 (0.01071) [-0.27538]	0.018870 (0.02318) [ 0.81416]	-0.040396 (0.07024) [-0.57515]	0.410356 (0.26280) [ 1.56145]	1.157908 (0.08638) [ 13.4053]
LINTEREST(-2)	0.006387 (0.01569) [ 0.40708]	-0.009348 (0.03395) [-0.27532]	0.098377 (0.10289) [ 0.95617]	-0.865070 (0.38498) [-2.24707]	-0.415377 (0.12653) [-3.28278]
LINTEREST(-3)	-0.006572 (0.01012) [-0.64947]	-0.007777 (0.02190) [-0.35511]	-0.048441 (0.06636) [-0.72998]	0.443065 (0.24830) [ 1.78437]	0.166270 (0.08161) [ 2.03735]
C	-0.256570 (0.24726) [-1.03765]	1.017960 (0.53511) [ 1.90234]	-1.132863 (1.62153) [-0.69864]	12.15000 (6.06738) [ 2.00251]	-7.133976 (1.99419) [-3.57739]
R-squared	0.981786	0.871647	0.981308	0.951558	0.968456
Adj. R-squared	0.979731	0.857171	0.979200	0.946095	0.964898
Sum sq. resids	0.010221	0.047870	0.439564	6.154280	0.664823
S.E. equation	0.008766	0.018972	0.057489	0.215111	0.070701
F-statistic	477.9297	60.21361	465.5018	174.1714	272.2218
Log likelihood	502.8299	387.7979	222.6090	25.99465	191.7856
Akaike AIC	-6.534630	-4.990576	-2.773275	-0.134156	-2.359538
Schwarz SC	-6.212059	-4.668005	-2.450704	0.188415	-2.036967
Meandependent	4.576170	7.496433	4.196326	10.33214	0.885018
S.D. dependent	0.061575	0.050199	0.398619	0.926506	0.377367
Determinant resid covariance (dof adj.)		1.42E-14			
Determinantresid covariance		8.07E-15			
Log likelihood		1360.495			
Akaike information criterion		-17.18785			
Schwarz criterion		-15.57500			
Number of coefficients		80			

المصدر: مخرجات EViews 12

الملحق (33): منحنى جذور كثير الحدود المميزة للنموذج VAR(03)

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



المصدر: مخرجات EViews 12

الملحق (34): نتائج اختبار جذور كثير الحدود المميزة للنموذج VAR (03)

Roots of Characteristic Polynomial

Endogenous variables: LUSD<sub>X</sub>\_INDEX

LGOLD LBRENT LDEATHS LINTEREST

Exogenous variables: C

Lag specification: 1 3

Date: 03/27/23 Time: 13:46

Root	Modulus
0.976186 - 0.029326i	0.976626
0.976186 + 0.029326i	0.976626
0.916474	0.916474
0.858558 - 0.062973i	0.860864
0.858558 + 0.062973i	0.860864
0.337597 - 0.455700i	0.567128
0.337597 + 0.455700i	0.567128
-0.152150 - 0.480603i	0.504112
-0.152150 + 0.480603i	0.504112
0.111556 - 0.445136i	0.458902
0.111556 + 0.445136i	0.458902
0.454783	0.454783
-0.238039 - 0.245175i	0.341721
-0.238039 + 0.245175i	0.341721
0.074175	0.074175

No root lies outside the unit circle.

VAR satisfies the stability condition.

## EViews 12 مخرجات: المصدر

## الملحق (35): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للنموذج VAR (03)

VAR Residual Serial Correlation LM Tests

Date: 03/27/23 Time: 13:46

Sample: 1/06/2020 2/20/2023

Included observations: 149

Null  
hypothesis:  
No serial  
correlation  
at lag h

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	34.15248	25	0.1047	1.382163	(25, 462.1)	0.1049
2	27.97518	25	0.3090	1.124726	(25, 462.1)	0.3093
3	25.78454	25	0.4192	1.034236	(25, 462.1)	0.4195
4	22.57072	25	0.6026	0.902235	(25, 462.1)	0.6029

## EViews 12 مخرجات: المصدر

## الملحق (36): اختبار وايت لعدم ثبات التباين لبواقي النموذج VAR (03) المقدر

Date: 04/25/23 Time: 23:58

Sample: 1/06/2020 2/20/2023

Included observations: 149

Joint test:

Chi-sq	Df	Prob.
750.0173	450	0.0000

## EViews 12 مخرجات: المصدر

## الملحق (37): اختبار نتائج تقدير نموذج VAR (03) بطريقة المربعات الصغرى المرجحة

System: UNTITLED

Estimation Method: Weighted Least Squares

Date: 03/27/23 Time: 13:52

Sample: 2/24/2020 12/26/2022

Included observations: 149

Total system (unbalanced) observations 742

Linear estimation after one-step weighting matrix

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	1.089096	0.094027	11.58283	0.0000
C(2)	-0.166484	0.139772	-1.191114	0.2341
C(3)	0.100745	0.139298	0.723237	0.4698

C(4)	0.034627	0.043746	0.791533	0.4289
C(5)	-0.003132	0.058871	-0.053209	0.9576
C(6)	-0.003828	0.057140	-0.066995	0.9466
C(7)	-0.013412	0.012273	-1.092840	0.2749
C(8)	0.007324	0.017725	0.413210	0.6796
C(9)	-0.017219	0.017324	-0.993980	0.3206
C(10)	0.006067	0.003248	1.868080	0.0622
C(11)	-0.009392	0.004437	-2.116812	0.0347
C(12)	-0.005310	0.004714	-1.126363	0.2604
C(13)	-0.003961	0.009924	-0.399104	0.6900
C(14)	0.008918	0.015009	0.594146	0.5526
C(15)	-0.006741	0.015109	-0.446116	0.6557
C(16)	-0.142878	0.245187	-0.582731	0.5603
C(17)	-0.036889	0.093163	-0.395959	0.6923
C(18)	-0.001335	0.041752	-0.031982	0.9745
C(19)	0.026551	0.012326	2.154046	0.0316
C(20)	0.008270	0.003139	2.634253	0.0086
C(21)	-0.000397	0.009528	-0.041711	0.9667
C(22)	0.144958	0.200318	0.723637	0.4696
C(23)	-0.480716	0.297775	-1.614358	0.1069
C(24)	0.014212	0.296765	0.047888	0.9618
C(25)	0.895117	0.093199	9.604342	0.0000
C(26)	0.058323	0.125421	0.465018	0.6421
C(27)	-0.257519	0.121734	-2.115423	0.0348
C(28)	0.047949	0.026147	1.833819	0.0671
C(29)	-0.082941	0.037762	-2.196414	0.0284
C(30)	0.069781	0.036907	1.890742	0.0591
C(31)	-0.009801	0.006919	-1.416411	0.1571
C(32)	0.027606	0.009453	2.920337	0.0036
C(33)	0.005131	0.010043	0.510908	0.6096
C(34)	0.019291	0.021143	0.912434	0.3619
C(35)	-0.017853	0.031976	-0.558336	0.5768
C(36)	-0.017106	0.032190	-0.531414	0.5953
C(37)	0.277376	0.522356	0.531010	0.5956
C(38)	0.367954	0.198477	1.853883	0.0642
C(39)	0.235546	0.088951	2.648034	0.0083
C(40)	-0.035491	0.026260	-1.351504	0.1770
C(41)	-0.019855	0.006688	-2.968613	0.0031
C(42)	0.010811	0.020299	0.532592	0.5945
C(43)	-0.109884	0.600842	-0.182883	0.8549
C(44)	0.941875	0.893159	1.054543	0.2920
C(45)	-0.106674	0.890129	-0.119841	0.9046
C(46)	-0.146160	0.279545	-0.522849	0.6013
C(47)	0.182726	0.376193	0.485724	0.6273
C(48)	-0.420199	0.365134	-1.150807	0.2502
C(49)	1.051641	0.078426	13.40934	0.0000
C(50)	-0.350879	0.113265	-3.097857	0.0020
C(51)	0.294346	0.110699	2.658964	0.0080
C(52)	-0.053627	0.020754	-2.583909	0.0100
C(53)	0.119716	0.028353	4.222268	0.0000
C(54)	-0.043489	0.030123	-1.443712	0.1493
C(55)	-0.044461	0.063417	-0.701100	0.4835
C(56)	0.061525	0.095911	0.641483	0.5214

C(57)	0.046250	0.096551	0.479021	0.6321
C(58)	-2.463717	1.566775	-1.572477	0.1163
C(59)	-0.328592	0.595321	-0.551958	0.5812
C(60)	0.427924	0.266804	1.603892	0.1092
C(61)	-0.027119	0.078766	-0.344297	0.7307
C(62)	0.021237	0.020062	1.058606	0.2902
C(63)	-0.060903	0.060887	-1.000262	0.3176
C(64)	-3.933045	2.325660	-1.691152	0.0913
C(65)	-0.824171	3.460561	-0.238161	0.8118
C(66)	4.718483	3.449033	1.368060	0.1718
C(67)	-0.827365	1.082963	-0.763983	0.4452
C(68)	-0.303630	1.456571	-0.208455	0.8349
C(69)	0.009330	1.415207	0.006593	0.9947
C(70)	-0.766314	0.303287	-2.526696	0.0118
C(71)	-0.067084	0.438872	-0.152856	0.8786
C(72)	0.829080	0.429058	1.932329	0.0538
C(73)	0.948106	0.080441	11.78632	0.0000
C(74)	-0.106797	0.109759	-0.973021	0.3309
C(75)	0.081725	0.116751	0.699998	0.4842
C(76)	0.471706	0.245619	1.920482	0.0552
C(77)	-0.972025	0.371516	-2.616376	0.0091
C(78)	0.582869	0.374099	1.558059	0.1197
C(79)	14.08743	6.064311	2.323005	0.0205
C(80)	-1.432743	2.303831	-0.621896	0.5342
C(81)	0.339552	1.034076	0.328363	0.7427
C(82)	-0.059065	0.305246	-0.193500	0.8466
C(83)	-0.038740	0.077491	-0.499924	0.6173
C(84)	-0.090072	0.235550	-0.382389	0.7023
C(85)	0.927246	0.779142	1.190086	0.2345
C(86)	-0.398120	1.159357	-0.343397	0.7314
C(87)	-0.114451	1.155494	-0.099049	0.9211
C(88)	-0.032619	0.362814	-0.089905	0.9284
C(89)	0.872111	0.487980	1.787185	0.0744
C(90)	-0.421099	0.474122	-0.888165	0.3748
C(91)	-0.008304	0.101607	-0.081726	0.9349
C(92)	-0.090609	0.147031	-0.616257	0.5379
C(93)	0.064578	0.143743	0.449258	0.6534
C(94)	0.017084	0.026949	0.633915	0.5264
C(95)	-0.023083	0.036771	-0.627747	0.5304
C(96)	0.025794	0.039114	0.659463	0.5098
C(97)	1.149842	0.082287	13.97353	0.0000
C(98)	-0.403706	0.124465	-3.243522	0.0012
C(99)	0.080380	0.125331	0.641347	0.5215
C(100)	-8.230480	2.031665	-4.051102	0.0001
C(101)	0.372776	0.771829	0.482977	0.6293
C(102)	0.261957	0.346436	0.756150	0.4498
C(103)	-0.039000	0.102264	-0.381365	0.7031
C(104)	-0.026948	0.025961	-1.038010	0.2997
C(105)	0.074593	0.078914	0.945243	0.3449

---

Determinantresidual covariance 5.67E-15

---

المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (38): نتائج اختبار تأثير الذهب على مؤشر الدولار

Wald Test:

System: %system

Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	1.470533	3	0.6891

Null Hypothesis:  $C(4)=C(5)=C(6)=0$   
NullHypothesisSummary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(4)	0.034627	0.043746
C(5)	-0.003132	0.058871
C(6)	-0.003828	0.057140

المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (39): نتائج اختبار تأثير البرنت على مؤشر الدولار

Wald Test:

System: %system

Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	4.303081	3	0.2305

Null Hypothesis:  $C(7)=C(8)=C(9)=0$   
NullHypothesisSummary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(7)	-0.013412	0.012273
C(8)	0.007324	0.017725
C(9)	-0.017219	0.017324

المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (40): نتائج اختبار تأثير الكوفيد على مؤشر الدولار

Wald Test:

System: %system

Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	13.40267	3	0.0038

Null Hypothesis:  $C(10)=C(11)=C(12)=0$   
NullHypothesisSummary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(10)	0.006067	0.003248
C(11)	-0.009392	0.004437
C(12)	-0.005310	0.004714

## المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (41): نتائج اختبار تأثير مؤشر الدولار على الذهب

Wald Test:

System: %system

Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	6.771096	3	0.0796

Null Hypothesis: C(22)=C(23)=C(24)=0

NullHypothesisSummary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(22)	0.144958	0.200318
C(23)	-0.480716	0.297775
C(24)	0.014212	0.296765

Restrictions are linear in coefficients.

## المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (42): نتائج اختبار تأثير البرنت على الذهب

Wald Test:

System: %system

Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	5.640584	3	0.1305

Null Hypothesis: C(28)=C(29)=C(30)=0

NullHypothesisSummary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(28)	0.047949	0.026147
C(29)	-0.082941	0.037762
C(30)	0.069781	0.036907

Restrictions are linear in coefficients.

## المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (43): نتائج اختبار تأثير الكوفيد على الذهب

Wald Test:

System: %system

Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	21.95840	3	0.0001

Null Hypothesis:  $C(31)=C(32)=C(33)=0$ 

NullHypothesisSummary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(31)	-0.009801	0.006919
C(32)	0.027606	0.009453
C(33)	0.005131	0.010043

Restrictions are linear in coefficients.

المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (44): نتائج اختبار تأثير مؤشر الدولار على البرنت

Wald Test:

System: %system

Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	3.867216	3	0.2762

Null Hypothesis:  $C(43)=C(44)=C(45)=0$ 

NullHypothesisSummary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(43)	-0.109884	0.600842
C(44)	0.941875	0.893159
C(45)	-0.106674	0.890129

Restrictions are linear in coefficients.

المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (45): نتائج اختبار تأثير الذهب على البرنت

Wald Test:

System: %system

Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	2.296565	3	0.5132

Null Hypothesis: C(46)=C(47)=C(48)=0

NullHypothesisSummary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(46)	-0.146160	0.279545
C(47)	0.182726	0.376193
C(48)	-0.420199	0.365134

Restrictions are linear in coefficients.

المصدر: مخرجات EViews 12

## الملحق (46): نتائج اختبار تأثير الكوفيد على البرنت

Wald Test:

System: %system

Test Statistic	Value	Df	Probability
Chi-square	20.41841	3	0.0001

Null Hypothesis: C(52)=C(53)=C(54)=0

NullHypothesisSummary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(52)	-0.053627	0.020754
C(53)	0.119716	0.028353
C(54)	-0.043489	0.030123

Restrictions are linear in coefficients.

المصدر: مخرجات Eviews 12