

جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية
تخصص: مالية واقتصاد دولي

فعالية أنظمة الصرف في جذب
رؤوس الأموال الأجنبية للدول النامية
دراسة قياسية (تونس، الجزائر والمغرب)

تحت إشراف:

د/ هني محمد نبيل

إعداد الطالب:

ترقو محمد

لجنة المناقشة

أ.د/ بلعزوز بن علي.....أستاذ التعليم العالي.....جامعة الشلف.....رئيساً
د/ هني محمد نبيل.....أستاذ محاضر.....جامعة الشلف.....مشرفاً ومقرراً
أ.د/ البشير عبد الكريم.....أستاذ التعليم العالي.....جامعة الشلف.....ممتحناً
د/ بربري محمد أمين.....أستاذ محاضر.....جامعة الشلف.....ممتحناً
د/ سحنون جمال الدين.....أستاذ محاضر.....جامعة الشلف.....ممتحناً

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

كلمة شكر

نحمد الله تعالى ونتقدم بالشكر الجزيل إلى الأساتذة الكرام
أعضاء لجنة المناقشة:

الأستاذ الدكتور: بلعزوز بن علي
الأستاذ الدكتور: البشير عبد الكريم
الدكتور: بربري محمد أمين
الدكتور: سحنون جمال الدين

وذلك لقبولهم مناقشة هذه المذكرة وإفادتهم لنا بأرائهم
وتوجيهاتهم القيمة التي سيكون لها أثر جلي في المستقبل إن شاء الله.

كما نتقدم أيضا بالشكر الجزيل والامتنان والتقدير إلى الأستاذ
التقدير: الدكتور هني محمد نبيل الذي تفضل علينا بقبوله الإشراف
على هذه المذكرة، والذي تابعنا بتوجيهاته القيمة التي كان لها أثر طيب
في إخراج هذه المذكرة على صورتها النهائية.

شكر خاص وخالص إلى الصديق الأستاذ مجاهد سعيد الذي
كان له الدور الفعال في التدقيق اللغوي لهذه المذكرة.

كما لا يفوتنا أن نتقدم بالشكر والامتنان إلى كل الذين كانوا
سنداً لنا في إتمام هذا البحث: أساتذة، طلبة وموظفي المكتبات ولو
بكلمة طيبة؛ داعين الله عز وجل أن يوفق الجميع إلى ما يحبه
ويرضاه.

محمد

إهداء

إلى أمّي..... ثمّ أمّي..... ثمّ أمّي.

إلى أبي وجدّتي.

إلى إخوتي وأخواتي.

إلى الأهل والأقارب كلّ باسمه وعزّه، كبيراً وصغيراً.

إلى من تقاسمت معهم حلو الحياة ومُرّها والذين
أعترّ بصحبتهم.

إلى من جمعني بهم مشعل العلم، أساتذةً وطلبة.

محمد

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات.

الصفحة	الموضوع
	كلمة شكر.
	الإهداء.
	فهرس المحتويات.
	قائمة الأشكال والجداول.
أ-خ	مقدمة
57-01	الفصل الأول: أسعار الصرف والتوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية.
02	تمهيد.
03	المبحث الأول: المفاهيم النظرية لسعر الصرف.
03	المطلب الأول: مفاهيم حول سعر الصرف.
03	أولاً: مفهوم سعر الصرف.
03	ثانياً: صيغ سعر الصرف.
06	ثالثاً: وظائف سعر الصرف.
07	رابعاً: المحددات الأساسية لسعر الصرف.
08	المطلب الثاني: سياسات سعر الصرف.
08	أولاً: أدوات سياسات سعر الصرف.
10	ثانياً: أهداف سياسات سعر الصرف.
11	المطلب الثالث: تخفيض قيمة العملة والرقابة على الصرف كأهم سياستين لسعر الصرف.
11	أولاً: سياسة تخفيض قيمة العملة.
13	ثانياً: سياسة الرقابة على الصرف.
15	المبحث الثاني: النظريات والنماذج الاقتصادية والقياسية لتحديد سعر الصرف.
15	المطلب الأول: النظريات المفسرة لسعر الصرف.
15	أولاً: نظرية تعادل القوة الشرائية.
18	ثانياً: نظرية تعادل أسعار الفائدة.
18	ثالثاً: نظرية سعر الخصم.
19	رابعاً: نظرية أثر فيشر.
19	خامساً: نظرية كفاءة سوق الصرف.
20	سادساً: نظرية الأرصدة (ميزان المدفوعات).
20	سابعاً: نظرية كمية النقود (النظرية الكمية).

20	ثامنا: نظرية الإنتاجية.
21	تاسعا: العلاقة بين مختلف النظريات المحددة لسعر الصرف.
21	المطلب الثاني: النماذج النقدية لتحديد سعر الصرف.
21	أولا: النموذج النقدي لـ "Dornbush".
25	ثانيا: النموذج النقدي لـ "Frankel".
26	المطلب الثالث: نماذج التوازن الداخلي والخارجي لتحديد سعر الصرف.
26	أولا: نموذج "Mundell-Fleming".
32	ثانيا: نموذج "Swan".
35	المبحث الثالث: المنظور التاريخي والتوجه الحديث لأنظمة الصرف.
35	المطلب الأول: التطور التاريخي لأنظمة الصرف.
35	أولا: نظام سعر الصرف في ظل قاعدة الذهب وصولا إلى بريتون وودز (1870-1944).
37	ثانيا: تحديد سعر الصرف في ظل نظام بريتون وودز (1944-1971).
39	ثالثا: التعويم واتفاقيات التدخل.
41	رابعا: الاختيارات المتغيرة لأنظمة الصرف الحديثة.
42	المطلب الثاني: مختلف تصنيفات أنظمة الصرف الدولية.
42	أولا: تصنيفات صندوق النقد الدولي.
44	ثانيا: تصنيفات Milton Friedman لأنظمة الصرف.
45	ثالثا: تصنيف T.Latter في وصف مختلف نظم الصرف.
45	رابعا: تصنيفات Ghosh سنة 1997.
46	خامسا: تصنيفات Levy-Yeyati و Sturzenegger سنة 1999 (LYS).
47	سادسا: تصنيفات Rogoff و Reinhardt سنة 2002.
47	سابعا: تصنيفات Ötker-Robe و Bubula سنة 2002.
48	ثامنا: نظرية الركنتين لأنظمة سعر الصرف.
49	تاسعا: مزايا ومساوئ نظم الصرف الثابتة والمعومة.
50	المطلب الثالث: معايير اختيار أنظمة الصرف وآلية الانتقال من التثبيت إلى التعويم.
50	أولا: معايير اختيار أنظمة سعر الصرف.
52	ثانيا: الانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام الصرف المرن.
57	خلاصة الفصل الأول.
121-58	الفصل الثاني: تدفقات رؤوس الأموال إلى الدول النامية والتوجه إلى تحرير حساب رأس المال.
59	تمهيد.
60	المبحث الأول: حركة رؤوس الأموال الدولية.
60	المطلب الأول: المفاهيم النظرية لرؤوس الأموال الأجنبية.

60	أولاً: مفهوم تدفقات رؤوس الأموال.
60	ثانياً: مظاهر حركة رؤوس الأموال الدولية.
61	ثالثاً: تصنيف التدفقات الدولية لرؤوس الأموال.
61	رابعاً: تصنيف تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلى تدفقات مديونية وتدفقات خاصة.
62	خامساً: خصائص تدفقات رؤوس الأموال المختلفة.
64	المطلب الثاني: متطلبات حركة رؤوس الأموال الدولية.
64	أولاً: قدرة رؤوس الأموال على التنقل دولياً.
67	ثانياً: أسباب وعوامل حركة رؤوس الأموال الدولية
70	ثالثاً: أهداف انتقال رؤوس الأموال بين الدول.
71	رابعاً: محددات حركة رؤوس الأموال الدولية.
73	المطلب الثالث: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول النامية.
73	أولاً: النتائج التحليلية لحركة رؤوس الأموال الدولية.
75	ثانياً: أسباب نقص رؤوس الأموال في الدول النامية.
76	ثالثاً: هيكل تدفقات رؤوس الأموال إلى الدول النامية.
79	المبحث الثاني: الأشكال الأساسية لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.
79	المطلب الأول: الاستثمارات الأجنبية.
79	أولاً: الاستثمار الأجنبي المباشر.
82	ثانياً: الاستثمار الأجنبي غير المباشر.
86	المطلب الثاني: القروض الأجنبية والمنح والمساعدات الرسمية.
86	أولاً: القروض الأجنبية.
92	ثانياً: المنح والمساعدات الرسمية.
96	المطلب الثالث: التغير في احتياطات الصرف وتحويلات المهاجرين.
96	أولاً: احتياطات الصرف.
99	ثانياً: تحويلات المهاجرين.
103	المبحث الثالث: الآثار الاقتصادية لتدفق رؤوس الأموال الأجنبية والتوجه إلى تحرير حساب رأس المال.
103	المطلب الأول: الآثار الإيجابية لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.
103	أولاً: تمهيد الاستهلاك وزيادة الاستثمار.
103	ثانياً: آثار التدفقات الرأسمالية على النمو الاقتصادي.
104	ثالثاً: زيادة معدل التكوين الرأسمالي.
104	رابعاً: تعزيز درجة الالتزام ونوعية السياسات الاقتصادية الكلية وتحسين الكفاءة والاستقرار المالي.
105	خامساً: خلق فرص عمل جديدة.

105	سادسا: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وسد الفجوات.
106	سابعا: تحسين ميزان المدفوعات.
106	ثامنا: نقل وتوفير التكنولوجيا.
107	تاسعا: دفع عجلة التنمية الاقتصادية.
108	عاشرا: آثار إيجابية أخرى.
108	المطلب الثاني: الآثار السلبية لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وسياسات التحكم فيها.
108	أولا: الآثار السلبية لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.
110	ثانيا: السياسات الملائمة للتأثير على هيكل تدفقات رؤوس الأموال.
114	المطلب الثالث: متطلبات التوجه إلى تحرير حساب رأس المال.
114	أولا: معاملات حساب رأس المال ومبررات التقييد.
115	ثانيا: حساب رأس المال ومتطلبات تحريره.
116	ثالثا: إجراءات تحرير حساب رأس المال.
117	رابعا: استراتيجيات تحرير حساب رأس المال.
118	خامسا: مزايا ومخاطر تحرير حساب رأس المال.
118	سادسا: تجارب بعض الدول النامية في تحرير حساب رأس المال.
121	خلاصة الفصل الثاني.
183-122	الفصل الثالث: دراسة قياسية لسلوك رؤوس الأموال الأجنبية في ظل أنظمة الصرف المتبعة في كل من تونس، الجزائر والمغرب.
123	تمهيد.
124	المبحث الأول: سلوك رأس المال الأجنبي خلال فترة التعويم المدار (1994-2008) في تونس.
124	المطلب الأول: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في ظل أنظمة الصرف المتبعة في تونس.
124	أولا: أنظمة الصرف التي مرت بها تونس.
126	ثانيا: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في ظل أنظمة الصرف التي مرت بها تونس.
130	المطلب الثاني: علاقة سعر الصرف بتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.
130	أولا: دراسة وصفية للسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة.
131	ثانيا: اختبار استقرارية سلاسل المتغيرات المدروسة عند المستوى.
133	ثالثا: اختبار استقرارية سلاسل المتغيرات المدروسة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى.
136	رابعا: اختبار علاقة التكامل المتزامن لـ (Engle-Granger).
137	خامسا: اختبار علاقة التكامل المتزامن لـ "JOHANSEN".
138	سادسا: التحليل الإحصائي والاقتصادي لنتائج الدراسة.
139	المطلب الثالث: الاتجاهات المستقبلية لسعر الصرف وتدفقات رؤوس الأموال إلى تونس.

139	أولاً: التنبؤ باستخدام طريقة "Box et Jenkins".
141	ثانياً: التنبؤ باستخدام طريقة التمهيد الآسي لـ "HOLT-WINTERS".
143	المبحث الثاني: سلوك رأس المال الأجنبي خلال فترة التعويم المدار (1995-2008) في الجزائر.
143	المطلب الأول: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في ظل أنظمة الصرف المتبعة في الجزائر.
143	أولاً: أنظمة الصرف التي مرت بها الجزائر.
146	ثانياً: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الجزائر.
150	المطلب الثاني: علاقة سعر الصرف بتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.
150	أولاً: دراسة وصفية للسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة.
150	ثانياً: اختبار استقرارية سلاسل المتغيرات المدروسة عند المستوى.
153	ثالثاً: اختبار استقرارية سلاسل المتغيرات المدروسة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى.
155	رابعاً: اختبار علاقة التكامل المتزامن لـ (Engle-Granger).
157	خامساً: اختبار علاقة التكامل المتزامن لـ "JOHANSEN".
158	سادساً: التحليل الإحصائي والاقتصادي لنتائج الدراسة.
159	المطلب الثالث: الاتجاهات المستقبلية لسعر الصرف وتدفقات رؤوس الأموال إلى الجزائر.
159	أولاً: التنبؤ باستخدام طريقة "Box et Jenkins".
161	ثانياً: التنبؤ باستخدام طريقة التمهيد الآسي لـ "HOLT-WINTERS".
163	المبحث الثالث: سلوك رأس المال الأجنبي خلال فترة الربط بسلة من العملات (1996-2008) في المغرب.
163	المطلب الأول: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في ظل أنظمة الصرف المتبعة في المغرب.
163	أولاً: أنظمة الصرف التي مرت بها المغرب خلال الفترة 1958-2008.
165	ثانياً: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى المغرب.
170	المطلب الثاني: علاقة سعر الصرف بتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.
170	أولاً: دراسة وصفية للسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة.
170	ثانياً: اختبار استقرارية سلاسل المتغيرات المدروسة عند المستوى.
173	ثالثاً: اختبار استقرارية سلاسل المتغيرات المدروسة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى.
175	رابعاً: اختبار علاقة التكامل المتزامن لـ (Engle-Granger).
177	خامساً: اختبار علاقة التكامل المتزامن لـ "JOHANSEN".
178	سادساً: التحليل الإحصائي والاقتصادي لنتائج الدراسة.
179	المطلب الثالث: الاتجاهات المستقبلية لسعر الصرف وتدفقات رؤوس الأموال إلى المغرب.
179	أولاً: التنبؤ باستخدام طريقة "Box et Jenkins".

181	ثانيا: التنبؤ باستخدام طريقة التمهيء الأسي لـ "HOLT-WINTERS".
183	خلاصة الفصل الثالث.
191-184	خاتمة.
	قائمة المراجع.
	الملاحق.

قائمة الأشكال والجداول

قائمة الأشكال والجداول.

أولاً: قائمة الأشكال:

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
08	أهم محددات سعر الصرف عند <i>David Eiteman</i> .	الشكل 1-1
21	طبيعة العلاقات بين مختلف النظريات المحددة لسعر الصرف.	الشكل 2-1
27	منحنى <i>IS</i> .	الشكل 3-1
27	منحنى <i>LM</i> .	الشكل 4-1
32	التوازن في اقتصاد مفتوح وتحديد الدخل وسعر الفائدة التوازنيين.	الشكل 5-1
33	التوازن الداخلي والتوازن الخارجي وتحديد حجم النفقات المحلية وسعر الصرف الحقيقي.	الشكل 6-1
38	المستويات الثلاثة لنظام بريتون وودز.	الشكل 7-1
40	الحاجة الماسة لأنظمة صرف مستقرة.	الشكل 8-1
42	الاختيارات المتغيرة لأنظمة الصرف بين 1990-2007.	الشكل 9-1
48	تصنيفات أنظمة الصرف.	الشكل 10-1
53	الانتقال المنظم مقابل الانتقال غير المنظم من نظام التثبيت إلى نظام التعويم.	الشكل 11-1
73	النتائج التحليلية لحركة رؤوس الأموال الدولية.	الشكل 1-2
77	هيكل تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول النامية خلال الفترة 1980-2008.	الشكل 2-2
81	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية ونسبتها من التدفقات العالمية خلال الفترة 1970-2008	الشكل 3-2
86	تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الدول النامية خلال الفترة 1970-2008	الشكل 4-2
90	الإنتاج والثروة النابعة من حسن التصرف في مجال الإقراض الدولي	الشكل 5-2
92	تطور الديون الخارجية في الدول النامية خلال الفترة 1970-2008	الشكل 6-2
96	تدفقات المنح والمساعدات الرسمية إلى الدول النامية خلال الفترة 1960-2008	الشكل 7-2
99	تراكم احتياطات الصرف في الدول النامية خلال الفترة 1984-2008	الشكل 8-2
102	تدفقات تحويلات المهاجرين إلى الدول النامية خلال الفترة 1970-2008	الشكل 9-2
126	تطور سعر صرف الدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 1960-2008	الشكل 1-3
127	تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى تونس خلال الفترة 1970-2008.	الشكل 2-3
128	تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى تونس خلال الفترة 1970-2008.	الشكل 3-3
128	تدفق المساعدات والمنح الرسمية إلى تونس خلال الفترة 1970-2008.	الشكل 4-3
129	تطور الديون الخارجية في تونس خلال الفترة 1970-2008.	الشكل 5-3
129	تدفقات تحويلات المهاجرين إلى تونس خلال الفترة 1970-2008.	الشكل 6-3

قائمة الأشكال والجداول:.....

130	تطور احتياطات الصرف في تونس خلال الفترة 1970-2008.	الشكل 3-7
140	التنبؤ بقيم <i>TCH</i> و <i>SFVR</i> خلال الفترة 2009-2015 باستخدام طريقة " <i>Box et Jenkins</i> ".	الشكل 3-8
142	التنبؤ باستخدام طريقة التمهيد الآسي لـ " <i>HOLT- WINTERS</i> ".	الشكل 3-9
146	تطور سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 1960-2008	الشكل 3-10
147	تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر خلال الفترة 1970-2008.	الشكل 3-11
148	تدفق المساعدات والمنح الرسمية إلى الجزائر خلال الفترة 1970-2008.	الشكل 3-12
148	تطور الديون الخارجية في الجزائر خلال الفترة 1970-2008.	الشكل 3-13
149	تدفقات تحويلات المهاجرين إلى الجزائر خلال الفترة 1970-2008.	الشكل 3-14
149	تطور احتياطات الصرف في الجزائر خلال الفترة 1970-2008.	الشكل 3-15
160	التنبؤ بقيم <i>TCH</i> و <i>SFVR</i> خلال الفترة 2009-2015 باستخدام طريقة " <i>Box et Jenkins</i> ".	الشكل 3-16
162	التنبؤ باستخدام طريقة التمهيد الآسي لـ " <i>HOLT- WINTERS</i> ".	الشكل 3-17
165	تطور سعر صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 1960-2008	الشكل 3-18
166	تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى المغرب خلال الفترة 1970-2008.	الشكل 3-19
167	تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى المغرب خلال الفترة 1970-2008.	الشكل 3-20
167	تدفق المساعدات والمنح الرسمية إلى المغرب خلال الفترة 1970-2008.	الشكل 3-21
168	تطور الديون الخارجية في المغرب خلال الفترة 1970-2008.	الشكل 3-22
169	تدفقات تحويلات المهاجرين إلى المغرب خلال الفترة 1970-2008.	الشكل 3-23
169	تطور احتياطات الصرف في المغرب خلال الفترة 1970-2008.	الشكل 3-24
180	التنبؤ بقيم <i>TCH</i> و <i>SFVR</i> خلال الفترة 2009-2015 باستخدام طريقة " <i>Box et Jenkins</i> ".	الشكل 3-25
182	التنبؤ باستخدام طريقة التمهيد الآسي لـ " <i>HOLT- WINTERS</i> ".	الشكل 3-26

ثانيا: قائمة الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
07	ارتفاع وانخفاض قيمة العملة في ظل التقلبات الحرة لأسعار الصرف.	الجدول 1-1
41	التقسيم الحديث لنظم أسعار الصرف.	الجدول 2-1
44	تركيبة أنظمة الصرف عند <i>Friedman</i> .	الجدول 3-1
45	تصنيف أنظمة الصرف عند <i>Latter</i> سنة 1996.	الجدول 4-1
46	تصنيف أنظمة الصرف لـ <i>Ghosh</i> سنة 1997.	الجدول 5-1
46	تصنيف أنظمة الصرف عند <i>Sturzenegger</i> و <i>Levy-Yeyati</i> سنة 1999.	الجدول 6-1
47	تصنيف <i>Bubula</i> و <i>Otker-Robe</i> لأنظمة الصرف سنة 2002.	الجدول 7-1
63	خصائص التدفقات المالية المختلفة.	الجدول 1-2
83	المقارنة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر.	الجدول 2-2

131	تحديد درجة التأخير في السلسلة TCH .	الجدول 1-3
132	تحديد درجة التأخير في السلسلة $SFVR$	الجدول 2-3
132	نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة TCH	الجدول 3-3
133	نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة $SFVR$	الجدول 4-3
134	تحديد درجة التأخير في السلسلة $D(TCH)$	الجدول 5-3
134	تحديد درجة التأخير في السلسلة $D(SFVR)$	الجدول 6-3
135	نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة $D(TCH)$.	الجدول 7-3
135	نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة $D(SFVR)$.	الجدول 8-3
137	تحديد درجة التأخير في سلسلة البواقي ε_t	الجدول 9-3
137	نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة ε_t .	الجدول 10-3
138	تحديد درجة تأخير شعاع الانحدار الذاتي VAR .	الجدول 11-3
138	اختبار رتبة التكامل المتزامن بين TCH و $SFVR$.	الجدول 12-3
140	التنبؤ بقيم TCH و $SFVR$ خلال الفترة 2009-2015 باستخدام طريقة "Box et Jenkins"	الجدول 13-3
140	اختبار $Show Forecast$ لسلسلة سعر الصرف.	الجدول 14-3
140	اختبار $Show Forecast$ لسلسلة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.	الجدول 15-3
141	قيم المعلمات α و β في طريقة التمهيد الأسّي لـ "HOLT-WINTERS"	الجدول 16-3
141	التنبؤ باستخدام طريقة التمهيد الأسّي لـ "HOLT- WINTERS"	الجدول 17-3
151	تحديد درجة التأخير في السلسلة TCH	الجدول 18-3
151	تحديد درجة التأخير في السلسلة $SFVR$.	الجدول 19-3
152	نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة TCH	الجدول 20-3
152	نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة $SFVR$.	الجدول 21-3
153	تحديد درجة التأخير في السلسلة $D(TCH)$	الجدول 22-3
154	تحديد درجة التأخير في السلسلة $D(SFVR)$	الجدول 23-3
154	نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة $D(TCH)$.	الجدول 24-3
155	نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة $D(SFVR)$.	الجدول 25-3
156	تحديد درجة التأخير في سلسلة البواقي ε_t .	الجدول 26-3
157	نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة ε_t .	الجدول 27-3
157	تحديد درجة تأخير شعاع الانحدار الذاتي VAR .	الجدول 28-3
158	اختبار رتبة التكامل المتزامن بين TCH و $SFVR$.	الجدول 29-3
160	التنبؤ بقيم TCH و $SFVR$ خلال الفترة 2009-2015 باستخدام طريقة "Box et Jenkins"	الجدول 30-3
161	اختبار $Show Forecast$ لسلسلة سعر الصرف.	الجدول 31-3

161	اختبار <i>Show Forecast</i> لسلسلة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.	الجدول 3-32
161	قيم المعلمات α و β في طريقة التمهيد الآسي لـ " <i>HOLT-WINTERS</i> "	الجدول 3-33
162	التنبؤ باستخدام طريقة التمهيد الآسي لـ " <i>HOLT- WINTERS</i> "	الجدول 3-34
164	تطور أنظمة سعر الصرف في المغرب.	الجدول 3-35
171	تحديد درجة التأخير في السلسلة <i>TCH</i>	الجدول 3-36
171	تحديد درجة التأخير في السلسلة <i>SFVR</i>	الجدول 3-37
172	نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور <i>ADF</i> لسلسلة <i>TCH</i>	الجدول 3-38
172	نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور <i>ADF</i> لسلسلة <i>SFVR</i> .	الجدول 3-39
173	تحديد درجة التأخير في السلسلة <i>D(TCH)</i>	الجدول 3-40
174	تحديد درجة التأخير في السلسلة <i>D(SFVR)</i>	الجدول 3-41
174	نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور <i>ADF</i> لسلسلة <i>D(TCH)</i> .	الجدول 3-42
175	نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور <i>ADF</i> لسلسلة <i>D(SFVR)</i>	الجدول 3-43
176	تحديد درجة التأخير في سلسلة البواقي ε_t	الجدول 3-44
177	نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور <i>ADF</i> لسلسلة ε_t .	الجدول 3-45
177	تحديد درجة تأخير شعاع الانحدار الذاتي <i>VAR</i> .	الجدول 3-46
178	اختبار رتبة التكامل المتزامن بين <i>TCH</i> و <i>SFVR</i> .	الجدول 3-47
180	التنبؤ بقيم <i>TCH</i> و <i>SFVR</i> خلال الفترة 2009-2015 باستخدام طريقة " <i>Box et Jenkins</i> "	الجدول 3-48
181	اختبار <i>Show Forecast</i> لسلسلة سعر الصرف.	الجدول 3-49
181	اختبار <i>Show Forecast</i> لسلسلة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.	الجدول 3-50
181	قيم المعلمات α و β في طريقة التمهيد الآسي لـ " <i>HOLT-WINTERS</i> "	الجدول 3-51
182	التنبؤ باستخدام طريقة التمهيد الآسي لـ " <i>HOLT- WINTERS</i> "	الجدول 3-52

مقدمة

لاشك أن أهمية التنمية في عالمنا المعاصر أصبحت أكثر وضوحاً وإلحاحاً، إذ ثمة عقبات اعترضت طريقها منذ الحرب العالمية الثانية، ومن أهم هذه العقبات عدم كفاية رؤوس الأموال المحلية اللازمة لتمويل برامج التنمية وهو ما ألح على ضرورة الاستعانة برؤوس أموال أجنبية نظراً لما تؤديه من دور في تعزيز المدخرات الوطنية لبلوغ معدلات أعلى للتراكم الرأسمالي، بالإضافة إلى ما تسهم به في تزويد البلدان النامية بالنقد الأجنبي اللازم للوفاء بمتطلبات عملية التنمية، ولذلك تسعى البلدان النامية إلى البحث عن مصادر خارجية لتمويل خطط التنمية بما وذلك بالعمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية وتشجيعها على الانسياب إليها.

أصبح لزاماً على الدول وخاصة النامية منها اختبار التحفيزات والمحددات الرئيسية التي تؤدي إلى تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى داخل البلد، دون أن ينعكس ذلك سلباً على المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية له، حيث ساد الاعتقاد في السنوات الأخيرة أن اتباع دول العالم لأنظمة صرف معومة سيؤدي إلى تراجع أهمية دراسة التدفقات الرأسمالية بين الدول، حيث أن تغيرات أسعار الصرف ستزيل المخاوف المرتبطة بموازن المدفوعات وأنّ تدفقات رؤوس الأموال ستصل إلى مستوى أمثل تكون عنده أسعار الصرف في حالة تعادل، لكن أسعار الصرف المعومة لم تُنه هذه الهواجس، إذ ازدادت الروابط عبر تدفقات التجارة وحركة رؤوس الأموال، وهذا ما أدى إلى زيادة درجة الاعتماد المتبادل واختلاف طبيعة التحركات الدولية لرؤوس الأموال باختلاف الدوافع وراء انتقالها، نوعية رأس المال، اتجاهاته والأجال الزمنية التي ينتقل على أساسها، وبالتالي تغير هيكل التحركات الدولية لرؤوس الأموال مع الزمن نتيجة للتغيرات الدولية الحاصلة والتي من أهمها: تراكم الفوائض النفطية في الأسواق المالية الدولية، وظهور آليات جديدة للتمويل الدولي، إضافة إلى نظام التعويم الذي انبثقت عنه أنظمة وسيطية أقل شفافية ساهمت في تنقل رؤوس الأموال باتجاه العملات القوية.

لقد كشفت السنوات الأخيرة عن شعور عام بعدم الرضا عن التصنيفات الرسمية لأنظمة الصرف، وأصبح اختيار نظام سعر الصرف من أقدم الأسئلة في الاقتصاد النقدي الدولي التي عادت إلى النقاش بحدة في الوقت الحالي خاصة بعد توالي أزمات العملة، ومن أهم الاقتصاديين الذين اهتموا بدراسة المشكلة (Stanley Fisher) و (Jeffry Frankel)، وأهم التصنيفات التي حاولت وضع ترتيبات لأنظمة الصرف كانت فرضية الركنين (Two Corners Hypothesis) التي تعود للاقتصادي (Barry Eichengreen) عام 1994 والتي تحمل فكرة رئيسية مفادها أن الدول لا يمكن لها الاستمرار في اتباع أنظمة الصرف الوسيطية، إذ لا بد لكل دولة من اختيار ركن معين، إما التثبيت أو التعويم، وتنامى الاهتمام بهذه النظرية من قبل عدة اقتصاديين أمثال (Kenneth Rogoff) و (Maurice Obstfeld) عام 1995، واختُبرت عدة مرات وأبرز اختبار لها كان من قبل

الاقتصاديين (Apanard Angkinand, Eric Chiu, Thomas Willett)¹، وهناك محاولتان حديثتا العهد بوضع تصنيفات ذات معنى من الناحية الاقتصادية وهما: ورقة (Reinhardt and Rogoff, 2002)² وورقة (Levy-Yeyati and Sturzenegger, 2002)³، وعرضت هاتان الورقتان تصنيفاتهما التبادلية الخاصة بأنظمة الصرف في عدد كبير من الدول على مدى عقود طويلة، ويبدو أن هاتين الدراستين تكملان بعضهما بعضاً حيث استخدمت الأولى البيانات الخاصة بأسعار الصرف الموازية لاكتشاف ما إذا كان جزء كبير من صفقات العملات قد نُفِّدَ بأسعار متغيرة حتى في ظل أنظمة رسمية لتثبيت سعر الصرف، بينما حاولت الثانية قياس التزام الدول التي أقرت نُظُمَ تعويم رسمية بأسعار صرف مستهدفة ضمناً، حيث أفرزت عن حقيقة التخوف من التعويم، إذ أن المؤيدين لنظام التعويم يتخرجون من رؤية سعر الصرف يتحرك بحرية نظراً للتكاليف التي يسببها تقلب هذه الأسعار، وهي تكاليف تتراوح ما بين أثر هذا التقلب على التضخم وصولاً إلى طرده لرؤوس الأموال الأجنبية عند وصوله إلى مستويات تفوق قيمته الحقيقية، ومن ثم يتدخلون في غالب الأحيان لمنع سعر الصرف من التحرك في مجال واسع.

إنّ الدول العربية عموماً تتبع أنظمة صرف تتراوح ما بين التثبيت والتعويم المدار (المُسيّر)، فبالرغم من انفتاح بعض هذه الدول تجارياً إلا أنها لازالت تبالغ في تقييد رؤوس الأموال للانسياب إليها من خلال سن قوانين وتشريعات لا تتوافق مع بواصر الانفتاح المالي، إضافة إلى المبالغة في ربط أو تسيير عملاتها خاسرة بذلك فرصاً ضائعة تتجلى أساساً في توفير التمويل قصير وطويل المدى، واستقطاب أحدث التكنولوجيات التي من شأنها دفع عجلة التنمية ورفع تنافسية منتجاتها في الأسواق العالمية.

أولاً: أهمية الموضوع: بناء على ما سبق ونظراً لما شهدته السنوات الأخيرة من توجه عدد كبير من دول العالم -خاصة النامية- منها إلى اتباع نظم أسعار الصرف الحرة، حيث يسود الاعتقاد أن اتباع أنظمة صرف أكثر مرونة سيققل من تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، حيث أن تحركات رؤوس الأموال تتعادل بتعادل أسعار الصرف الحرة، واختباراً لصحة هذا الاعتقاد ارتأينا تجريب ذلك على كل من تونس والجزائر اللتين تتبعان أنظمة تعويم مدارية، والمغرب التي تتبع نظام الربط بسلة من العملات، وذلك بدراسة سلوك تدفقات رؤوس الأموال إلى هذه الدول في ظل أنظمة الصرف المتبعة قصد إبراز اتجاهات كلا المتغيرين بدلالة الأخر.

¹ Apanard Angkinand, Eric M.P. Chiu, Thomas D. Willett: "Testing the Unstable Middle and Two Corners Hypotheses", Paper Prepared for the Annual Meeting of the International Studies Association Honolulu, Hawaii, March 5, 2005.

² Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff : "The Modern History of Exchange Rate Arrangement :A Reinterpretation", Working Paper 8963, National Bureau of Economic, Cambridge, June 2002.

³ Eduardo Levy-Yeyati, Federico Sturzenegger: "Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words", Business School, January 2002.

ثانياً: أهداف البحث: نسعى من خلال القيام بهذا البحث الأكاديمي إلى تحقيق عدة أهداف أهمها:

♦ التعرف على آليات وتقنيات تحديد سعر الصرف من خلال نماذج اقتصادية وقياسية من وجهات النظر المختلفة لمجموعة من الاقتصاديين، حيث يركز الصنف الأول على الأسواق المالية وتوازن المحفظة والصنف الثاني على الاقتصاد الحقيقي، والصنف الثالث على الاقتصاد النقدي، والصنف الرابع على التوازن الداخلي والخارجي لتحديد سعر الصرف.

♦ إبراز المنظور التاريخي والتوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية ومدى تطبيق هذه الأنظمة ومعايير اختيارها.

♦ توضيح الأشكال الأساسية للتدفقات الرأسمالية بين الدول وأسباب نقصها في الدول النامية، إضافة إلى الآثار الاقتصادية الناتجة عنها.

♦ اختبار مدى تأثير رأس المال الأجنبي بسعر الصرف في تونس، الجزائر والمغرب ثم الحكم على نجاعة الأنظمة المتبعة في هذه الدول في جذب المزيد من رؤوس الأموال الأجنبية.

ثالثاً: مبررات اختيار الموضوع: تم اختيار هذا الموضوع بالنظر إلى الأهمية الكبيرة التي يكتسبها، ولوجود دوافع أخرى منها:

♦ دخول الموضوع في إطار التخصص في مجال سياسات الاقتصاد الدولي في قسمها المالي والنقدي على غرار قسم العلاقات التجارية الدولية.

♦ يعتبر البحث تمهيداً لأبحاث ودراسات قادمة في مرحلة الدكتوراه في مجال سياسات الاقتصاد النقدي والمالي الدولي.

رابعاً: الإشكالية الرئيسية: إن الإشكالية الرئيسية التي نود معالجتها تتمحور حول السؤال الرئيسي التالي:

♦ ما مدى نجاعة أنظمة الصرف المتبعة في كل من تونس، الجزائر والمغرب في جذب رؤوس الأموال الأجنبية إليها؟.

خامساً: الأسئلة الفرعية: إن معالجة موضوع البحث والإجابة عن الإشكالية الرئيسية يقتضي تقسيم تلك الإشكالية إلى أسئلة فرعية هي:

♦ ما هي أهم النظريات والنماذج الاقتصادية والقياسية المحددة للمستوى الأمثل لسعر الصرف؟.

♦ ما هي أهم الإسهامات الاقتصادية التي حاولت وضع تصنيفات لأنظمة الصرف؟.

♦ ما هي الآثار الاقتصادية لمختلف أشكال التدفقات الرأسمالية، وما هي متطلبات التوجه لتحرير حساب

رأس المال؟.

♦ ما هو سلوك رؤوس الأموال الأجنبية في ظل أنظمة الصرف المتبعة في كل من تونس، الجزائر والمغرب؟

سادسا: حدود البحث: تقتضي منهجية البحث العلمي الاقتراب من الموضوعية وتسهيل الوصول إلى استنتاجات منطقية ضرورية للتحكم في إطار التحليل المتعلق بطبيعة هذه الدراسة، وذلك بضبط الإطار الذي يسمح بالفهم الصحيح للمسار الموضوع لتحليلها واختبار فرضياتها، ولتحقيق ذلك قمنا بإنجاز هذا البحث ضمن الحدود والأبعاد التالية:

1. البعد الزمني: غطت الدراسة فترة تبنّي دول المغرب العربي لأنظمة الصرف المتبعة حاليا، حيث ستكون فترة الدراسة بالنسبة لـ "تونس" محصورة بين (1994-2008)، وهي فترة التعويم المدار، أما بالنسبة للجزائر فستكون فترة الدراسة بين (1995-2008)، وهي الفترة التي تبنّي فيها الجزائر نظام التعويم المدار أيضا، أما في المغرب فستكون فترة الدراسة بين (1996-2008) وهي الفترة التي تتمثل في ربط الدرهم المغربي بسلة من العملات.

2. البعد المكاني: تقتضي الإجابة على الإشكالية المقدمة التقيد ببعد مكاني، حيث وقعت الدراسة على دول المغرب العربي الثلاث (تونس، الجزائر و المغرب)، وذلك لتشابه هذه الدول من حيث البيئة الاقتصادية من جهة، وتفاوتها في الحاجة إلى التمويل الأجنبي من جهة أخرى، إضافة إلى اتباعها لأنظمة صرف متقاربة، وحاولنا بناء على ذلك دراسة سلوك رأس المال الأجنبي المتدفق إليها في ظل هذه الأنظمة.

سابعا: الفرضيات: للإجابة على هذه التساؤلات وُضعت مجموعة من الفرضيات هي:

♦ تعتبر المتغيرات النقدية أساسا في تحديد سعر الصرف التوازني في إطار النماذج القياسية لتحديد سعر الصرف.

♦ عدّلت دول المغرب العربي أنظمة صرفها مساندة لتطورات النظام النقدي الدولي.

♦ تتباين أشكال تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في التدفق وفي التأثير على اقتصاديات الدول النامية.

♦ تراكم احتياطات الصرف يجعل رؤوس الأموال الأجنبية لا تسلك سلوك أسعار الصرف في الجزائر.

♦ حاجة تونس والمغرب إلى التمويل الأجنبي يجعل رؤوس الأموال الأجنبية تسلك نفس اتجاه أسعار

الصرف في البلدين.

ثامنا: منهج الدراسة: للإجابة عن الإشكالية المطروحة واختبار صحة فرضياتها والوصول إلى الأهداف المرجوة، استعملنا المنهج الاستنباطي بأداتيه الوصف والتحليل، من خلال وصف المفاهيم النظرية لأسعار الصرف وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في الدول النامية إضافة إلى تحليل تطورها خلال فترة الدراسة، كما تم استخدام المنهج الاستقرائي من خلال استخدام الأدوات القياسية لاختبار مدى فعالية نظام الصرف في كل من تونس، الجزائر والمغرب في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والتنبؤ بها في المستقبل.

تاسعا: الدراسات السابقة: يوجد العديد من الدراسات التي قامت بتحليل العلاقة بين سعر الصرف وتدفقات رؤوس الأموال أو الأنظمة التي يتحدد على أساسها سعر الصرف وسلوك تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في

ظل هذه الأنظمة، وأغلب هذه الدراسات عبارة عن أوراق عمل وأوراق بحثية اعتمدت معظمها على الأدوات القياسية لاختبار مدى نجاعة أنظمة الصرف المتبعة - في الدول التي أجريت عليها الدراسة- في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، ومن خلال إطلاعنا على البعض من هذه الدراسات اخترنا أهم الدراسات التي لها علاقة مباشرة بموضوع بحثنا وهي كالاتي:

1- دراسة 'ألفريدو كوفاس'، 'أليخاندرو ورنر':

"تجربة المكسيك مع نظام سعر الصرف المرن"

وهي عبارة عن مداخلة مقدمة في ندوة "نظم وسياسات سعر الصرف" قام بتنظيمها معهد السياسات الاقتصادية بصندوق النقد العربي بالتنسيق مع صندوق النقد الدولي في 16-17 ديسمبر 2002 وتوصل فيها الباحثان إلى أن تطبيق المكسيك لنظام سعر الصرف المرن أدى إلى انتعاش التجارة والاستثمار الدوليين خاصة الاستثمار الأجنبي المباشر إضافة إلى دخول اتفاقية "NAFTA" حيز التنفيذ دون أن يحدث ذلك تقلبات كبيرة في سعر صرف البيزو المكسيكي.

2- دراسة 'الشارف عتو':

"دراسة قياسية لاستقطاب رأس المال الأجنبي للجزائر في ظل فرضية الركن لنظام سعر الصرف"

وهي مقالة نشرت في مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، سنة 2009، شملت الدراسة فترة التعويم المدار للدينار الجزائري باستخدام التكامل المتزامن وتوصل فيها الباحث إلى غياب أي علاقة في المدى الطويل بين سعر الصرف وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والديون طويلة الأجل.

3- دراسة 'Dua Pami', 'Partha Sen':

"Capital Flow Volatility and exchange rate : The case of INDIA"

وهي عبارة عن ورقة عمل أجريت بمركز اقتصاديات التنمية "Centre for Development Economics" بجامعة دلهي بالهند "University of Delhi" سنة 2006، توصل من خلالها الباحثان إلى أن سعر الصرف الفعلي الحقيقي متكامل زمنيا مع كل من: مستوى تدفق رأس المال، تقلبات هذا التدفق، فائض الحساب الجاري والإنفاق الحكومي، وأن هذه المتغيرات هي التي تُسبب التقلبات في سعر الصرف الفعلي الحقيقي باستخدام اختبار السببية لـ "Granger".

4- دراسة 'Heather Gibson', 'Nicholas Tsaveas', 'Thomas Vlassopoulos':

"CAPITAL FLOWS, CAPITAL ACCOUNT LIBERALISATION AND MEDITERRANEAN COUNTRIES"

وهي عبارة عن ورقة عمل أجريت في قسم البحوث الاقتصادية (Economic Research Department) بينك اليونان (BANK OF GREECE) سنة 2006، حيث فحصت هذه الورقة بعض القضايا المتعلقة بتحرير حساب رأس المال في الدول المتوسطة، وتوصل فيها الباحثون إلى ضعف تأثير أنظمة الصرف على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، وخلصت النتائج كذلك إلى أن النمو الاقتصادي المتواصل لهذه الدول

كان له تأثير إيجابي على تدفق رأس المال الصافي، وأن معدل التضخم (الحالي والمتوقع) المرتفع يُنقص من حجم التدفقات الرأسمالية، كما أن معدل نمو الكتلة النقدية له تأثير سلبي على تدفقات رأس المال الصافي، إضافة إلى نقص فعالية السياسات الحكومية على تشجيع تدفق رأس المال الصافي إلى هذه الدول، وخلص الباحثون إلى أن الدول المتوسطة والتي لازالت لم تحرر حساب رأسمالها إلى حد الآن سوف تحقق مكاسب كبيرة جدا عند قيامها بعملية التحرير نظرا لاحتوائها على بيئة اقتصادية استراتيجية هامة.

5- دراسة 'Carlos Ibarra':

"Capital Flows, Exchange Rate Regime, and Macroeconomic Performance in Mexico"

وهي عبارة عن ورقة بحثية أجريت بالمعهد الدولي لبحوث التنمية الاقتصادية "World institute for research Development Economics" سنة 2004، حللت هذه الورقة التأثيرات قصيرة الأمد لتدفق رأس المال الأجنبي إلى المكسيك والتأثير المحتمل على اختيار نظام الصرف في البلاد قبل التعويم وبعده، وتوصل من خلالها الباحث إلى أن تدفقات رأس المال المختلف عن الاستثمار الأجنبي المباشر له تأثير على كل من الاستهلاك والطلب الاستثماري، إضافة إلى أن سعر الصرف وأسعار الأسهم المالية الحقيقية شكلتا قنوات وصل مهمة بعد تبني نظام التعويم.

6- دراسة 'Olumuyiwa Alaba':

"EXCHANGE RATE UNCERTAINTY AND FOREIGN DIRECT INVESTMENT IN NIGERIA"

وهي عبارة عن ورقة بحثية مقدمة ضمن بحوث السياسة التجارية (Trade Policy Research) بجامعة (Ibadan) بـ "نيجيريا" سنة 2003. حاولت الدراسة تخمين علاقة بين سلوك سعر الصرف كأهم مرساة للعملية الاقتصادية وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، وجاءت معاكسة للأدب الاقتصادي القائل بأن مرونة أسعار الصرف تزيد من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وتدفع القلق عن المستثمرين، وخلص الباحث إلى أن سعر الصرف في السوق الموازية هو المحدد للعمليات الاقتصادية الحقيقية وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في نيجيريا.

عاشراً: تقسيمات البحث: قصد الإمام بكل جوانب الموضوع، تم تقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول:

♦ تطرقنا في **الفصل الأول** إلى أسعار الصرف والتوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية، إذ خصص المبحث الأول إلى المفاهيم النظرية الأساسية لسعر الصرف وذلك من خلال التطرق إلى سياسات سعر الصرف بالتركيز على أهم سياستين له وهما: سياسة تخفيض قيمة العملة وسياسة الرقابة على الصرف، أما المبحث الثاني فأوردنا من خلاله أهم النظريات والنماذج الاقتصادية والقياسية المحددة لسعر الصرف التوازني، وخصص المبحث الثالث لأنظمة الصرف الدولية بدءاً من المنظور التاريخي لهذه الأنظمة وصولاً إلى الاختيارات والتصنيفات الحديثة لها، وكذا متطلبات الانتقال من أنظمة الصرف الثابتة إلى أنظمة صرف أكثر مرونة.

♦ في الفصل الثاني تم التطرق إلى تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول النامية ومتطلبات ودوافع التوجه لتحرير حساب رأس المال، حيث عالج المبحث الأول المفاهيم النظرية لرؤوس الأموال الأجنبية مع إبراز عوامل الجذب والقدرة على التنقل دولياً، أما المبحث الثاني فعرضنا من خلاله الأشكال الأساسية لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية من استثمارات أجنبية، قروض ومنح ومساعدات رسمية، احتياطات الصرف وتدفقات تحويلات المهاجرين، وختمنا الفصل بمبحث ثالث أبرزنا من خلاله الآثار الإيجابية لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وآثارها السلبية وطرق التحكم في هذه التدفقات، إضافة إلى متطلبات ودوافع التوجه لتحرير حساب رأس المال، مع عرض تجارب الدول النامية.

♦ مثل الفصل الثالث والأخير الجانب التطبيقي للدراسة التي أجريت على ثلاث دول مغاربية (تونس، الجزائر والمغرب) وذلك من خلال الاختبارات القياسية لفعالية أنظمة الصرف التي تتبعها هذه الدول في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، نظام التعويم المدار في كل من تونس والجزائر، ونظام الربط بسلة من العملات في المغرب، حيث أتبعنا نفس المنهجية عند معالجة الموضوع على الدول الثلاث، حيث تم التطرق إلى أنظمة الصرف التي مرت بها الدولة مع تحليل مختلف تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية خلال هذه الأنظمة، إضافة إلى دراسة سلوك تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في ظل أنظمة الصرف الحالية التي تتبعها هذه الدول والتنبؤ بسعر الصرف وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وذلك باستخدام الأدوات القياسية.

الفصل الأول

أسعار الصرف والتوجه الحديث

لأنظمة الصرف الدولية

تمهيد:

إن سعر الصرف يمثل بالنسبة للكثير من البلدان النامية مقياساً حقيقياً لنجاح الحكومة في إدارة الاقتصاد الكلي، ولهذا فإن تدخل الحكومة بإدارة سعر الصرف يقلل من حركتها الحادة، ويساعد على تفادي الآثار السلبية الناجمة عن بعض التقلبات التي قد تحصل؛ وذلك في إطار الوصول إلى سبيل صحيح وسليم لإدارة سعر الصرف وتقييم العملة بقيمتها الحقيقية كي لا ينعكس ذلك على أداء الاقتصاد الكلي من جهة، وتفادي تأثير ذلك على المتغيرات الاجتماعية كإنخفاض القدرة الشرائية من جهة أخرى.

إن تحديد المستوى الأمثل لسعر الصرف أمر في غاية الصعوبة نظراً للعشوائية التي تتميز بها المتغيرات الاقتصادية المحددة له وتعقدتها، فتحديد مستوى سعر الصرف من خلال المستويات المثلى نسبياً للمتغيرات الحقيقية من شأنه أن يجعل المتغيرات النقدية تتجه في اتجاه غير سليم والعكس، فأصبح من الأجدر اختيار إطار أو نظام يحدد سعر صرف العملة على أساسه إما تثبيتاً له أو تركه حراً، إضافة إلى أنظمة وسيطية تتميز ببعض المرونة من جانب نظم الربط وأكثر إحكاماً من جانب النظم المرنة.

هناك عدة مزايا ينطوي عليها سعر الصرف الثابت لاسيما في حالة البلدان النامية التي تسعى إلى بناء الثقة في سياساتها الاقتصادية، وترتبط هذه النظم في العادة بإنخفاض معدلات التضخم، غير أن البلدان التي تعتمد نظاماً لسعر الصرف الثابت تبدو معرضة لأزمات العملة مقارنة بالبلدان التي تعتمد نظاماً أكثر مرونة، وبالفعل يبدو أن المزايا المترتبة على مرونة سعر الصرف تزداد مع تطور الاقتصاديات وارتباطها على نحو أوثق بالأسواق المالية الدولية.

على الرغم من أن العديد من الدول لا يزال ينتهج نظاماً لسعر الصرف الثابت أو غيرها من أنواع نظم الربط، إلا أن هناك زيادة كبيرة في عدد الدول التي اعتمدت نظاماً أكثر مرونة على مدار العقدين الماضيين، ومن المرجح استمرار هذا الاتجاه العام نحو زيادة المرونة في أسعار الصرف مع عمق الروابط عبر الحدود وما تسببه من تعريض بلدان العملة المربوطة لتدفقات رأسمالية أكثر تقلباً نظراً لما تكلفه النظم المرنة من حماية أفضل ضد الصدمات الخارجية وما تحققه من استقلالية أكبر في السياسة النقدية.

سوف نتطرق في هذا الفصل إلى دوافع التوجه إلى أنظمة الصرف الدولية ومتطلبات الانتقال من أنظمة

التثبيت إلى أنظمة التعويم في ظل التحولات الاقتصادية وذلك من خلال ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: المفاهيم النظرية لسعر الصرف.

المبحث الثاني: النظريات والنماذج الاقتصادية والقياسية لتحديد سعر الصرف.

المبحث الثالث: المنظور التاريخي والتوجه الحديث لأنظمة الصرف.

المبحث الأول: المفاهيم النظرية لسعر الصرف.

إن الوصول إلى سعر صرف مناسب هو شرط أساسي لتحقيق الاستقرار والنمو الاقتصادي على أساس مستمر، ومن الممكن زيادة معدلات النمو بصورة مرضية مع خفض معدلات التضخم وفقاً للمعدل المستهدف، غير أن الاعتماد على سعر الصرف الاسمي لا يعكس القدرة الشرائية للمجتمع، وهو ما أوجب إجراء تعديلات لإعطاء سعر صرف أكثر دلالة واستعمالاً في رصد اتجاه الاقتصاد الوطني.

المطلب الأول: مفاهيم حول سعر الصرف.

تتطلب عملية تحويل العملات معرفة الوسائل والأساليب التي تحكم هذا التحويل، وكذا مختلف القوى التي تؤثر في تحديد نسب مبادلات الدول المختلفة، وبالتالي معرفة معدل أو سعر العملة الوطنية بما تساويه أو تعادله من وحدات من العملات الأجنبية.

أولاً: مفهوم سعر الصرف: يعرف سعر الصرف بأنه السعر الذي يتم به مبادلة عملة بلد ما بعملة بلد آخر، وسعر الصرف الأجنبي هو قيمة الوحدة من عملة ما مقومة بوحدات من عملة بلد آخر، وتعتمد الكيفية التي يتحدد بها سعر الصرف على نظام المدفوعات المتبع.¹

يعتبر 'حمدي عبد العظيم' النقد الأجنبي سلعة كغيرها من السلع يتم تبادلها مع الدول المصدرة لهذه العملات، ويعبر عن سعرها بوحدات من العملة الوطنية.² وهناك طريقتان للتسعير:³

1- التسعير المباشر (المؤكد): وفقاً لهذه الطريقة يعرف سعر الصرف على أنه سعر الوحدة الواحدة من العملة الوطنية مقوماً في شكل وحدات من العملة الأجنبية، فإذا كنا في بلد ما (الجزائر مثلاً) فسعر الصرف بالتسعيرة المباشرة هو أن 1 دينار جزائري يعادل 0.0142857 دولار أمريكي.

2- التسعير غير المباشر (غير المؤكد): طبقاً لهذه الطريقة يعرف سعر الصرف على أنه سعر الوحدة من عملة معينة في شكل وحدات من العملة الوطنية، ففي المثال السابق سعر الصرف بالتسعيرة غير المباشرة هو 1 دولار يعادل 70 دينار جزائري.

ثانياً: صيغ سعر الصرف: يمكن التمييز بين الصيغ الأساسية لسعر الصرف وهي كما يلي:

1- سعر الصرف الاسمي: يعرف سعر الصرف الاسمي الثنائي على أنه سعر عملة محلية بدلالة وحدات من عملة أخرى، ويمكن أن يُعكس هذا التعريف لحساب قيمة العملة المحلية بدلالة وحدات من العملة الأجنبية، والمقصود بهذا التعريف هو سعر الصرف الاسمي، أي سعر العملة الجاري الذي لا يأخذ بعين الاعتبار

¹ محمد سيد عابد: "التجارة الدولية"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2001، ص: 305.

² حمدي عبد العظيم: "سياسة سعر الصرف وعلاقتها بالموازنة العامة للدولة"، مكتبة النهضة المصرية، القاهرة، 1987، ص: 96.

³ زينب حسين عوض الله: "الاقتصاد الدولي، نظرة عامة على بعض القضايا"، الدار الجامعية، 1998، ص: 80.

قوتها الشرائية من سلع وخدمات ما بين البلدين، ويتغير هذا السعر يوميا وتسمى هذه التغيرات بالتدهور والتحسن.¹

2- سعر الصرف الحقيقي: هو مقياس للأسعار النسبية للإنتاج الوطني بدلالة الإنتاج الأجنبي (كمية السلع

الأجنبية الضرورية للحصول على وحدة واحدة من السلع الوطنية)، و يعطى بالصيغة التالية: $e_r = e_n \frac{P}{P^*}$

حيث: e_r : سعر الصرف الحقيقي.

e_n : سعر الصرف الاسمي.

P : مستوى الأسعار المحلية.

P^* : مستوى الأسعار الأجنبية.

ويلاحظ أن الانخفاض في سعر الصرف الحقيقي يعني انخفاض السعر النسبي، وبالتالي ارتفاع تنافسية السعر للبلد المعني.²

سعر الصرف الحقيقي يسمح بتوضيح تطورات أسعار الصرف المصححة من آثار فوارق التضخم بين البلد المعني والبلدان الأخرى، فإذا كان \bar{e}_n ، \bar{P} التغير النسبي في الأسعار المحلية و \bar{P}^* التغير النسبي في الأسعار الأجنبية، فزيادة التنافسية تكون عند زيادة الأسعار المحلية بنسبة أقل من نسبة ارتفاع الأسعار الأجنبية، ويصح

التغير النسبي في سعر الصرف الحقيقي \bar{e}_r كما يلي:³

$$1 + \bar{e}_r = \frac{(1 + \bar{e}_n)(1 + \bar{P}^*)}{(1 + \bar{P})}$$

$$\Rightarrow \bar{e}_r = \frac{(1 + \bar{e}_n)(1 + \bar{P}^*)}{(1 + \bar{P})} - 1$$

$$\Rightarrow \bar{e}_r \approx \bar{e}_n + \bar{P}^* - \bar{P}$$

فإذا ارتفع سعر الصرف الاسمي بـ 1% مع ارتفاع في مستوى الأسعار المحلية بـ 5% وارتفاع الأسعار

الأجنبية بـ 6% فالتغير في سعر الصرف الحقيقي يكون: $\bar{e}_r = 1\% + 6\% - 3\% = 4\%$

إن تبين أسعار الصرف الحقيقية يجعل العملات تواجه ضغطا للتغير، فبالنسبة للعملات المقيمة بأكثر من قيمها يكون الضغط لتخفيض قيمها، أما العملات المقيمة بأكثر من قيمها فيكون الضغط لرفع قيمها، ويمكن أن يغدو الأمر أكثر تعقيدا إذا ما تدخلت عوامل أخرى مثل السياسات الحكومية لإعاقبة التوازن الطبيعي لأسعار الصرف.⁴

¹ العباس بلقاسم: "سياسات سعر الصرف"، سلسلة عربية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد 23، نوفمبر 2003، ص:4.

² Guillochon Bernard, Kwecki.A: "Economie Internationale, Commerce et Macroéconomie", Dunod, Paris, Edition.5, 2006, P :230.

³ D'arvisenet Philippe: "Finance Internationale" Dunod, Paris, 2004, PP:188-189.

⁴ لويس كاتاوا: "لماذا أسعار الصرف حقيقية"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 44، العدد 3، سبتمبر 2007، ص:46.

3- سعر الصرف الفعلي: هو عدد وحدات العملات المحلية المدفوعة أو المقبوضة فعليا لقاء معاملة دولية

قيمتها وحدة واحدة، مع الأخذ بعين الاعتبار للرسوم والتعريفات الجمركية والإعانات المالية.¹

ويتدخل عاملان مهمان في تحديد سعر الصرف الفعلي هما:²

♦ عدد العملات الأجنبية التي تدخل في سلة العملات.

♦ الأوزان النسبية المعطاة لكل عملة أجنبية على أساس أهمية العملات الأجنبية للأطراف المتبادلة.

ولقياس قوة أو ضعف العملة المحلية النسبي عندما يكون هناك العديد من الشركاء التجاريين، لا بد من تكوين مؤشر يشمل وزنا لكل عملة تبعا لأهميتها في التجارة الخارجية للدولة المحلية، ولتجنب مشكلة التجميع التي تتعلق بالعملات المختلفة، يتم ربط سعر صرف كل عملة إلى سنة أساس معطاة، ويعطى مؤشر سنة الأساس قيمة تقدر بالواحد (1).³

$$eI_i = \frac{e_r^i}{e_{base}^i}$$

حيث: eI_i : مؤشر سعر صرف العملة i .

e_r^i : سعر الصرف الحقيقي للعملة i .

e_{base}^i : سعر صرف العملة i في سنة الأساس.

وبما أن أسعار الصرف ليست متساوية في الأهمية يجب إعطاء وزن للمؤشر القياسي لكل عملة بشكل

$$w_i = \frac{(X_i + M_i)}{X_{Total} + M_{Total}} \quad \text{حيث: } \sum_{i=1}^n w_i = 1 \quad \text{مناسب، والوزن الشائع هو:}$$

حيث: X_i : صادرات الدولة i . M_i : واردات الدولة i . n : عدد الدول.

X_{Total} : الصادرات الإجمالية M_{Total} : الواردات الإجمالية.

ويكون سعر الصرف الفعلي e_{ef} كالتالي:⁴ $e_{ef} = \sum eI_i w_i$

يمكن التمييز بين سعر الصرف الفعلي للصادرات وسعر الصرف الفعلي للواردات:⁵

أ- **سعر الصرف الفعلي للصادرات:** يعرف على أنه عدد الوحدات من العملة المحلية الممكن الحصول عليها لقاء ما تبلغ قيمته دولارا واحدا من الصادرات على أن تؤخذ بعين الاعتبار رسوم التصدير والإعانات المالية والرسوم الإضافية والإعانات الخاصة بعوامل الإنتاج المتضمنة في الصادرات وغير ذلك من التدابير المالية والضريبية التي تؤثر في سعر الصادرات.

1 محمود حميدات: "مدخل للتحليل النقدي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص:76.

2 بربري محمد أمين: "سياسة التحرير التدريجي للدينار وانعكاساتها على تطور وضعية عناصر ميزان المدفوعات الجزائري خلال الفترة 1990-

2003"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، جامعة الشلف، 2004-2005، ص:39.

3 هزاع مفلح: "التمويل الدولي"، منشورات جامعة حلب، 2007، ص ص: 275-276.

4 هزاع مفلح: "التمويل الدولي"، نفس المرجع السابق، ص:276.

5 محمود حميدات: "مدخل للتحليل النقدي"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 76-77.

ب- **سعر الصرف الفعلي للواردات:** يعرف على أنه عدد الوحدات من العملة المحلية التي تدفع مقابل ما قيمته دولارا واحدا من الواردات على أن تؤخذ في الاعتبار التعريفات الجمركية والرسوم الإضافية والفائدة على ودائع الاستيراد وغيرها من التدابير التي تؤثر في سعر الواردات.

4- **سعر الصرف الفعلي الحقيقي:** هو مقياس آخر لسعر الصرف والذي يُحسب بسعر الصرف الفعلي المعتمد على أسعار الصرف الحقيقية بدلا من الاسمية، ففي هذه الحالة يحسب المؤشر القياسي لسعر الصرف عن طريق استخدام الأسعار الحقيقية، ومن ثمَّ إعطائها أوزان مبنية على أوزان التجارة.¹

فالواقع أن سعر الصرف الفعلي هو سعر اسمي لأنه عبارة عن متوسط لعدة أسعار صرف ثنائية، ومن أجل أن يكون هذا المؤشر ذا دلالة ملائمة على تنافسية البلد تُجاه الخارج، لا بد أن يخضع هذا المعدل الاسمي إلى التصحيح بإزالة أثر تغيرات الأسعار النسبية. ويمكن التعبير عن سعر الصرف الفعلي الحقيقي $e_{ef.r}$ من خلال العلاقة التالية:²

$$e_{ef.r} = \sum_p \frac{X_0^p(e^{pr})_t / X_0^p(e^{pr})_0}{(p_0^p / p_0^r) / (p_t^p / p_t^r)} \times 100$$

$$e_{ef.r} = \sum_p Z_p \left\{ \frac{(e^{pr})_t}{(e^{pr})_0} \times \frac{(p_t^p / p_t^r)}{(p_0^p / p_0^r)} \right\} \times 100$$

$$e_{ef.r} = \sum_p Z_p IREPR \times 100$$

حيث: p_0^p, p_t^p : مؤشر أسعار الدولة p في سنتي القياس والأساس على التوالي.
 p_0^r, p_t^r : مؤشر الأسعار المحلية في سنتي القياس والأساس على التوالي.

$IREPR$: مؤشر سعر الصرف الثنائي الحقيقي، ويعكس سعر صرف عملة الشريك التجاري بالعملة المحلية، مع الأخذ بعين الاعتبار تطور مؤشر أسعاره مقارنة بمؤشر الأسعار المحلية.

ثالثا: وظائف سعر الصرف: يقوم سعر الصرف بوظائف عدة نوجزها على النحو الآتي:³

1- **وظيفة قياسية:** حيث يعتمد المنتجون المحليون على سعر الصرف لغرض قياس ومقارنة الأسعار المحلية مع أسعار السوق العالمية، وهكذا يكون سعر الصرف لهؤلاء بمثابة الوصل بين الأسعار المحلية والعالمية.

2- **وظيفة تطويرية:** وهذا عن طريق تطوير صادرات معينة إلى مناطق معينة من خلال تشجيع الصادرات، ومن جانب آخر يمكن أي يؤدي سعر الصرف إلى الاستغناء أو تعطيل فروع صناعية معينة أو الاستعانة بالاستيراد الذي تكون أسعاره أقل من الأسعار المحلية، وبالتالي فإن سعر الصرف يؤثر على التركيب السلعي والجغرافي للتجارة الخارجية للدول.

¹ هزاع مفلح: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص: 278.

² قدي عبد الحميد: "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص ص: 106-107.

³ عرفان تقي الحسيني: "التمويل الدولي" دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999، ص: 149.

3- وظيفة توزيعية: أي أن سعر الصرف يمارس وظيفة توزيعية على مستوى الاقتصاد الدولي وذلك بفعل ارتباطه بالتجارة الخارجية، حيث تقوم هذه الأخيرة بإعادة توزيع الدخل الوطني العالمي والثروات الوطنية بين الدول، وبالتالي فإن عملية تخفيض أو زيادة القيمة الخارجية للعملة (التغير في سعر الصرف) ستؤثر على حجم الاحتياطي الموجود لدى البنك المركزي لدول أخرى.

رابعاً: المحددات الأساسية لسعر الصرف: بما أن سعر الصرف يمثل حلقة ربط بين الاقتصاد المحلي والاقتصاديات الأجنبية فإنه يتأثر بمجموعة كبيرة من المتغيرات الاقتصادية، سواء كان التأثير بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، ولتحديد سعر الصرف الأمثل لعملة بلد ما يجب الأخذ بعين الاعتبار مختلف هذه المتغيرات. يتأثر سعر الصرف بتركيبة واسعة من العوامل التي تجعل من حالة السوق الحرة حالة غير واقعية، لاسيما في تلك الدول التي تعاني من مشاكل في توفير النقد الأجنبي، فإذا وضعنا جانباً الأحداث السياسية والعسكرية والأحداث المتصلة بالطبيعة يمكننا القول أن أهم المتغيرات التفسيرية المؤثرة في جانبي الطلب على الصرف الأجنبي وعرضه في الفترة الطويلة بصفة عامة تتمثل في:¹ مستويات الأسعار، الدخل الحقيقي، محفزات التجارة الخارجية وعوائقها، أسعار الفائدة المحلية، مبدأ تعادل القوة الشرائية، أسعار الصرف في الفترة القصيرة، عمليات المضاربة، الأبعاد النفسية في سوق الصرف.

يلخص الجدول 1-1 العوامل الرئيسية التي تؤدي إلى ارتفاع وانخفاض قيمة العملة عندما يتحدد سعر الصرف بقوى السوق.

الجدول 1-1: ارتفاع وانخفاض قيمة العملة في ظل التقلبات الحرة لأسعار الصرف.

العوامل التي تؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة	العوامل التي تؤدي إلى انخفاض قيمة العملة
تزايد الصادرات أو انخفاض الواردات	تزايد الواردات أو انخفاض الصادرات
معدل التضخم أقل من معدل التضخم العالمي	معدل التضخم أكبر من معدل التضخم العالمي
أسعار الفائدة الحقيقية أعلى من أسعار الفائدة الحقيقية في الخارج	أسعار الفائدة الحقيقية أقل من أسعار الفائدة الحقيقية في الخارج

المصدر: جيمس جوارتيني، ريجارد استروب: "الاقتصاد الكلي، الاختيار العام والخاص"، دار المريخ للنشر، 1988، ص: 556.

يضع 'David Eiteman' مجموعة من المتغيرات المحددة لسعر الصرف، وقسمها إلى ثلاث مجموعات: تركز الأولى على شروط التكافؤ والتي تدل على المتغيرات ذات العلاقة المباشرة بين الاقتصاد المحلي والاقتصاد الأجنبي، أما المجموعة الثانية فتتمثل العناصر المتعلقة بميزان المدفوعات، والمجموعة الثالثة فتشمل باقي المتغيرات الاقتصادية، والشكل 1-1 يوضح هذه المجموعات الثلاث.

1 محمد كمال الحمزاوي: "سوق الصرف الأجنبي"، منشأة المعارف للنشر، 2004، ص: 40-41.

الشكل 1-1: أهم محددات سعر الصرف عند 'David Eiteman'

شروط التكافؤ

- ♦ اختلاف معدلات التضخم.
- ♦ اختلاف أسعار الفائدة.
- ♦ سعر الصرف الآجل.
- ♦ تكافؤ أسعار الفائدة.

هل يوجد نظام بنكي مطور وفعال يعالج جميع المعاملات والتحويلات الخاصة بالعملات؟

هل تتوفر هذه العملة على مستوى نقدي ورؤوس أموال مطورة وسيولة؟

سعر الصرف الآني

المحددات الاقتصادية الأخرى:

- ♦ اختلاف أسعار الفائدة.
- ♦ معدل النمو الاقتصادي.
- ♦ طلب و عرض الأصول.
- ♦ استقرار السياسة الاجتماعية.
- ♦ السيولة النقدية.
- ♦ ميكانيزمات الرقابة وإدارة المخاطر.

محددات تتعلق بميزان المدفوعات:

- ♦ ميزان المدفوعات الجارية.
- ♦ تدفقات الاستثمارات المباشرة والمحافظ.
- ♦ نظام سعر الصرف.
- ♦ مستوى الاحتياطات الرسمية في البنك المركزي.

المصدر: "Gestion et Finance Internationales" : Eiteman David et Autres

Pearson Education, Edition 10, 2004, P :106.

المطلب الثاني: سياسات سعر الصرف.

إن الاضطرابات التي لحقت بدول جنوب شرق آسيا في أعقاب الأزمة الآسيوية 1997 كشفت بوضوح كاف وجود سياسات سعر صرف غير ملائمة ضمن شروط العولمة الراهنة، غير أن التحديات التي تواجهها البلدان وخاصة النامية منها قد تتغير مع الوقت، وهو ما يبرر الحاجة إلى تعديل سياسات سعر الصرف مع تغير الظروف.

أولاً: أدوات سياسات سعر الصرف: لتنفيذ سياسة سعر الصرف وتحقيق أهدافها ينبغي استعمال مجموعة من الأدوات والوسائل أهمها:

1- تعديل سعر صرف العملة¹: عندما ترغب السلطات النقدية في تعديل توازن ميزان المدفوعات تقوم بتخفيض قيمة العملة أو إعادة تقويمها لما تتدخل في ظل نظام سعر الصرف الثابت، أما في ظل نظام سعر الصرف العائم فتعمل للتأثير على تحسين أو تدهور قيمة العملة.

¹ سيتم التطرق إلى هذه السياسة بالتفصيل في المطلب الثالث من المبحث الأول من الفصل الأول.

2- استخدام احتياطات الصرف: في ظل نظام أسعار الصرف الثابتة أو المدارة تلجأ السلطات النقدية إلى المحافظة على سعر صرف عملتها، فعند انهيار العملة تقوم ببيع العملات الصعبة لديها مقابل العملة المحلية، وعند تحسن قيمة العملة تقوم بشراء العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية، وعندما تكون الاحتياطات غير كافية يقوم البنك المركزي بتخفيض قيمة العملة.

أما في ظل نظام سعر الصرف العائم فتقاوم السلطات النقدية التقلبات الحادة في سعر عملتها، إلا أن الاحتياطات قد لا تكفي للتصدي للآثار الناجمة عن حركة رؤوس الأموال المضاربة.

3- استخدام سعر الفائدة: عندما تكون العملة ضعيفة يقوم البنك المركزي باعتماد سياسة سعر الفائدة المرتفع لتعويض خطر انهيار العملة، كما حدث في النظام الأوروبي، فعندما اعتبر الفرنك الفرنسي أضعف من المارك الألماني عمد بنك فرنسا إلى تحديد أسعار فائدة أعلى من أسعار الفائدة الألمانية، إلا أن التكلفة المرتفعة للقرض تهدد النمو.

4- الرقابة على الصرف¹: تقتضي سياسة الرقابة على الصرف بإخضاع مشتريات أو مبيعات العملة الصعبة إلى رخصة خاصة، ويتم استخدامها لمنع خروج رؤوس الأموال وخاصة الخروج المضاربي.²

5- إقامة سعر صرف متعدد: يقصد بها إقامة مستويين أو أكثر لأسعار الصرف، يتناسب كل منهما مع طبيعة النشاط الذي يستخدم فيه، ويهدف سعر الصرف المتعدد إلى تشجيع بعض الأنشطة الاقتصادية والحد من بعضها الآخر تحقيقاً لأهداف اقتصادية محددة،³ ويمكن أن يكون هذا السعر مرتفعاً لطالبي العملات الأجنبية لغرض استيراد السلع الكمالية ومنخفضاً أو مشجعاً لطالبي العملة لغرض استيراد السلع الضرورية كالغذاء والدواء، إلا أنه يؤخذ على هذا الأسلوب صعوبة إدارته لأنه يضع عدة أسعار صرف للعملة، وهذا أصعب من اعتماد سعر صرف واحد.⁴

رغم عدم نجاح هذه الأداة في العديد من الدول التي طبقتها باعتبارها تؤدي إلى تذبذب أسعار الصرف والأسعار المحلية، إلا أنها نجحت على المدى القصير في بعض الدول النامية للحصول على أفضل مزايا التخصص والدعم لسعر الصرف.⁵

أما فيما يخص الدول العربية، ففي مرحلة السبعينات والثمانينات من القرن العشرين تبنت العديد منها (الأردن، الجزائر، السودان، سوريا، مصر، المغرب، اليمن) سياسات سعر الصرف المتعدد كمحاولة للتأثير على عمليات الحسابات الجارية، وخفض تكاليف الصرف الأجنبي للقطاع العام، أما الدول الأخرى في المنطقة

¹ سيتم التطرق إلى هذه السياسة بالتفصيل في المطلب الثالث من البحث الأول من الفصل الأول.

² قدي عبد المجيد: "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية"، مرجع سبق ذكره، ص: 134-136.

³ سميرة إبراهيم أيوب: "صندوق النقد الدولي وقضية الإصلاح الاقتصادي والمالي، دراسة تحليلية تقييمية"، مطبعة سامي، مركز الإسكندرية للكتاب، 2000، ص: 80.

⁴ نواز عبد الرحمن الهيتي، منجد عبد اللطيف الخشالي: "مقدمة في المالية الدولية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، ص: 151.

⁵ حمدي عبد العظيم: "الإصلاح الاقتصادي في الدول العربية بين سعر الصرف والموازنة العامة، دار زهراء الشرق، القاهرة، 1998، ص: 16.

العربية وبصفة خاصة دول مجلس التعاون الخليجي فلم تعان بالمثل من قيود النقص في حصيلة النقد الأجنبي الكافي، فقد احتفظت بأسعار صرف متعددة.¹

ثانيا: أهداف سياسات سعر الصرف: تهدف سياسة سعر الصرف إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، والتي يكون في مضمونها أهداف اقتصادية، إلا أنها قد تكون استراتيجية كحماية قطاع ما، أو اجتماعية كالمحافظة على القدرة الشرائية للمجتمع، أو سياسية كتوثيق للعلاقات مع دولة ما أو العكس، وأهم الأهداف المستهدفة من طرف واضعي سياسة سعر الصرف ما يلي:

1- مقاومة التضخم والمحافظة على القدرة الشرائية: يؤدي التحسن في سعر الصرف إلى انخفاض مستوى التضخم المستورد والتحسن في مستوى تنافسية المؤسسات والحفاظ على القدرة الشرائية للمجتمع.

2- إعادة توزيع الدخل: يؤدي سعر الصرف دورا هاما في توزيع الدخل بين الفئات وبين القطاعات، فعند ارتفاع القدرة التنافسية لقطاع التصدير التقليدي (مواد أولية، زراعة) نتيجة الانخفاض في سعر الصرف الحقيقي، فإن ذلك يجعله أكثر ربحية ويعود الربح من هذا الوضع على أصحاب رؤوس الأموال في الوقت الذي تنخفض فيه القدرة الشرائية للعمال، وعند انخفاض القدرة التنافسية الناجمة عن انخفاض سعر الصرف الاسمي؛ فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع القدرة الشرائية للأجور في الوقت الذي تنخفض فيه ربحية المؤسسات العاملة في قطاع السلع الدولية.

3- تنمية الصناعات المحلية: يمكن للبنك المركزي اعتماد سياسة لتخفيض أسعار الصرف من أجل تشجيع الصناعة الوطنية.

4- تخصيص الموارد: يؤدي سعر الصرف الحقيقي الذي يجعل الاقتصاد أكثر تنافسية إلى تحويل الموارد إلى قطاع السلع الدولية (الموجهة للتصدير)، وهذا ما يعمل على توسع قاعدة السلع الدولية بحيث يصبح عدد كبير من السلع قابلا للتصدير، وبالتالي يقل عدد السلع التي يتم استيرادها، كما ينعكس أثر تغيرات سعر الصرف الحقيقي على إعادة تخصيص الموارد في أسواق عوامل الإنتاج إذ يؤدي انخفاضها إلى زيادة استخدام عنصرَي العمل ورأس المال في قطاع التصدير وفي الصناعات المنافسة للاستيراد.²

5- تعديل ميزان المدفوعات: بتحقيق شرط 'مارشال-ليرنر'³ بإمكان أي دولة معالجة العجز في ميزان مدفوعاتها بتخفيض قيمة عملتها، كما تؤدي الرقابة على الصرف أيضا دورا في تخفيض الواردات، وبالتالي معالجة العجز.

¹ العريان محمد: "تعدد أسعار الصرف، تجربة الدول العربية"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 31، العدد 4، ديسمبر 1994، ص: 29.

² قدي عبد المجيد: "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية"، مرجع سبق ذكره، ص: 131-133.

³ ينص على أن الصيغة التي تؤدي إلى تحسن الميزان التجاري هي أن يكون مجموع مرونة كل من الصادرات والواردات أكبر من الواحد الصحيح

أي: $e_x + e_m > 1$

6- تشجيع رؤوس الأموال الأجنبية: إن انخفاض سعر صرف عملة بلد ما يشجع المستثمرين على الاستثمار في هذا البلد نظرا لانخفاض تكاليف الحصول على المواد الأولية والمستلزمات، إضافة إلى ارتفاع القدرة الشرائية للبلد نظرا لعملته المنخفضة، ويكمل هذا توفر نظام مصرفي كفاء يقوم بمعالجة التحويلات والمعاملات بسرعة وفعالية.

المطلب الثالث: تخفيض قيمة العملة والرقابة على الصرف كأهم سياستين لسعر الصرف.

إن الفترة الحالية تتميز بمعدلات مرتفعة للنمو الاقتصادي التي كانت وراءها قوى العولمة وتحرير الأسواق والتجارة، وذلك لزاما التعامل مع تلك التغيرات بتوفير الشروط اللازمة لتحسين الأداء الاقتصادي، فمن شأن بؤادر التحرير أن تحدث اختلالات مزمنة في موازين مدفوعات الدول والتعرض لصدمة خارجية غير منتظرة، لذا فمن الأفضل اختيار أهم سياسات الصرف وأقربها إلى النجاعة والتصحيح، ومن أهم هذه السياسات، سياستي تخفيض قيمة العملة والرقابة على الصرف.

أولاً: سياسة تخفيض قيمة العملة: يمكن أن تغير أي دولة سعر الصرف بين عملتها و عملات الدول الأخرى صعودا وهبوطا، وفي الواقع العملي قلما تقوم الدول برفع القيمة الخارجية لعملتها ولكنها كثيرا ما تلجأ إلى تخفيض القيمة كوسيلة للتغلب على بعض مشاكلها الاقتصادية، وعلى الأخص مشاكل ميزان المدفوعات، إذ عانى الكثير من الدول في فترة الكساد العالمي من العجز في الميزان التجاري وبالتالي النقص في الأرصدة الذهبية وأرصدة العملات الأجنبية، فرأت هذه الدول علاج هذه المشكلة عن طريق تخفيض قيمة عملتها مقابل الذهب حتى تخفف الضغط على موازينها التجارية.¹

1- آلية تخفيض قيمة العملة: إن تخفيض قيمة العملة هو أن تقرر الدولة تخفيض قيمة عملتها مقابل العملات الأجنبية، بحيث تصبح تساوي أقل من ذي قبل من هذه العملات، ومعنى هذا التخفيض هو إجراء يخفض القوة الشرائية لهذه العملة في الخارج،² فإذا كان سعر صرف الدينار الجزائري 70 دينار لكل دولار وقررت السلطات النقدية الجزائرية تخفيض قيمة العملة بنسبة 10%، أي يصبح سعر الدينار 77 دينار مقابل دولار واحد، أي ارتفاع عدد الوحدات المدفوعة للحصول على دولار واحد، وبالتالي انخفاض القدرة الشرائية للدينار الجزائري. إن عملية تخفيض قيمة العملة أمر مثير للجدل، خاصة إذا ارتبطت هذه العملية بانخفاض معدلات النمو الاقتصادي، ارتفاع البطالة، إضعاف الاستثمار، وارتفاع تكاليف المعيشة، فإذا لم تستوف هذه العملية شروط النجاح قد يؤدي ذلك إلى زيادة في التضخم دون تحسين كافٍ في وضعية المدفوعات الخارجية مما يؤدي في النهاية إلى تخفيض جديد.³

¹ محمد عبد العزيز عجمية: "الاقتصاد الدولي، دراسة نظرية و تطبيقية"، بدون ناشر، 2000، ص: 83.

² عادل أحمد حشيش، مجدي محمود شهاب: "أساسيات الاقتصاد الدولي"، منشورات الحلبي الحقوقية، 2002، ص: 192.

³ محمود حميدات: "مدخل للتحليل النقدي"، مرجع سبق ذكره، ص: 119.

2- شروط تخفيض قيمة العملة: تستخدم سياسة التخفيض في نطاق واسع لتشجيع الصادرات، إلا أن نجاح هذه السياسة يتوقف على توفر مجموعة من الشروط:

♦ تحقق شرط "مارشال-ليرنر" الذي ينص على أن الصيغة التي تؤدي إلى تحسن الميزان التجاري هي أن يكون مجموع مرونة كل من الصادرات والواردات أكبر من الواحد الصحيح أي: $e_x + e_m > 1$ حيث: e_x مرونة الصادرات بالنسبة لسعر الصرف، e_m مرونة الواردات بالنسبة لسعر الصرف. هذا الشرط الذي يحدد الكيفية التي يتحسن بها الميزان التجاري على إثر انتهاج سياسة معينة لسعر الصرف حسب حالات العجز أو الفائض.¹

♦ اتسام الطلب العالمي على منتجات الدولة بقدر كاف من المرونة، بحيث يؤدي تخفيض قيمة العملة إلى زيادة أكبر في الطلب العالمي على المنتجات المصدرة من نسبة التخفيض.

♦ ضرورة اتسام العرض المحلي لسلع التصدير بقدر كاف من المرونة، بحيث يستجيب الجهاز الإنتاجي للارتفاع في الطلب أو الطلب الجديد الناجم عن ارتفاع الصادرات.

♦ ضرورة توفر استقرار في الأسعار المحلية، وعدم ارتفاعها بعد التخفيض حتى لا ينعكس هذا الارتفاع في صورة ارتفاع لأسعار تكلفة المنتجات المحلية.

♦ عدم قيام الدول المنافسة الأخرى بإجراءات مماثلة لتخفيض قيمة عملاتها مما يزيل الأثر المترتب عن التخفيض.

♦ استجابة السلع المصدرة للمواصفات الدولية، الجودة، المعايير الصحية والأمنية الضرورية للتصدير.²

3- أسباب تخفيض قيمة العملة: الأسباب التي تدعو البلد لتخفيض القيمة الخارجية لعملته المحلية هي:

أ- معالجة العجز في ميزان المدفوعات: يصاب ميزان المدفوعات بعجز نتيجة انخفاض صادرات البلد بالسعر الذي حددته الدولة، بينما تزيد واردات البلد نتيجة لانخفاض الأسعار في الخارج، لأن وجود هذا العجز يعني أن التزامات البلد تجاه العالم الخارجي هي أكبر من حقوقه عليه،³ وبالتالي سرعان ما ينعكس على ميزان الحساب الجاري للميزان، لذلك يقوم البلد بتخفيض القيمة الخارجية لعملته بغية تخفيض أسعار صادراته - من وجهة نظر الأجانب -، وبالمقابل سترتفع أسعار وارداته الأجنبية من وجهة نظر المواطن المحلي.

ب- ارتباط العملة بكتلة نقدية معينة: أي ارتباط عملات الدول بالمناطق النقدية المختلفة مثل منطقة الدولار، منطقة الأورو، فالتغير الحاصل في قيمة العملة القيادية سينعكس على القيمة الخارجية لبقية

¹ راتول محمد: "تحولات الدينار الجزائري وإشكالية التخفيضات المتتالية وفق نظرية أسلوب المرونات"، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية، الواقع والتحديات، جامعة الشلف، ديسمبر 2004، ص: 339.

² قدي عبد المجيد: "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية"، مرجع سبق ذكره، ص: 134-135.

³ أسامة محمد الفولي، مجدي محمود شهاب: "مبادئ العلاقات الاقتصادية الدولية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، 1997، ص: 309.

العملات، وهو ما حصل مثلاً عند انخفاض قيمة الجنيه الاسترليني، حيث أدى ذلك إلى انخفاض قيمة العديد من عملات الدول النامية.

ج- تحديد سعر الصرف الواقعي للعملة المحلية: عادة ما تحدد القوة الشرائية للعملة تبعاً لمستوى وتطور

الأسعار المحلية، وبالتالي فإن التغير في الأسعار سينعكس على قيمة العملة المحلية داخلياً وخارجياً.¹

ثانياً: سياسة الرقابة على الصرف: تحتفظ بعض الدول بسعر الصرف القديم ولا تلجأ إلى تخفيضه، وإنما تلجأ إلى فرض رقابة على الصرف تختلف في درجة شمولها وشدتها من دولة إلى أخرى بقصد منع تسرب الذهب والعملات الأجنبية إلى الخارج أو الحيلولة دون انخفاض أرصدة الدولة من العملات الأجنبية عن حد معين.²

1- آلية الرقابة على الصرف: تقوم سياسة الرقابة على الصرف على مجموعة من الآليات منها:

♦ من الممكن استخدام نظام سعر صرف متعدد للتمييز بين السلع المستوردة أو ما يطلق عليه سعر الصرف التفضيلي.³

♦ منع التسوية القبلية للواردات.

♦ الإلزام بإعادة العملات الأجنبية المحصلة في الخارج نتيجة التصدير ضمن فترة زمنية محددة.

♦ تحديد المخصصات بالعملة الصعبة الموضوعة تحت تصرف المسافرين إلى الخارج قصد السياحة.

♦ تقسيم الحسابات البنكية إلى حسابات لغير المقيمين تستفيد من التحويل الخارجي للعملة، وحسابات للمقيمين لا يمكن عن طريقها تسوية المعاملات مع الخارج إلا بترخيص مرتبط بعملية تجارية أو مالية مبررة.⁴

2- أهداف الرقابة على الصرف: تستهدف سياسة الرقابة على الصرف مجموعة من الأهداف نذكر منها:

♦ محاولة منع هروب رؤوس الأموال، إذ أن تحويل أي مبلغ لا يتم إلا بعد إجراءات مع الجهات المختصة.

♦ عزل الاقتصاد الداخلي وذلك من خلال التقليل من اعتماد الدولة على العالم الخارجي، وأن تنظم تجارتها وتوجهها توجيهاً سليماً، فهي لا تنعزل انعزالاً تاماً وإنما انعزالاً نسبياً.⁵

♦ الحفاظ على القيمة الخارجية للعملة بأعلى من قيمتها الحقيقية، ويحدث هذا من خلال قيام السلطات النقدية بتقييد الطلب على الصرف الأجنبي بما يتناسب مع القدر المتاح منه.

♦ حماية الصناعة الوطنية الناشئة من المنافسة الأجنبية سواء كان ذلك عن طريق رفض الترخيص بالصرف، أو عن طريق فرض سعر مرتفع للعملات الأجنبية التي يراد الحصول عليها.

♦ تنمية الاحتياطي النقدي من الذهب والعملات الأجنبية القابلة للتحويل.

¹ عرفان تقي الحسيني: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص: 151-152.

² صبحي تادرس قريضة، مدحت محمد العقاد: "النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية"، دار النهضة العربية، بيروت، 1983، ص: 355.

³ نواز عبد الرحمن الهبيتي، منجد عبد اللطيف الخشالي: "مقدمة في المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص: 142.

⁴ قدي عبد المجيد: "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية"، مرجع سبق ذكره، ص: 136.

⁵ محمد عبد العزيز عجمية: "الاقتصاد الدولي، دراسة نظرية وتطبيقية"، مرجع سبق ذكره، ص: 88-89.

♦ توجيه رؤوس الأموال إلى الميادين التي تنسجم فيها الاستثمارات الأجنبية مع متطلبات السياسة الاقتصادية للدولة.

♦ تشجيع السياحة في الدولة من خلال شراء الصرف الأجنبي المتحصل عليه من معاملات السياحة بسعر أعلى من متوسط الأسعار التي يحصل عليها من المعاملات الأخرى.¹

هناك ظروف تفضل فيها سياسة الرقابة على الصرف على سياسة تخفيض القيمة الخارجية للعملة، وذلك إذا كان الطلب الخارجي على قدر كبير من العملة المحلية غير مرن، ففي هذه الحالة لا يترتب على تخفيض قيمة العملة أي تأثير في حين أن الرقابة على الصرف تؤدي إلى مواجهة الاختلال في ميزان المدفوعات بطريقة إيجابية.²

¹ سامي عفيفي حاتم: "التجارة الخارجية بين التنظير والتنظيم، الكتاب الثاني"، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 1994، ص ص: 69-71.

² محمد عبد العزيز عجمية: "الاقتصاد الدولي، دراسة نظرية وتطبيقية"، مرجع سبق ذكره، ص: 106.

المبحث الثاني: النظريات والنماذج الاقتصادية والقياسية لتحديد سعر الصرف.

ظهرت العديد من النظريات والمقاربات التي حاولت تفسير تغيرات سعر الصرف، والتي قامت على مجموعة من الفرضيات يصعب تحقيقها في الواقع، من أهم هذه النظريات نظرية تعادل القوة الشرائية، والتي تركز على وجود علاقة سلوكية بين تطورات أسعار الصرف والقوة الشرائية للنقود، أما نظرية أسعار الفائدة فتتمحور حول الترابط الموجود بين السوق النقدي الوطني وأسواق الصرف من خلال مبدأ معدل الفائدة، إضافة إلى نظريات أخرى كمنظرية فيشر الدولية، كفاءة سوق الصرف، ومن النماذج النقدية كانت هناك العديد من المقاربات تقتصر على نموذجي 'دورنبوش' و'فرانكل'، إضافة إلى النماذج الاقتصادية التي تأخذ بعين الاعتبار التوازن الداخلي والخارجي كنموذج 'مندل-فليمينغ' ونموذج 'سوان'.

المطلب الأول: النظريات المفسرة لسعر الصرف.

عنيت العديد من النظريات الاقتصادية بتفسير كيفية تحديد سعر صرف العملة، في ظل اختلاف المؤشرات الاقتصادية والمالية المقدمة، كما ارتبطت هذه النظريات بالأنظمة النقدية الدولية، حيث اتخذت مقاييس مختلفة في اتخاذ المعايير التي يتم وفقها اختيار النظام النقدي، أخذاً بعين الاعتبار الاختلاف الحاصل في المؤشرات الاقتصادية والمالية في تحديد قيمة العملة.

أولاً: نظرية تعادل القوة الشرائية: يعتبر مبدأ تعادل القوة الشرائية أحد النماذج القديمة المستخدمة في تحديد سعر الصرف، ويعتقد أن أصول هذه النظرية تعود إلى القرن 19 في إسبانيا، وقد أصبح أكثر شيوعاً بين الاقتصاديين السويديين والفرنسيين والإنجليز في القرنين 18 و19، وارتبطت هذه النظرية باسم الاقتصادي السويدي (*Gustav Cassel*) الذي يُعتبر أول من استخدم هذا المصطلح في عام 1918¹، وعرضت النظرية في كتاب له عام 1923 بعنوان "النقود والمبادلات قبل 1914"².

1- فرضيات النظرية: تقوم هذه النظرية على مجموعة من الفرضيات هي:

- ♦ تجانس السلع بحيث لا يمكن التفرقة بينها لا من حيث السعر ولا من حيث النوعية والجودة والشكل.
- ♦ إهمال تكاليف النقل وحواجز التبادل (حقوق الجمارك، القيود غير التعريفية...).
- ♦ توفر المعلومات بشأن انعدام التكاليف للأسعار المطبقة في كل دولة.³
- ♦ يكون سعر الصرف التوازني معلوماً.
- ♦ عدم حدوث تغيرات في حركة رؤوس الأموال خلال الفترة التي تحددت أسعار الصرف فيها.

¹ هزاع مفلح: "التمويل الدولي" مرجع سبق ذكره، ص:336.

² Larbi Dohni, Karol Hainaut: "Les taux de change, Déterminant; Opportunités et risques", De bæck, 2004, P:163.

³ D'arvisenet Philippe: "Finance Internationale", Référence déjà cité, P:190.

♦ عدم حدوث تغيرات هيكلية في الاقتصاد الوطني تنعكس على تكاليف الإنتاج (العرض)، وأذواق المستهلكين والدخول (الطلب).

♦ سيادة مبدأ حرية التجارة الخارجية.¹

♦ عدم وجود تطبيقات الاحتكار التام أو احتكار القلة الذي يؤدي إلى اختلاف أسعار بيع السلع في مختلف الدول.²

2- أشكال تعادل القوة الشرائية: يوجد نموذجان لهذه النظرية هما: مبدأ تعادل القوة الشرائية المطلق ومبدأ تعادل القوة الشرائية النسبي.

أ- الصيغة المطلقة: يساوي تعادل القوة الشرائية بين عملتين سعر الصرف التعادلي بين هاتين العملتين مقاسا بمستوى الأسعار في البلدين في إطار نظام سعر صرف حر، ويعتمد تعادل القوة الشرائية على ما يسمى بـ

$$P = eP^* \quad \text{"قانون السعر الواحد"، والذي ينص على:}^3$$

حيث أن المستوى العام للأسعار المحلية يساوي المستوى العام للأسعار الأجنبية مضروبا في سعر الصرف.

$$e = \frac{P}{P^*} \quad \text{يحدد سعر الصرف حسب هذه النظرية كما يلي:}$$

$$\frac{e_t}{e_c} = \frac{P^*}{P} \quad \text{من جهة أخرى يمكن حساب تعادل القوة الشرائية عند تغير سعر الصرف كما يلي:}^4$$

حيث: e_t سعر الصرف الآجل e_c سعر الصرف العاجل.

P^* المستوى العام للأسعار الأجنبية P المستوى العام للأسعار المحلية.

ب- الصيغة النسبية: مضمون هذا المبدأ أن سعر الصرف بين عملتين يجب أن يتعدل ليعكس التغير في مستويات الأسعار بين البلدين، ويمكن التعبير عن تعادل القوة الشرائية النسبي من خلال المعادلة التالية:

$$e = b \cdot \frac{P}{P^*}$$

حيث أن b ثابت يعكس العوامل التي تمنع تحقق المبدأ في صيغته المطلقة، ويمكن أن يكون مقياسا

لتكاليف النقل والمعلومات... ويمكن تفسير الصيغة النسبية لهذا المبدأ كما يلي:⁵

بما أن b ثابت فإن معدل التغير في سعر الصرف بين العملتين يساوي الفرق بين معدلات التغير في

$$\frac{\partial e}{e} = \frac{\partial P}{P} - \frac{\partial P^*}{P^*} \quad \text{مستويات الأسعار في كل من الدولتين:}$$

¹ سامي عفيفي حاتم: "التجارة الخارجية بين النظرية والتنظيم، الكتاب الثاني"، مرجع سبق ذكره، ص:61.

² Fontaine Patrice: "Gestion Financière Internationale", édition DALLOZ, 1997, P:122.

³ هزاع مفلح: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص:336.

⁴ Peyrard Josette: "Gestion Financiere Internationale", Vuibert, edition:5, 1999, P:70.

⁵ هزاع مفلح: "التمويل الدولي" مرجع سبق ذكره، ص:338-339.

تعادل القوة الشرائية النسبي يركز على التحركات في سعر الصرف ويعكس الفارق في معدلات التضخم،

$$\frac{e_t - e_{t-1}}{e_t} = \frac{\pi - \pi^*}{1 + \pi^*}$$

$$\frac{e_t}{e_c} = \frac{1 + \pi^*}{1 + \pi}$$

ويمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية:¹

يصبح مبدأ تعادل القوة الشرائية النسبي كما يلي:

3- الانتقادات الموجهة لنظرية تعادل القوة الشرائية: إن الفرضيات التي قامت عليها نظرية تعادل القوة الشرائية وكذا طريقة تحديدها لسعر الصرف تميزت ببعض القصور، ومن الانتقادات التي وجهت إليها ما يلي:

♦ فيما يخص الإحصائيات المعلنة لمعدلات التضخم فهي مختلفة بين الدول من حيث طريقة حسابها، حيث لا تعتمد هذه الدول على نفس السلة من السلع إضافة إلى عدم وجود علاقة بين تغيرات أسعار الصرف الموازية للتغيرات في معدلات التضخم، إضافة إلى عدم وجود حواجز التبادل مما يجعل جميع المنتجات متبادلة، وهذا ما يخفف الفروقات الرسمية في معدلات التضخم وهو ما لا يحدث في الواقع.

♦ في تطبيقات الاحتكار التام واحتكار القلة في أسواق السلع هناك تداخل فيما يخص تكاليف النقل وحواجز التبادل الأخرى، وهذا من شأنه أن يضعف أكثر الربط بين أسعار السلع المتماثلة المباعة في مختلف الدول.²

♦ هناك أرقام قياسية متعددة وكلها تعبر عن المستوى العام للأسعار، إذ لم تحدد النظرية أي من هذه الأرقام بالذات يمكن الاعتماد عليه لتقدير سعر الصرف.

♦ صعوبة اختيار فترة الأساس لتحديد الأرقام القياسية للأسعار.

♦ تحمل النظرية العوامل الأخرى لتحديد سعر الصرف.

♦ تفترض النظرية أن سعر الصرف لا يؤثر في القوة الشرائية بل يتأثر بها فقط.

♦ لا تهتم النظرية بتأثير تغيرات الأذواق وظهور السلع البديلة على مستويات الأسعار.³

♦ أهملت النظرية التغيرات في أسعار الفائدة، حيث أن لها تأثيراً كبيراً على مستويات الأسعار.⁴

♦ ركزت النظرية على مرونة الطلب الناتجة عن التغيرات في الأسعار المحلية في حين يمكن أن تتغير الصادرات بسبب ارتفاع وانخفاض سعر الصرف في أسواق الصرف العالمية.

♦ أهملت النظرية حركة رأس المال النقدي بالرغم من أهميته.⁵

¹ يمكن كتابة المعادلة على الشكل التالي: $\frac{e_t - e_{t-1}}{e_t} + \pi^* \frac{e_t - e_{t-1}}{e_t} = \pi - \pi^*$ بمعنى أن الفرق بين معدلات التضخم المحلية والأجنبية هو

التغير النسبي في سعر الصرف الآجل مضافاً إليه معدل التضخم الأجنبي مضروباً في التغير النسبي في سعر الصرف الآجل.

² Krugman Paul, Obstfeld Maurice: "Economie Internationale", De Boeck Université, 3eme édition, 2001, P:464.

³ حمدي عبد العظيم: "الإصلاح الاقتصادي في الدول العربية بين سعر الصرف والموازنة العامة" مرجع سبق ذكره، ص:48-49.

⁴ موسى سعيد مطر وآخرون: "التمويل الدولي"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص:100.

⁵ نواز عبد الرحمن الهبي، منجد عبد اللطيف الخشالي: "مقدمة في المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص:124-125.

ثانياً: نظرية تعادل أسعار الفائدة: حسب هذه النظرية لا يمكن للمستثمرين الحصول على معدلات عائد مرتفعة في الخارج عن تلك الممكن تحقيقها في السوق المحلي عند توظيفهم للأموال في دول أخرى، أين يكون معدل الفائدة أكبر من ذلك السائد في السوق المحلي، لأن الفارق بين معدلات الفائدة يتم تعويضه بالفارق بين سعر الصرف الآني وسعر الصرف الآجل.¹

تسير العملية وفق المنظور التالي:²

يوظف المستثمر أمواله M في الأسواق الداخلية لمدة سنة مثلاً، ويحصل في نهاية التوظيف على $M(1+i)$ ، هذه القيمة حسب هذه النظرية يجب أن تكون مساوية للقيمة المحصل عليها في حالة تحويل هذه الأموال إلى عملات أجنبية بسعر الصرف الآني وتوظيفها في السوق الأجنبي بمعدل i^* ثم إعادة بيعها لأجل للحصول مجدداً على مبلغ بالعملة المحلية.

$$M(1+i) = M \cdot e_c (1+i^*) \cdot \frac{1}{e_t} \quad \text{بشكل آخر يمكن أن نكتب:}$$

$$\Rightarrow \frac{e_t}{e_c} = \frac{1+i^*}{1+i} \quad \Rightarrow \frac{e_t}{e_c} - 1 = \frac{1+i^*}{1+i} - 1$$

$$\Rightarrow \frac{e_t - e_c}{e_c} = \frac{i^* - i}{1+i}$$

في حالة كون سعر الفائدة المحلي i متناهي في الصغر (ضعيف) تصبح العلاقة كما يلي: $\frac{e_t - e_c}{e_c} = i^* - i$

أي أن سعر العلاوة (الخصم) يكون مساوياً لفارق أسعار الفائدة في البلدين.
ثالثاً: نظرية سعر الخصم: سعر الخصم هو عبارة عن سعر الفائدة أو الثمن الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية مقابل تقديم قروض وخصم الأوراق التجارية في المدة القصيرة.³

يرى "Wick Sell" أن رفع سعر الخصم في بلد ما يؤدي إلى ارتفاع القيمة الخارجية لعملة ذات البلد، وذلك لأن رفع سعر الخصم يؤدي إلى زيادة في سعر الفائدة فيعمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وبذلك يزداد الطلب على عملة ذات البلد، مما يؤدي إلى ارتفاع سعر صرفها، وعلى العكس مما سبق يؤدي انخفاض سعر الخصم إلى نزوح رؤوس الأموال إلى المناطق ذات سعر الفائدة المرتفع.

استشهد "Wick Sell" على صحة هذه النظرية من تجارب البنوك المركزية التي تلجأ إلى رفع سعر الخصم للعمل على تحسين مركز العملة الخارجي، وذكر "Marshal" أهمية سلاح سعر الخصم في تحديد السعر الخارجي للعملة.⁴

¹ قدي عبد المجيد: "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية"، مرجع سبق ذكره، ص: 120.

² Peyrard Josette: "Gestion Financiere International" Référence déjà citée, P:73.

³ ملاي حثير رشيد: "السياسة النقدية في الجزائر، واقع وآفاق"، ملتقى السياسات الاقتصادية في الجزائر، واقع وآفاق، جامعة تلمسان، 29-30 ديسمبر 2004، ص: 3.

⁴ صبحي تادرس قريصة، مدحت محمد العقاد: "النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص: 344-345.

رابعاً: نظرية أثر 'فيشر': تعود هذه النظرية للاقتصادي "Erving Fisher"، وفصل بين الأثر المحلي للنظرية وأثرها الدولي.

$$1 + i_n = (1 + i_r)(1 + \pi) \quad \text{-1 أثر 'فيشر' المحلي: يمكن وصف المبدأ من خلال العلاقة التالية:}$$

حيث: i_n سعر الفائدة الاسمي، i_r سعر الفائدة الحقيقي، π معدل التضخم المتوقع. يعني تعميم قاعدة 'فيشر': أن معدل الفائدة متساوٍ في كل الدول بسبب قيام المضاربين بعمليات المراجحة، والفرق في مستويات الفائدة الاسمية بين البلد المحلي والبلد الأجنبي يساوي الفرق بين مستوى التضخم المتوقع بين البلدين.¹

2- أثر 'فيشر' الدولي: يبين أثر فيشر الدولي أن التباين في معدل الفائدة بين بلدين يجب أن يعكسه التغير المتوقع لقيمة العملة، والفرضية التي تستند عليها النظرية هي أنه في حالة عدم وجود قيود على حركة رؤوس الأموال فإن معدل الفائدة الأكثر ارتفاعاً في بلد ما (حالة عدم توقع انخفاض قيمة العملة) يقود إلى زيادة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تجاه ذلك البلد.

تم التحقق من النظرية بشكل جيد إلى حد ما خلال فترات معينة وفي بلدان متعددة، وأظهرت هذه النظرية أن العملات النقدية تنتفع من علاوة مخاطر أسعار الصرف، وأن التغيرات في أسعار الصرف المتوقعة كانت أكثر ارتفاعاً من التباين في معدل الفائدة.

هناك انتقاد موجه إلى نظرية فيشر الدولية هو أنه في حال حدوث تدفق كبير لرؤوس الأموال إلى البلد بمعدل فائدة مرتفع فإن ذلك يؤدي إلى رفع قيمة العملة النقدية لأن هذه الأموال يجب أن تحول إلى عملة البلد قبل أن يتم توظيفها في السوق المحلي.²

خامساً: نظرية كفاءة سوق الصرف: السوق الكفاء هو السوق الذي تعكس فيه الأسعار كل المعلومات المتوفرة، ويفترض هذا أن كل المتعاملين في السوق بإمكانهم الحصول على المعلومات، سواء تعلق ذلك بالمعلومات الاقتصادية الحالية أو السابقة، كالإعلان عن فائض أو عجز في ميزان المدفوعات، عجز الميزانية، معدل التضخم...

في أسواق الصرف الكفاءة نسبياً قام مجموعة من المنظرين باختبار درجة كفاءة هذه الأسواق، إلا أن اختبارات الكفاءة لا تعطي دوماً نفس النتائج، فبعض الدراسات كدراسة (Giddy et Dufey, 1975 et 1976) خلصت إلى وجود كفاءة لسوق الصرف، أما دراسات أخرى كدراسة (Hunt, 1986) ودراسة (Kearny et 1989 MacDonald) فخلصت إلى الكفاءة النسبية لسوق الصرف.³

¹ هزاع مفلح: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص:343.

² سعود جايد مشكور العامري: "المالية الدولية، نظرية وتطبيق" دار زهراء الشرق للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص ص:164-166.

³ Peyrard Josette: "Gestion Financiere Internationale" Référence déjà cité, P:79

سادسا: نظرية الأرصدة (ميزان المدفوعات): تعطي التفسيرات التي قدمتها نظرية الأرصدة (ميزان المدفوعات) منطلقا هاما لتفسير أسعار صرف العملات، وينسب الفضل الأول في وضع أسس هذه النظرية إلى الاقتصادي 'جون مينارد كيتز'.¹

مضمون هذه النظرية أن سعر الصرف يتحدد على أساس ما يطرأ على أرصدة ميزان المدفوعات من تغير، أي أن سعر الصرف يتحدد وفق حالة ميزان المدفوعات، فإذا حقق ميزان المدفوعات عجزاً، أي رصيماً سلباً، فذلك يدل على ارتفاع الكميات المعروضة من العملة المحلية مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها الخارجية، ويحدث العكس في حالة الفائض.

ولقد أثبتت صحة هذه النظرية خلال الحرب العالمية الأولى، حيث لم يتأثر سعر صرف المارك الألماني بزيادة كمية النقود وارتفاع أسعارها، ويعود السبب في ذلك إلى تعادل رصيد ميزان المدفوعات، حيث لم تزد صادرات ألمانيا عن وارداتها، أي أنه لا يوجد رصيد دائن أو مدين يؤثر على قيمة العملة.²

سابعا: نظرية كمية النقود (النظرية الكمية): إن المحتوى الأساسي لهذه النظرية يتلخص في أن زيادة كمية النقود تؤدي إلى ارتفاع الأسعار في الداخل، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الطلب على السلع المحلية، وبالتالي نقص الصادرات وزيادة الواردات، والسبب في ذلك هو أن أسعار السلع الأجنبية تصبح أقل مقارنة بأسعار السلع المحلية بعد ارتفاع أسعارها، وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع الطلب على العملات الأجنبية وانخفاض الطلب على العملات المحلية، وبالتالي تنخفض قيمتها والعكس تماما في حالة انخفاض كمية النقود.³

ثامنا: نظرية الإنتاجية: الإنتاجية والنوعية والتكلفة من المرتكزات الأساسية للتنافسية الدولية، ذلك لأنها تمثل المحددات الفعلية للحصص السوقية، وبالتالي تمثل هدفا في دعم القدرات التنافسية، ويقصد بالإنتاجية مقدار ما تنتجه الوحدة الواحدة من عوامل الإنتاج.⁴

تتلخص هذه النظرية في أن القيمة الخارجية لعملة دولة ما تتحدد على أساس كفاية ومقدرة جهازها الإنتاجي وزيادة الإنتاجية بما في ذلك زيادة إنتاجية الفرد، ومن ثم مستوى معيشتته، بما يتضمنه هذا من ارتفاع في مستوى الدخل والأسعار، الأمر الذي يؤدي إلى الحد من الصادرات وزيادة الواردات، وهذا معناه زيادة الطلب على العملات الأجنبية وانخفاضه على العملة المحلية، هذه الأخيرة التي تنخفض قيمتها مقابل العملات الأجنبية، ويحدث العكس في حالة انخفاض الأسعار.⁵

¹ نواز عبد الرحمن الهبيتي، منجد عبد اللطيف الخشالي: "مقدمة في المالية الدولية" مرجع سبق ذكره، ص: 125.

² محمد عبد العزيز عجمية: "الاقتصاد الدولي، دراسة نظرية وتطبيقية"، مرجع سبق ذكره، ص: 73.

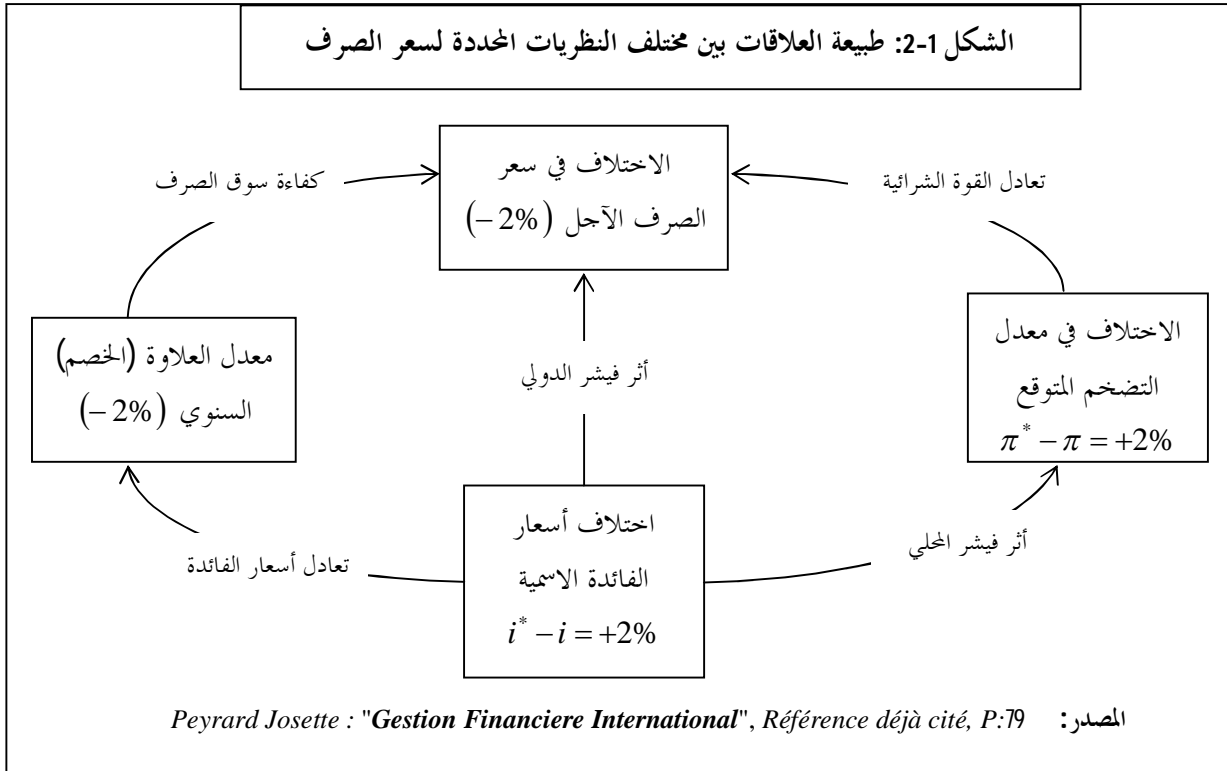
³ فليح حسن خلف: "العلاقات الاقتصادية الدولية"، مؤسسة الوراق للنشر، 2004، ص: 228.

⁴ بابر مصطفى: "تحليل الكفاءة والإنتاجية، مفاهيم الإنتاجية وطرق قياسها"، سلسلة عربية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، ص: 2-6.

⁵ فليح حسن خلف: "العلاقات الاقتصادية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص: 229.

من جهة أخرى فإن انخفاض الإنتاجية يُصعب من الحصول على رؤوس الأموال الأجنبية، حيث أن معدل الربح يكون منخفضاً، كل هذا يؤدي إلى انتشار الكساد والبطالة وانخفاض الدخل الوطني عامة،¹ وهو ما ينتج عنه انخفاض قيمة العملة.

تاسعا: العلاقة بين مختلف النظريات المحددة لسعر الصرف: يمكن التمييز بين أهم النظريات المحددة لسعر الصرف في الشكل 1-2 والذي يبين المتغيرات المرتبطة في كل نظرية.



المطلب الثاني: النماذج النقدية لتحديد سعر الصرف.

يؤكد المنهج النقدي على الدور الرئيسي للسياسات النقدية على المستوى المحلي في تحديد معدل التضخم وسعر الصرف في الأجل القصير والطويل، واختلف رواد هذه المدرسة في طريقة التحليل وقبول الفرضيات، إذ ركز النموذج النقدي لتحديد أسعار الصرف في ظل مرونة الأسعار على فرضية قابلية تغير الأسعار بالمرونة الكافية، وهذا ما أعرض عنه كل من 'دورنبوش' و'فرانكل' حيث أن نظرية تعادل القدرة الشرائية تفقد فعاليتها في ظل مرونة الأسعار، وقد انطلقا من فرضية مخالفة وهي ثبات الأسعار.

أولاً: النموذج النقدي لـ "Dornbush": درس نموذج 'دورنبوش' لأول مرة من قبل الاقتصادي 'رودي دورنبوش'، الهدف منه تفسير أسباب تغير سعر الصرف بين فترتين محددتين، ثم طور هذا النموذج العديد من الاقتصاديين منهم 'روغوف' و'فرانكل' الذان قدما تعديلات وإضافات له.

¹ صبحي تادرس قريصة، مدحت محمد العقاد: "النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص:349.

1- **فرضيات النموذج:** اختلف نموذج 'دورنبوش' مع النموذج النقدي لسعر الصرف في تحديد الأسعار وتوقعات الصرف، واحتفظ بفرضيات النموذج النقدي ماعدا فرضية تعادل القوة الشرائية التي يراها 'دورنبوش' غير محققة في إطار مرونة الأسعار،¹ إضافة إلى افتراضه أن الطلب الكلي يتحدد في الاقتصاد المفتوح وفق ميكانيزم نموذج *IS-LM*.

2- **آلية عمل النموذج:** يعمل نموذج 'دورنبوش' وفق الآلية التالية:²

♦ انطلق 'دورنبوش' في نمودجه من سوق الأوراق المالية، حيث أوضح أن سعر الفائدة المحلي على الأصول i سوف يزيد (ينخفض) عن سعر الفائدة الأجنبي i^* بمقدار معدل الانخفاض (الارتفاع) المتوقع لقيمة العملة x ، أي أن:

$$i = i^* + x \dots \dots \dots (1)$$

$$i = i^* + \frac{e_{t+1} - e_t}{e_t} \dots \dots \dots (2)$$

♦ تعكس المعادلة 2 شرط التوازن في سوق المال في حالة تجانس الأصول المحلية والأجنبية من حيث المخاطر والآجال من جهة، فضلا عن الحرية الكاملة لتتنقل رؤوس الأموال من جهة أخرى.

♦ يعكس المقدار $\frac{e_{t+1} - e_t}{e_t}$ المعدل المتوقع لتغير معدل الصرف في نموذج 'دورنبوش'، فإذا كان الناتج موجبا فهو يعكس المعدل المتوقع لارتفاع سعر الصرف، والعكس في حالة كون المقدار سالبا.

♦ تبين المعادلة 2 كذلك مدى تباين قيمة معدل الصرف الحاضر عن معدل الصرف المتوقع في حالة اختلاف سعر الفائدة المحلي عن سعر الفائدة الأجنبي، ويعني ذلك أن معدل الصرف الحاضر يعتبر المرساة التي يتركز عليها سعر الصرف الحاضر، والتساؤل الذي يطرح نفسه هو: ما هي محددات معدل الصرف المتوقع؟

♦ يبي 'دورنبوش' إجابته على افتراض أن الأفراد يقومون بتكوين توقعاتهم عن معدل الصرف الحقيقي بشكل رشيد (عقلاني)، وأوضح أن تكوين التوقعات يتمثل في أن معدل الانخفاض المتوقع لمعدل الصرف قصير الأجل e_s عن معدل الصرف طويل الأجل e_L هو نسبة الاختلاف بين السعرين، أو هو معامل تعديل يؤخذ كمعلمة θ أي أن:

$$x = \theta(e_L - e_s) \dots \dots \dots (3)$$

♦ بناء على فرضيات النموذج فإن سعر الصرف المتوقع e_{t+1} ما هو إلا معدل الصرف طويل الأجل e_L ، ويتحدد هذا الأخير بنظرية تعادل القوة الشرائية، ومن ثم يمكن كتابة المعادلة 2 كما يلي:

$$i = i^* + \frac{e_s - e_t}{e_t} \dots \dots \dots (4)$$

♦ يستطرد 'دورنبوش' في عرض نمودجه بالانتقال إلى سوق النقود، حيث يفترض أن معدل الفائدة المحلي i يتحدد بالتوازن في سوق النقد المحلي، وأن الطلب على الأرصد الحقيقية يعتمد على سعر الفائدة المحلي

¹ بن قدور علي: "دراسة أثر تغيرات سعر الصرف على نموذج التوازن الاقتصادي الكلي"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي بسعيدة، 2004-2005، ص: 86.

² نشأت الوكيل: "التوازن النقدي ومعدل الصرف"، شركة ناس للطباعة، القاهرة، 2006، ص: 253-261.

والدخل الحقيقي، ويتحدد التوازن عند تساوي الطلب على النقود مع العرض منها، ويأخذ النموذج الشكل اللوغاريتمي المألوف لدالة الطلب على النقود كدالة خطية في لوغاريتم الدخل الحقيقي وسعر الفائدة كما يلي:

$$\frac{M}{p} = y^a e^{-bi} \dots\dots\dots (5)$$

$$m - p = ay - bi \dots\dots\dots (6)$$

حيث m ، P ، Y تمثل كمية النقود الاسمية، المستوى العام للأسعار والدخل الحقيقي على الترتيب، حيث أن كمية النقود الاسمية و مستوى الدخل الحقيقي معطيات.

♦ بدمج المعادلات 1، 2، 3، 4، 6 تعطينا العلاقة بين معدل الصرف الحاضر مستوى الأسعار، ومعدل الصرف طويل الأجل في ظل افتراض توازن سوق النقد، وتكون العلاقة كالتالي:

$$P - m = -ay + bi^* + b\theta(e_L - e_S) \dots\dots\dots (7)$$

♦ يمكن تبسيط المعادلة 7 على ضوء أن التوازن الساكن لعرض النقود يتضمن أسعار الفائدة، ويعزى هذا الأخير إلى أن أسعار الصرف الجارية والمتوقعة تكون متساوية، ومن ثم يصبح المستوى العام للأسعار للتوازن

$$P_L = m + (bi^* - ay) \dots\dots\dots (8)$$

♦ بتعويض المعادلة 8 في المعادلة 7 نصل إلى العلاقة بين معدل الصرف ومستوى الأسعار كما يلي:

$$e_S = e_L - \frac{P_S - P_L}{b\theta} \dots\dots\dots (9)$$

تعتبر المعادلة 9 معادلة أساسية في نموذج 'دورنبوش' وتقرر هذه المعادلة أن معدل الصرف قصير الأجل e_S هو دالة في المستوى العام للأسعار قصير الأجل P_S في ظل مستوى معين للأسعار طويل الأجل P_L ومستوى معدل الصرف طويل الأجل e_L ، حيث أن حدوث زيادة في المستوى العام للأسعار يؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة المحلي، بما يؤدي إلى زيادة تدفقات رؤوس الأموال من الخارج، وهو ما يؤدي بدوره إلى ارتفاع معدل الصرف قصير الأجل.

♦ فيما يتعلق بسوق السلع يقرر 'دورنبوش' أن الناتج المحلي يعتمد على السعر النسبي للسلع المحلية $(e - P)$ ، أسعار الفائدة i ، والدخل الحقيقي y ، وبالتالي تأخذ دالة الطلب الشكل التالي:

$$\ln D = \mu + \delta(e - P) + \alpha y - \beta i \dots\dots\dots (10)$$

حيث: $\ln D$ تشير للطلب على الناتج المحلي الإجمالي، μ ثابت.

نلاحظ من المعادلة 10 أن انخفاض السعر النسبي للسلع المحلية يؤدي إلى زيادة الطلب تماما كتأثير زيادة الدخل أو انخفاض أسعار الفائدة، ويكون معدل زيادة أسعار السلع المحلية ΔP تناسيبا بالنسبة لزيادة الطلب، وتوضح المعادلة 11 ذلك:

$$\Delta P = \pi \ln \left(\frac{D}{Y} \right) = \pi \ln [\mu + \delta(e - P) + (\alpha - 1)y - \beta.i] \dots\dots\dots (11)$$

يمكن ملاحظة أن معدل الصرف طويل الأجل متضمن في المعادلة 11 حيث أن:

$$e_L = P_L + \left(\frac{1}{\delta}\right) = [\beta i^* + (1 - \alpha)y - \mu] \dots \dots \dots (12)$$

حيث أن P_L معرف في المعادلة 8، وتظهر المعادلة 12 أن معدل الصرف طويل الأجل يعتمد بشكل أساسي على المتغيرات النقدية، وبشكل واضح أيضا على المتغيرات الحقيقية.

♦ يمكن تبسيط المعادلة 11 باستخدام معدل الصرف طويل الأجل في المعادلة 12، وبتطبيق التغير في أسعار الفائدة تساوي الانخفاض المتوقع في قيمة العملة $i - i^* = \theta(e_L - e_t)$ لتصبح المعادلة كالتالي:

$$\Delta P = -\pi \left[\frac{(\delta + \beta i)}{\theta \alpha + \delta} \right] (P - P_L) = -v(P - P_L) \dots \dots \dots (13)$$

$$v = \pi \left[\frac{(\delta + \beta i)}{\theta \alpha + \delta} \right] \dots \dots \dots (14) \quad \text{حيث أن:}$$

♦ يمكن حل معادلة تكيف (تعديل) السعر (المعادلة 13) بالنسبة للعائد كما يلي:

$$P(t) = P_L + (P_t - P_L)e^{(-vt)} \dots \dots \dots (15)$$

تشير المعادلة 15 إلى أن مستوى الأسعار المحلية P_t سوف يقترب من مستواه طويل الأجل P_L بمعدل محدد بـ v في المعادلة 14.

♦ بتعويض المعادلة 15 في المعادلة 9 نحصل على معادلة المسار الزمني لمعدل الصرف كما يلي:

$$e(t) = e_L - \left(\frac{1}{b\theta}\right)(P_t - P_L)e^{(-v.t)} \dots \dots \dots (16)$$

$$e(t) = e_L + (e_t - e_L)e^{(-v.t)}$$

حيث أن: θ نسبة الاختلاف بين معدل الصرف طويل الأجل e_L ومعدل الصرف قصير الأجل (الأولي) e_t .
 b حساسية الطلب على النقود بالنسبة لسعر الفائدة.

δ حساسية الطلب الكلي بالنسبة للسعر النسبي للسلع المحلية.

β حساسية الطلب الكلي بالنسبة لسعر الفائدة.

♦ بأخذ فرضية عقلانية التوقعات أوضح النموذج أن معدل اقتراب e_t من e_L ، P_t من P_L يعتمد على معامل التوقعات θ ، ويعتمد هذا الأخير على كل المعلومات المتاحة أي أن:

$$\theta = v = \pi \frac{(\delta + \beta.\theta)}{(\theta.b + \delta)} \dots \dots \dots (17)$$

بحل المعادلة 17 يمكن الحصول على معامل التوقعات، وهذا المعامل دالة في المعلمات الهيكلية في الاقتصاد الوطني

$$\theta = \pi \frac{\beta/b + \delta}{2} + \left[\frac{\pi^2 (\beta/b + \delta)^2}{4 + \beta\delta/b} \right]^{\frac{1}{2}} \dots \dots \dots (18) \quad \text{كما يلي:}$$

♦ تشير المعادلة 18 إلى معدل اقتراب الاقتصاد الوطني من المسار الزمني طويل الأجل للتوازن، ولكي تؤدي عملية تكوين التوقعات إلى تنبؤ دقيق بمعدل الصرف يجب أن تكون $(\theta = v)$ ، ولكي يقترب الاقتصاد من التوازن طويل الأجل عند كل من P_L ، e_L بشكل أسرع يجب توافر عدة شروط هي: انخفاض مرونة الطلب

على النقود بالنسبة لسعر الفائدة b ، ارتفاع مرونة الطلب الكلي بالنسبة لسعر الفائدة β ، وكذلك ارتفاع مرونة الطلب السعرية على الناتج δ .

ثانياً: النموذج النقدي لـ **'Frankel'**: قام فرانكل عام 1979 بتعديل نموذج 'دورنبوش'، وفي نموذج هذا يفترض ثبات الأسعار في المدى القصير، وبقاء سعر الصرف مرناً. احتفظ 'فرانكل' بنفس فرضيات النموذج النقدي وألغى فرضية مرونة الأسعار، بالإضافة إلى استعمال معدلات الفائدة الحقيقية r .

1- فرضيات النموذج: وضع 'فرانكل' الفرضيات التالية لنموذجه:¹

♦ فرضية تعادل القوة الشرائية محققة في المدى الطويل فقط.

ومنه فإن سعر الصرف يكون تابعاً للأسعار المحلية والأسعار الأجنبية ويأخذ العلاقة التالية:

$$\tilde{e} = \tilde{p} - \tilde{p}^* \dots\dots\dots (1)$$

$$\tilde{e} = (\tilde{m} - \tilde{m}^*) - a(\tilde{y} - \tilde{y}^*) - b(\tilde{i} - \tilde{i}^*) \dots\dots\dots (2)$$

حيث: ~ تشير إلى المدى الطويل.

المعادلة 2 تمثل معادلة الطلب على النقود.

♦ توقع التغير في سعر الصرف يكتب على الشكل التالي:

$$E_t(\Delta e_{t+1}) = -\alpha(e_t - \tilde{e}_t) + (\tilde{\pi}_t - \tilde{\pi}_t^*) \dots\dots\dots (3)$$

حيث: $0 < \alpha < 1$.

E_t التوقع الرياضي الشرطي للمعلومات المتوفرة في الزمن t .

$\tilde{\pi}_t$ ، $\tilde{\pi}_t^*$ تمثل التضخم المتوقع في المدى البعيد.

$$E_t(\Delta e_{t+1}) = e_{t+1} - e_t \dots\dots\dots (4)$$

♦ تحقق شروط تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة، ويمكن صياغتها رياضياً كما يلي:

$$E_t(\Delta e_{t+1}) = i_t - i_t^* \dots\dots\dots (5)$$

2- آلية عمل النموذج: يعمل نموذج 'فرانكل' وفق الآلية التالية:²

بتعويض المعادلة 4 في المعادلة 3، وبعد إجراء العمليات الحسابية والتعديلات نحصل على المعادلة التالية:

$$e_t - \tilde{e}_t = -\left(\frac{1}{\alpha}\right)(i_t - i_t^*) + \left(\frac{1}{\alpha}\right)(\tilde{\pi}_t - \tilde{\pi}_t^*)$$

بتوحيد المقامات وتبسيط المعادلة نحصل على المعادلة التالية:

$$e_t - \tilde{e}_t = -\left(\frac{1}{\alpha}\right)(r_t - r_t^*) \dots\dots\dots (6)$$

¹ بن قدور علي: "دراسة أثر تغيرات سعر الصرف على نموذج التوازن الاقتصادي الكلي"، مرجع سبق ذكره، ص: 93.

² بن قدور علي: "دراسة أثر تغيرات سعر الصرف على نموذج التوازن الاقتصادي الكلي"، نفس المرجع السابق، ص: 93-94.

حيث r_t ، r_t^* : يمثل سعر الفائدة الحقيقي المتوقع.

بتعويض المعادلة 6 في المعادلة 1 نحصل على صيغة سعر الصرف الحقيقي كالتالي:

$$q_t = -\left(\frac{1}{\alpha}\right)(r_t - r_t^*) \dots \dots \dots (7)$$

حيث q_t يمثل سعر الصرف الحقيقي.

بتعويض المعادلة 5 في المعادلة 3 نحصل على سعر الصرف الاسمي بدلالة سعر الصرف الحقيقي، بالإضافة

إلى متغيرات النموذج النقدي ذي الأسعار المرنة كما يلي:

$$e_t = (m_t - m_t^*) - a(y_t - y_t^*) - b(i_t - i_t^*) - \left(\frac{1}{\alpha}\right)(r_t - r_t^*) \dots \dots \dots (8)$$

♦ المعادلة 7 تبين الشكل العام لنظرية تعادل القوة الشرائية عندما يتوازن سعر الصرف الحقيقي مع القيم الطويلة الأجل، وهذه المعادلة ميزة الاستقرار.

♦ المعادلة 8 تبين تمثيل أعم من النموذج النقدي ذي الأسعار المرنة بالرغم من كونهما متكافئين في المدى الطويل، لكون الأسعار في هذا المدى يجب أن تتحدد في سوق السلع.

المطلب الثالث: نماذج التوازن الداخلي والخارجي لتحديد سعر الصرف.

تنبني منهجية تحليل هذه النماذج على التوازن الآني داخل الاقتصاد وخارجه، ويعد نموذج 'مندل وفليمينغ' من أشهر هذه النماذج، حيث يتحدد سعر الصرف التوازني عند التوازن الآني في ثلاثة أسواق (سوق السلع والخدمات، سوق النقود، وسوق الصرف أو توازن ميزان المدفوعات)، أما نموذج 'سوان' فيدرس التوازن الداخلي المتمثل في المستوى الأمثل للتضخم والتوازن الخارجي الذي يمثله توازن ميزان المدفوعات.

أولاً: نموذج 'Mundell-Fleming'¹: ظهر هذا النموذج في ستينيات القرن العشرين، وواجه صعوبات التطبيق منذ بداية السبعينيات من نفس القرن بسبب الخروج من نظام أسعار الصرف الثابتة لاتفاقية 'بريتون وودز'، ومع ذلك لازال النموذج يعتبر مرجعاً أساسياً مقبولاً لعلاقة ميزان المدفوعات بأسعار الصرف، فنموذج 'مندل - فليمينغ' يلائم اقتصاداً صغيراً مفتوحاً يتجه نحو التعديل خلال سنة واحدة ويعتمد التحليل قصير الأجل.²

يقوم نموذج 'مندل وفليمينغ' على ثلاثة منحنيات تعكس التوازن في سوق السلع والخدمات وسوق النقود وتوازن ميزان المدفوعات الذي يدل على توازن سوق الصرف، وبالتالي يتحدد سعر الصرف التوازني بتحقيق التوازن الآني في الأسواق الثلاث، وهذا ما سنبينه في العرض الآتي:

¹ نموذج $IS / LM / BP$ في الاقتصاد المفتوح يطلق عليه نموذج "مندل-فليمينغ" نسبة إلى الاقتصاديان اللذان أسسا هذا النموذج في بداية عام 1960 وقد نال "روبرت مندل" جائزة نوبل على أعماله المتعلقة بالاقتصاد الكلي في اقتصاد مفتوح سنة 1999، وقد أدمج في هذا النموذج منحنى جديد يطلق عليه منحنى BP يعكس توازن ميزان المدفوعات.

² هوشيار معروف: "تحليل الاقتصاد الكلي"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص: 328.

1- توازن سوق السلع والخدمات ومنحنى IS: إن الانفتاح على العالم الخارجي يفرض علينا إضافة الصادرات والواردات للنموذج في الاقتصاد المغلق، وبالتالي يصبح العرض الكلي في هذا الاقتصاد المفتوح مكونا من عرض السلع والخدمات المنتجة محليا، وهي عبارة عن الناتج المحلي الإجمالي مضافا إليه الواردات، أما الطلب فيتكون من الطلب على الاستهلاك والطلب على الاستثمار والإنفاق الحكومي، إضافة إلى الطلب الخارجي على المنتجات المحلية (الصادرات).

إن توازن سوق السلع والخدمات يقتضي تساوي الطلب الكلي مع العرض الكلي كما يلي:

$$Y + M = C + I + G + X \Rightarrow Y = C + I + G + (X - M)$$

Y : الناتج المحلي الإجمالي. C : الاستهلاك. I : الاستثمار. G : الإنفاق الحكومي. X : الصادرات. M : الواردات. إن الحد الأخير بين قوسين عبارة عن صافي الصادرات، وإذا أخذنا بعين الاعتبار العوامل الهامة التي تؤثر في الطلب الكلي، حيث أن الاستهلاك يتأثر بالدخل المتاح، والاستثمار يتأثر بسعر الفائدة، وصافي الصادرات يتأثر بسعر الصرف الحقيقي فإن منحنى IS في الاقتصاد المفتوح يعطى بالعلاقة التالية:

$$Y = C_0 + c(Y - T_0) + I_0 - gi + G_0 + X(e) - m(e)Y - M_0$$

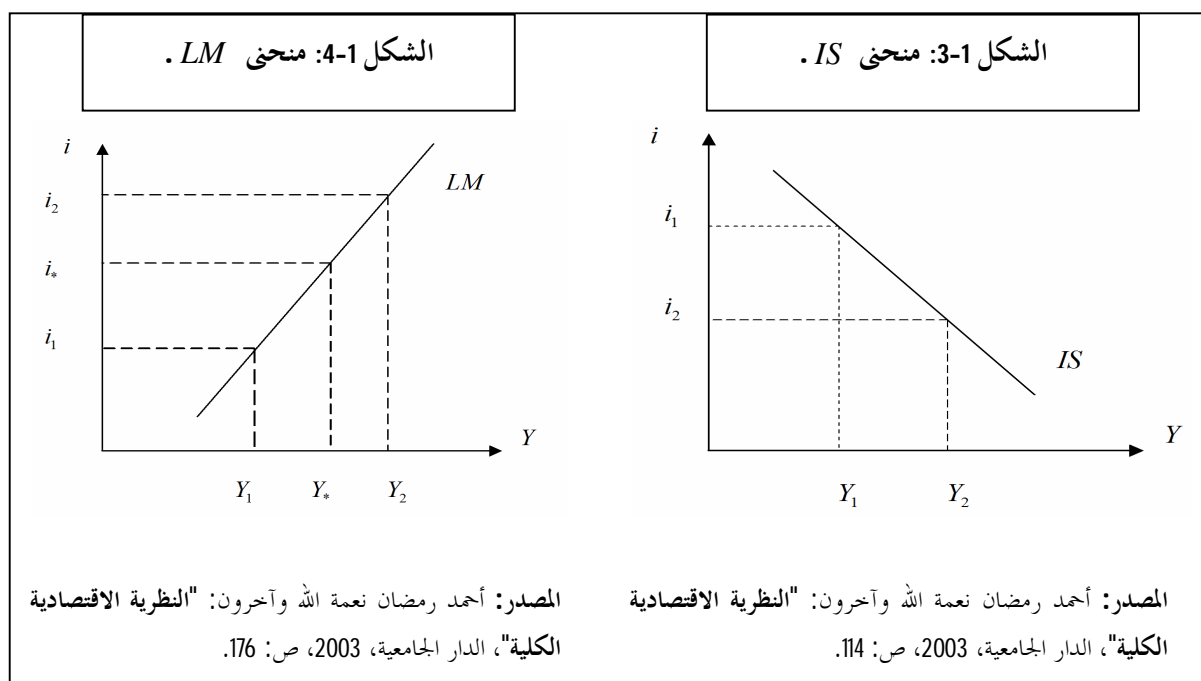
حيث g تمثل حساسية الاستثمار لسعر الفائدة، و e تمثل سعر الصرف الحقيقي.

بعد إجراء العمليات الحسابية البسيطة نحصل على منحنى IS كما يلي:

$$Y = \frac{C_0 + I_0 + G_0 + X_0 - M_0}{1 - c - m} - \frac{g}{1 - c - m} i$$

من المعادلة السابقة يتضح أن هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة ومستوى الدخل والشكل 1-3 يبين

هذه العلاقة:



يوضح الشكل 1-3 التصوير البياني لمنحنى IS ، حيث توجد علاقة عكسية بين سعر الفائدة التوازني والدخل التوازني، فعند سعر الفائدة i_1 يكون مستوى الدخل المناظر له والذي يضمن تحقيق التوازن في سوق الإنتاج هو Y_1 ، وانخفاض سعر الفائدة إلى i_2 يؤدي إلى زيادة الاستثمار وبالتالي زيادة الدخل إلى Y_2 حيث يتحقق التوازن مرة أخرى في سوق الإنتاج.¹

2- توازن سوق النقود و منحنى LM : رأينا أنه لا يمكن التوصل إلى حالة توازن وحيدة لسوق السلع والخدمات (عدم وجود قيمة وحيدة لكل من Y و i)، وبالتالي لا يمكن التوصل إلى حالة التوازن الكلي، والسبب في ذلك أن لسوق النقد دورا في تحديد التوازن الكلي، إذ لابد من دراسة شروط توازن سوق النقود.

أ- شروط توازن سوق النقود: تتمثل دراسة سوق النقود في دراسة عرض النقد والطلب على النقد، وتساويهما يعطينا توازن هذه الأسواق.

♦ **عرض النقود:** نعي بعرض النقود كمية النقد المتداولة في الاقتصاد، وهي الكمية التي نجدها بحوزة الوحدات الاقتصادية المكونة من الأفراد أو العائلات والمشروعات، أي كل الوحدات الاقتصادية باستثناء الدولة أو القطاع المصرفي.

يصدر النقد عن الجهاز المصرفي المكون أساسا من البنك المركزي والبنوك التجارية، أما كمية النقد المتداولة فإنها تتكون من النقد القانوني أو الائتماني،² وما جعل الاقتصاديين يعتبرون أن عرض النقد متغير خارجي هو أن سلوك الدولة (السلطات النقدية) لا يخضع إلى المتغيرات الاقتصادية أو المنطق الاقتصادي فقط، بل إن هناك عدة متغيرات أخرى: سياسية، اجتماعية، فكل هذه الأمور جعلت الاقتصاديين يعتبرون كمية النقود المعروضة في وقت ما معطاة.³

ستتبع بدورنا الاتجاه العام ونعتبر عرض النقود متغيرا خارجيا أو مستقلا أي: $M^s = M_0$.

♦ **الطلب على النقود:** بنى 'كيتز' نظريته في الطلب على النقود على ثلاثة دوافع من شأنها دفع المؤسسات والأفراد والمؤسسات للاحتفاظ بالأرصدة النقدية، وقد حصر هذه البواعث في كل من المبادلات، الاحتياط، والمضاربة ويمكن شرحها فيما يلي:

✓ **دافع المبادلات (المعاملات):** يقصد به رغبة المؤسسات الاقتصادية، أفراد أو مشروعات، في الاحتفاظ بقدر معين من النقود على شكل سائل بهدف مواجهة نفقاتهم الجارية، ويعد هذا الدافع أكثر الدوافع

¹ أحمد رمضان نعمة الله وآخرون: "النظرية الاقتصادية الكلية"، الدار الجامعية، 2003، ص: 114.

² محمد الشريف إلمان: "محاضرات في التحليل الاقتصادي الكلي"، منشورات برقي، 1994، ص: 231.

³ محمد الشريف إلمان: "محاضرات في التحليل الاقتصادي الكلي"، نفس المرجع السابق، ص: 233.

الثلاثة شيوعاً للطلب على النقود، بمعنى أنه الدافع الرئيسي الذي يحفز تلك المؤسسات الاقتصادية على الاحتفاظ بأرصدة نقدية سائلة.¹

أما المتغير الذي يحدد سلوك هذا الطلب، فيتمثل في الدخل، فإذا رمزنا للطلب على النقد من أجل المعاملات، معبراً عنه بالقيمة الحقيقية، بالرمز M_t^d فإن العلاقة الدالية تكون في شكل: $M_t^d = L_1(Y)$.
دافع الاحتياط: يحتفظ الأفراد والمؤسسات بأرصدة نقدية سائلة لغرض الاحتياط، ويعود الطلب على السيولة لغرض الاحتياط إلى توفر اللائقيين من ظروف المستقبل، وعلى ذلك يحتفظ الأفراد والمؤسسات بجزء من الدخل النقدي لهذا الغرض.³

يشكل الطلب على النقود بدائعي المبادلات والاحتياط الجزء الأكبر من مجموع الطلب على الأرصدة النقدية، إذ يمكن دمج هذا النوع من الطلب مع دافع المبادلات في المعادلة السابقة: $M_t^d = L_1(Y)$.

دافع المضاربة: يقصد بالمضاربة عملية بيع وشراء الأوراق المالية من أسهم وسندات في أسواق المال بغية الحصول على الربح، وبناء على ذلك يحتفظ المضارب بأرصدة نقدية سائلة بغرض الاستفادة من التغيرات المتوقعة في أسعار الأوراق المالية حتى يتمكن من تحقيق أرباح رأسمالية في الفترة القصيرة.⁴

إذا رمزنا للطلب على النقود بالقيمة الحقيقية بالرمز M_s^d تكون لدينا الدالة التالية:⁵ $M_s^d = L_2(i)$.
 حيث أن العلاقة عكسية بين الطلب على النقود لدافع المضاربة M_s^d وسعر الفائدة i .

ب- التوازن في سوق النقود (معادلة و منحنى LM): إن معادلة منحنى LM تضمن توازن سوق النقد، ولكنه لا يعطينا حلاً معيناً، أي أن هناك عدد لا نهائي من الحلول، ويمكن إيجاد معادلة توازن سوق السلع والخدمات LM كما يلي:

$$M^S = M_0 \dots\dots\dots \text{دالة عرض النقود}$$

$$M_t^d = L_1(Y) \dots\dots\dots \text{دالة الطلب على النقد بدافع المعاملات و الاحتياط}$$

$$M_s^d = L_2(i) \dots\dots\dots \text{دالة الطلب على النقود بدافع المضاربة}$$

$$M^d = L(i, Y) \text{ أي: } M^d = M_t^d + M_s^d \text{ كما يلي:}$$

$$M^s = L(i, Y) \text{ أي: } M^d = M^s \dots\dots\dots \text{شرط التوازن}$$

يمثل الشكل 1-4 التصوير البياني لتوازن سوق النقد (منحنى LM)، ونلاحظ وجود علاقة طردية بين سعر

الفائدة ومستوى الدخل، ونبين ذلك فيما يلي:

¹ ضياء مجيد الموسوي: "النظرية الاقتصادية، التحليل الاقتصادي الكلي"، ديوان المطبوعات الجامعية، 1994، ص: 236.

² محمد الشريف إلمان: "محاضرات في التحليل الاقتصادي الكلي"، مرجع سبق ذكره، ص: 236.

³ ضياء مجيد الموسوي: "النظرية الاقتصادية، التحليل الاقتصادي الكلي"، مرجع سبق ذكره، ص: 250.

⁴ نفس المرجع السابق، ص: 251.

⁵ محمد الشريف إلمان: "محاضرات في التحليل الاقتصادي الكلي"، مرجع سبق ذكره، ص: 241.

✓ نفترض في البداية أن معدل الفائدة هو i_* ، وبالتالي يكون مستوى الدخل التوازني يساوي Y_* .
 ✓ إذا ارتفع الدخل من Y_* إلى Y_2 فإن ذلك سوف يؤدي إلى ارتفاع الطلب على النقود بدافع المعاملات والاحتياط، وبالتالي يحدث خلل في السوق النقدي، ولكي يعود السوق النقدي إلى التوازن لابد من ارتفاع سعر الفائدة من i_* إلى i_2 لتقليل الطلب على النقود من جهة وزيادة المعروض النقدي من جهة أخرى حتى يتحقق التوازن.

✓ إذا انخفض الدخل من Y_* إلى Y_1 سوف يؤدي ذلك إلى انخفاض الطلب على النقود بدافع المبادلات والاحتياط، وبالتالي يحدث خلل في السوق النقدي، ولكي يعود السوق النقدي إلى التوازن لابد من ارتفاع سعر الفائدة من i_* إلى i_1 ، وذلك لزيادة الطلب على النقود من جهة، وتقليل المعروض النقدي من جهة أخرى، ليعود السوق إلى التوازن من جديد.

3- توازن ميزان المدفوعات ومنحنى BP: في ظل الاقتصاد المفتوح هناك نوعين من الأسواق هما سوق السلع والخدمات والسوق النقدي، ولكن في ظل الاقتصاد المفتوح فإننا نحتاج إلى إضافة سوق الصرف الأجنبي، ولقد أطلقنا على التوازن في سوق السلع والخدمات منحنى IS ، والتوازن في السوق النقدي منحنى LM ، أما التوازن في سوق الصرف الأجنبي والذي يعكس التوازن في ميزان المدفوعات فيسمى منحنى BP .¹
أ- تعريف منحنى BP: إن منحنى BP عبارة عن كل الأزواج من الدخل وسعر الفائدة (Y, i) التي تحقق التوازن في ميزان المدفوعات.²

ب- اشتقاق معادلة منحنى BP: إن ميزان المدفوعات يتكون من قسمين أساسيين: ميزان العمليات الجارية، وميزان رأس المال، ويفرض أن ميزان المدفوعات BP يتكون من الميزان التجاري BC وميزان رأس المال BK ، أي:

$$BP = BC + BK$$

♦ **معادلة رصيد الميزان التجاري:** إن الفرق بين الصادرات والواردات تعطي لنا رصيد الميزان التجاري أو رصيد المبادلات بين الوطن والعالم الخارجي.

$$BC = X - M$$

إن الصادرات تمثل طلباً خارجياً على السلع والخدمات المحلية، وبذلك فهي لا تتأثر بالدخل المحلي وإنما تتأثر بدخول العالم الخارجي Y^* ، كما تتأثر بسعر الصرف e ، فإذا افترضنا أن دخول الدول الخارجية ثابتة فإن دالة الصادرات تعطى بالصيغة التالية: $X = X(Y^*, e) \Rightarrow X = X(e) \dots (\partial X / \partial e) > 0$
 بما أن الطلب على الواردات يكون من داخل الوطن فإن مستواها يتأثر بدخل الدولة كما يتأثر بسعر

الصرف، وبذلك تتغير الواردات تبعاً لتغير الدخل وسعر الصرف وتأخذ دالة الواردات الصيغة التالية:

$$M = M(Y, e) \Rightarrow M = M_0 + m(e)Y \dots (\partial M / \partial Y) > 0 \dots (\partial M / \partial e) < 0$$

ومنه فإن معادلة الميزان التجاري تعطى بالعلاقة التالية: $BC = X - M = X(e) - m(e) - M_0$

¹ أحمد رمضان نعمة الله وآخرون: "النظرية الاقتصادية الكلية"، مرجع سبق ذكره، ص: 254.

² البشير عبد الكريم: "الاقتصاد الكلي، محاضرات وتطبيقات"، مطبوعة جامعية، جامعة الشلف، 2007-2008، ص: 184.

فرصيد الميزان التجاري يتدهور عند زيادة الدخل ويتحسن في حالة ارتفاع سعر الصرف أي عند انخفاض قيمة العملة الوطنية.¹

♦ **معادلة رصيد حساب رأس المال:** إن تدفق رؤوس الأموال يتوقف على العائد المنتظر من توظيفه، فسعر الفائدة يعتبر تكلفة بالنسبة للمستثمر، وعليه فإن التدفق الصافي لرؤوس الأموال يتوقف على الفرق بين معدلي الفائدة الداخلي والخارجي، كما يتوقف على حساسية تدفق رأس المال لسعر الفائدة، وبجانب سعر الفائدة يوجد عامل آخر وهو سعر الصرف المتوقع، فيمكن صياغة معادلة رصيد رأس المال كالتالي:

$$BK = f(i - i^*, e^a) \dots (\partial f / \partial i) > 0 \dots (\partial f / \partial i^*) > 0 \dots (\partial f / \partial e^a) < 0$$

حيث: i سعر الفائدة المحلي، i^* سعر الفائدة الخارجي، e^a سعر الصرف المتوقع.

بافتراض أن سعر الفائدة وسعر الصرف عبارة عن ثوابت معطاة خارج النموذج بالإضافة إلى افتراض

$$BK = f \times i + F_0 \quad \text{كما يلي:}$$

حيث: f حساسية تدفق رأس المال لسعر الفائدة، F_0 تدفق رأس المال المستقل عن سعر الفائدة والذي يتأثر بعوامل أخرى كالضرائب، الاستقرار السياسي، النمو الاقتصادي.... إلخ.

♦ **معادلة BP:** من المعلومات السابقة الخاصة بالميزان التجاري وميزان رأس المال نصل إلى معادلة BP

$$BP = BC + BK = X(e) - m(e)Y - M_0 + f \times i + F_0 \quad \text{التالية:}$$

يتوازن ميزان المدفوعات إذا كان رصيده يساوي الصفر أي:

$$BP = 0 \Leftrightarrow X(e) - m(e)Y - M_0 + f \times i + F_0 = 0$$

$$\Leftrightarrow Y = \frac{f}{m(e)}i + \frac{X(e) - M_0 + F_0}{m(e)}$$

إن ميل المنحنى هو: $\frac{f}{m(e)}$ ، وهو موجب، وبالتالي فإن منحنى BP متزايد وانحدار هذا المنحنى يتوقف على

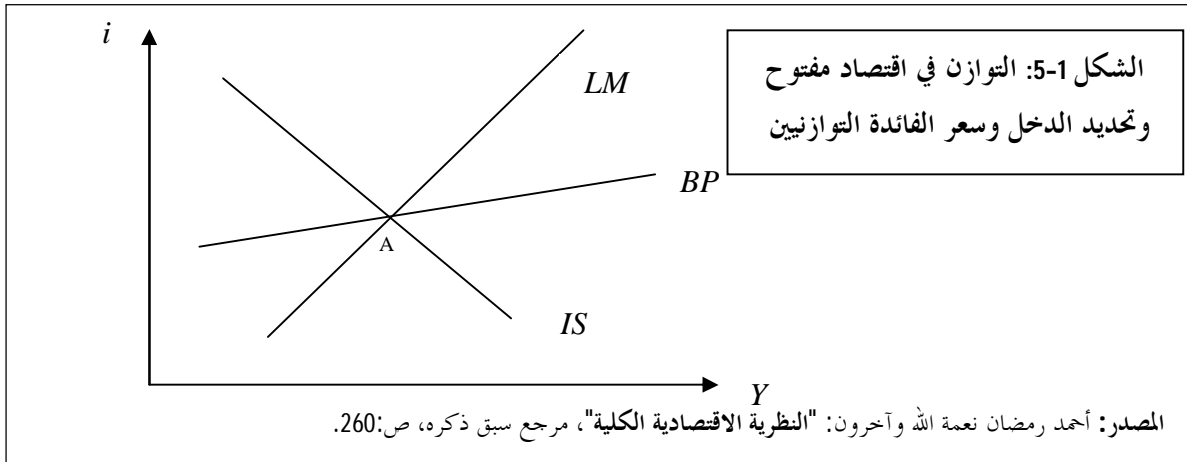
درجة انفتاح هذا البلد على العالم الخارجي سواء الانفتاح التجاري m أو الانفتاح المالي f .

يكون منحنى BP أفقياً إذا كان التدفق الرأسمالي مرناً بشكل تام لتغيرات سعر الفائدة (قيمة f كبيرة جداً) (BP'') ، ويكون منحنى BP عمودياً إذا كان التدفق الرأسمالي غير مرناً بشكل تام لتغيرات سعر الفائدة (قيمة f صغيرة جداً أو تؤول إلى الصفر).

4- التوازن في الاقتصاد المفتوح وتحديد سعر الصرف: يوضح الشكل 1-5 تجميع للمنحنيات السابقة،

والمتمثلة في منحنيات IS، LM و BP.

¹ البشير عبد الكريم: "الاقتصاد الكلي، محاضرات وتطبيقات"، مرجع سبق ذكره، ص: 185.



عند ربط الأشكال الثلاثة السابقة والتي تعكس توازن كل من سوق السلع والخدمات وسوق النقود وميزان المدفوعات الذي يمثل التوازن في سوق الصرف يتحدد كل من الدخل التوازني وسعر الفائدة التوازني، وبالتالي يتحدد حجم الصادرات والواردات، ومن هذين المتغيرين يمكن استخراج سعر الصرف التوازني والذي يعكس التوازن في الاقتصاد المفتوح.

ثانياً: نموذج "Swan"¹: إن نموذج 'سوان' يربط بين التوازنين الداخلي والخارجي ويقوم على منحنيين. يميلين متعاكسين ضمن محورين أحدهما للنفقات المحلية والآخر لسعر الصرف الحقيقي.

يقوم النموذج على فرضية أساسية هي أنه إذا توسع كل من الناتج والتشغيل تزداد النفقات على الواردات فيزداد العجز في الحساب الجاري.²

خرج النموذج بمجموعتين من السياسات هما:

1- سياسة تغيير الإنفاق: يمكن أن يصحح الانكماش الداخلي بواسطة زيادة الإنفاق (سياسة مالية أو نقدية توسعية)، وتشير السياسة المالية التوسعية إلى زيادة في الإنفاق أو تخفيض الضرائب، وتؤدي السياسة النقدية السهلة إلى تخفيض في أسعار الفائدة في القطر مما يجفز الاستثمارات.³

بصفة عامة تتضمن سياسة تغيير الإنفاق تلك السياسات المالية والنقدية الهادفة إلى التأثير في مستوى

الطلب الإجمالي.⁴

2- سياسة تحويل الإنفاق: تشير أساساً إلى تخفيض قيمة العملة أو رفعها، ويشير التخفيض إلى زيادة سعر الصرف من قيمة اسمية إلى أخرى، وهذه عادة تعمل على انخفاض قيمة الصادرات في البلد، ومن ثم يمكن استخدامها لتصحيح العجز، ويشير رفع قيمة العملة إلى العكس، ويمكن استخدامه لتصحيح الفائض.⁵

¹ نموذج سوان مستنتج من طرف *Trevor Swan* سنة 1955.

² هوشيار معروف: "تحليل الاقتصاد الكلي"، مرجع سبق ذكره، ص: 331.

³ دومنيك سالفاتور: "نظريات ومسائل في الاقتصاد الدولي"، 1993، ديوان المطبوعات الجامعية، ص: 189.

⁴ هوشيار معروف: "تحليل الاقتصاد الكلي"، مرجع سبق ذكره، ص: 331.

⁵ دومنيك سالفاتور: "نظريات ومسائل في الاقتصاد الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص: 190.

وبصفة عامة فإن سياسة تحويل الإنفاق هي عبارة عن تغيير سعر الصرف سواء كان بالتخفيض أو بالرفع للتأثير في تركيبة الإنفاق والتحول بين السلع المحلية والسلع الأجنبية.¹
يوضح الشكل 1-6 منحني التوازن الداخلي *IB* والتوازن الخارجي *EB* في نموذج 'سوان' كما يلي:²
يعبر النموذج عن التوازن الداخلي بالمنحنى *IB*.

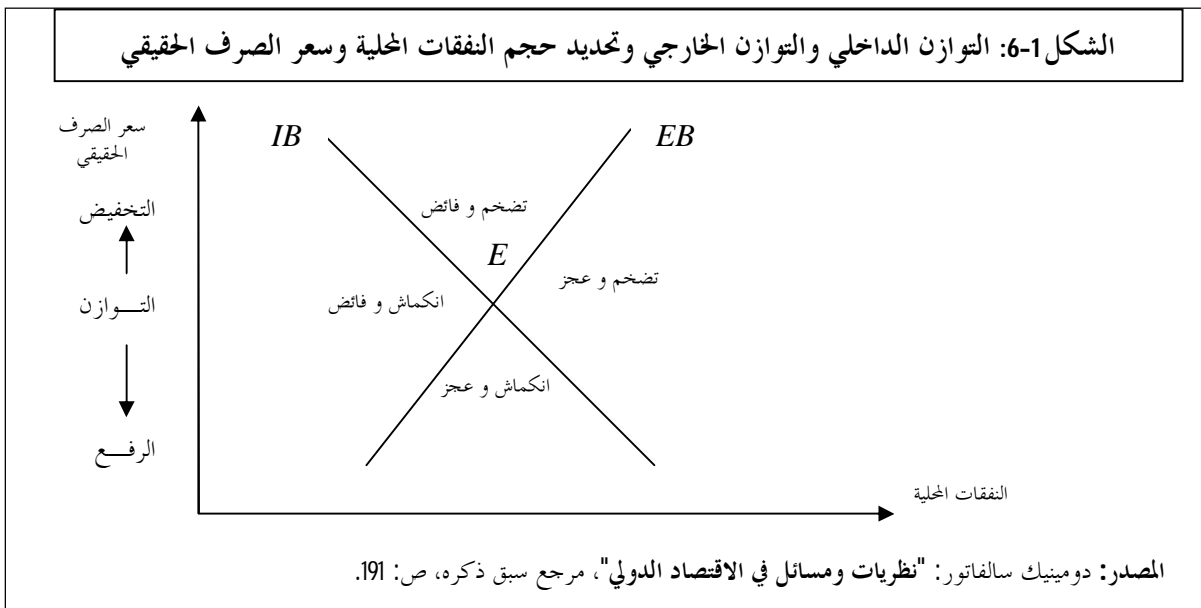
- ♦ في اليمين: هناك تضخم لأن النفقات المحلية أكبر من المستوى اللازم لتحقيق التشغيل الكامل.
- ♦ في اليسار: هناك انكماش لأن النفقات المحلية أقل من المستوى اللازم لتحقيق التشغيل الكامل.

أما التوازن الخارجي في نموذج "سوان" فيمكن التعبير عنه بالمنحنى *EB*.

♦ في اليمين: هناك عجز في ميزان المدفوعات لأن النفقات المحلية أكبر من المستوى اللازم لتحقيق التوازن الخارجي.

♦ في اليسار: هناك فائض في ميزان المدفوعات لأن النفقات المحلية أقل من المستوى اللازم لتحقيق التوازن الخارجي.

من خلال الشكل 1-6 والذي يوضح التوازن الآني الداخلي والخارجي، والذي يتحدد من خلاله المستوى الأمثل للنفقات المحلية الذي يضمن التوازنين الداخلي والخارجي في آن واحد، وبالتالي يتحدد سعر الصرف الحقيقي التوازني.



تشير النقطة *E* إلى التوازن الآني الداخلي والخارجي، فأى نقطة أخرى يحدث عندها اختلال داخلي وخارجي حيث يمكن أن نميز أربع حالات في الشكل 1-6.³

¹ هوشيار معروف: "تحليل الاقتصاد الكلي"، مرجع سبق ذكره، ص: 331.

² هوشيار معروف: "تحليل الاقتصاد الكلي"، نفس المرجع السابق، ص: 331.

³ راتول محمد: "دروس ومحاضرات في الاقتصاد الدولي"، مطبوعة جامعية، جامعة الشلف، 2005-2006، ص ص: 93-94.

♦ **عجز مع انكماش:** تتطلب إزالة هذا الوضع والوصول إلى النقطة E سياسةً ماليةً توسعيةً من طرف الدولة، وذلك بالعمل على زيادة الإنفاق، وسياسة نقدية عن طريق سعر الصرف وذلك بتخفيض سعر العملة المحلية (زيادة سعر الصرف) لما لذلك من أهمية في زيادة الصادرات وخفض الواردات، وتكون نتيجة هذه السياسات توجه الاقتصاد إلى التوازن الداخلي والخارجي في آن واحد.

♦ **فائض مع انكماش:** لإزالة الفائض مع الانكماش والوصول إلى النقطة E يتم ذلك عن طريق سياسة مالية توسعية بزيادة الإنفاق وسياسة نقدية برفع قيمة العملة الوطنية (تخفيض سعر الصرف) لما لها من دور في تخفيض الصادرات وزيادة الواردات، وتكون النتيجة هي توجه الاقتصاد إلى التوازن الداخلي والخارجي.

♦ **فائض مع تضخم:** للعودة إلى نقطة التوازن الداخلي والخارجي تتبع سياسة مالية مقيدة تتضمن تخفيض الإنفاق وسياسة نقدية برفع قيمة العملة الوطنية (تخفيض سعر الصرف).

♦ **عجز مع تضخم:** للوصول إلى التوازن عند النقطة E يتطلب الأمر سياسة مالية مقيدة وسياسة نقدية بتخفيض قيمة العملة الوطنية لما لها من أثر على زيادة الصادرات وتخفيض الواردات، ويتحقق نتيجة لذلك التوازن الداخلي والخارجي.

المبحث الثالث: المنظور التاريخي والتوجه الحديث لأنظمة سعر الصرف.

إن حرية اختيار نظام سعر صرف ينبغي أن تستخدم بحكمة في إطار ما يعرف بمفهوم "الثالوث المستحيل"، وحسب هذا المفهوم يكون على صناع السياسات الاقتصادية المفاضلة بين الحرية المطلقة لحركة رؤوس الأموال عبر الحدود أو نظام سعر صرف ثابت أو سياسة نقدية مستقلة تركز على الأهداف المحلية، وعلى هذا الأساس فإن اختيار نظام غير نظام الثبات ستكون له عواقب ما لم تصاغ معه سياسات سليمة وسهلة التكيف.

المطلب الأول: التطور التاريخي لأنظمة الصرف.

تطور اختيار نظام سعر الصرف تطوراً كبيراً في القرن الماضي، وقد اتسعت هذه النظم اتساعاً كبيراً من خيار بسيط بين قاعدة الذهب والعملية الورقية إلى أكثر من 15 نظاماً حددها *Reinhardt and Rogoff*، إلا أن الاختيار الأساسي بين أسعار الصرف الثابتة وأسعار الصرف المرنة مازال هو لب المسألة.¹

وتتبع تطور الأنظمة النقدية الرئيسية التي عرفها العالم يمكن حصرها في أربع مراحل: من قاعدة الذهب إلى بريتون وودز مروراً بالتعميم وصولاً إلى التدخل التعاوني والتقسيم الحديث لأنظمة الصرف.

أولاً: نظام الصرف في ظل قاعدة الذهب وصولاً إلى بريتون وودز (1870-1944): استمرت هذه القاعدة حوالي 44 سنة، وقد تميزت بتجارة حرة نسبياً وتحركات دولية غير مقيدة لرأس المال، وقد كان التعديل في ظل هذه القاعدة سريعاً وتدرجياً، إلا أنه يعتقد الآن أنه قد حدث أساساً خلال استقرار تحركات رأس المال قصير الأجل والتغيرات في الدخل الوطني بدلاً من خلال تغيرات الأسعار.²

1- آليات تحديد سعر الصرف في ظل قاعدة الذهب: يعتبر نظام قاعدة الذهب أحسن مثال لأنظمة الصرف الثابتة، حيث اتبع هذا النظام أهم الاقتصاديات الكبرى في العالم بين 1870 و 1914، فكل دولة تُعرف أو تُحدد قيمة عملتها بوزن معين من الذهب، حيث تكون أسعار صرف العملات في هذا النظام معرفة بالذهب، ففي حالة العجز التجاري تحافظ الدول على خروج الذهب وتخفيض بذلك الكتلة النقدية فتتخفف الأسعار، تتبعها الواردات في الانخفاض بسبب البطالة، من جهة أخرى يتم تزويد الصادرات بسبب انخفاض الأسعار فيتعدل الميزان التجاري تلقائياً بدون تحرك لأسعار صرف العملات.³

¹ مايكل بوردو: "المنظور التاريخي لاختيار نظام سعر الصرف"، مداخلة مقدمة في ندوة "نظم وسياسات سعر الصرف"، معهد السياسات الاقتصادية - صندوق النقد العربي - بالتنسيق مع صندوق النقد الدولي، 16-17 ديسمبر 2002، ص: 40.

² دومينيك سالفاتور: "نظريات ومسائل في الاقتصاد الدولي"، سلسلة ملخصات شوم، الدار الدولية للنشر والتوزيع، القاهرة، ط. 4، 1998، ص: 212.

³ Bouret Renaud: "Relation Economiques Internationales" McGrawhill, 1993, P:290.

في خلال تلك الفترة ربطت معظم العملات بالذهب، مع قيام البنك المركزي في كل دولة ببيع وشراء الذهب عند سعر ثابت مقوما بعملته، وكانت التغيرات في أسعار الصرف نادرة، وكان هناك التزام بقواعد اللعبة فيما يتعلق بالسياسات النقدية للدول.¹

2- شروط تشغيل نظام الذهب: وحتى تم تشغيل نظام الذهب على المستويين المحلي والدولي كان لابد من توافر مجموعة من الشروط، منها:²

- ♦ تحديد قيمة ثابتة للعملة الوطنية بوزن وعتار معين من الذهب، وبذلك إعطاء الذهب سعره الرسمي.
- ♦ توافر حرية تامة في سك وصهر الذهب دون تكلفة، وهذا الشرط ضروري لتحقيق التعادل بين السعر السوقي والسعر القانوني للذهب.
- ♦ ضمان قابلية العملة الوطنية للصرف بالذهب وبالعكس بلا قيد ولا شرط.
- ♦ عدم وجود قيود على استيراد وتصدير الذهب من الخارج، وهذا الشرط ضروري لتحقيق التعادل بين سعر الذهب في الداخل والخارج.

3- قاعدة الذهب ما بين الحربين: بعد الحرب العالمية الأولى ظهر نظام بمقتضاه تترك العملات الرئيسية حرة، وتم النظر إلى هذا الإجراء على أنه فترة مؤقتة حتى تستقر الأمور وتعود الدول إلى قاعدة الذهب، وخلال الفترة 1923-1928 عادت بعض الدول إلى قاعدة الذهب عند سعر صرف ما قبل الحرب.³ خفضت الحرب العالمية الأولى 1914-1918 كثيرا العلاقات التجارية بين الدول، فانخفضت صادرات الذهب، وقُيدت حركة رؤوس الأموال والتي كانت كلها بوادئ لنهاية نظام قاعدة الذهب التقليدية. وخلال فترة ما بين الحربين حدثت فترة فوضوية في المخطط النقدي، ارتفاع معدلات التضخم، إضافة إلى تطور الحمائية بعد أزمة الكساد 1929 وقيام العديد من الدول بإعادة تقويم عملاتها للاستفادة من الظروف لزيادة الصادرات،⁴ كما تميزت فترة ما بعد الأزمة بمحالات التخفيض سواء كان الغرض منها علاج عجز ميزان المدفوعات أو تخفيض معدلات التضخم.

4- أسباب انهيار نظام الذهب: إزاء أزمة الكساد 1929 أعلنت بريطانيا خروجها عن قاعدة الذهب وتوالت بعدها حركة الانهيار في النظم النقدية، فخرجت الولايات المتحدة عنه سنة 1931، ولم يأت عام 1936 إلا وكانت جميع الدول قد خرجت عن قاعدة الذهب لينهار النظام انهارا تاماً، ويرجع البعض أسباب الانهيار إلى:

أ- جهود نظام الذهب: ويتمثل في ذلك القيد الصارم الذي يوضع على حرية السلطات النقدية في تحديد كمية النقود المصدرة.

¹ موردخاي كريانين، تعريب: محمد إبراهيم منصور، علي مسعود عطية: "الاقتصاد الدولي، مدخل السياسات"، دار المريخ للنشر، 2007 ص:399.

² بسام الحجار: "العلاقات الاقتصادية الدولية"، مجد للدراسات والنشر والتوزيع، 2003، ص ص:102-103.

³ موردخاي كريانين، تعريب: محمد إبراهيم منصور، علي مسعود عطية: "الاقتصاد الدولي، مدخل السياسات"، مرجع سبق ذكره، ص:400.

⁴ Peyrard Josette: "Gestion Financiere Internationale", Référence déjà cité, PP:6-7.

ب- عدم تقييم بعض العملات تقييماً صحيحاً: بعد العودة إلى نظام الذهب طرأ خلل على هيكل أسعار الصرف، بعض الدول ثبتت أسعار صرفها عند مستوياتها السابقة قبل الحرب، ودول أخرى قامت بتخفيض سعر صرفها عن مستواها السابق قبل الحرب.

ج- النظام الشاذ للمدفوعات الخارجية (تعويضات الحرب): خرجت دول من الحرب مدينة وأخرى دائنة للولايات المتحدة الأمريكية بقيمة القروض التي أخذتها منها أثناء الحرب، مما أدى إلى تدخل عوامل غير اقتصادية عرقلت حسن سير النظام.

د- التسابق بين الدول في فرض تعريفات جمركية عالية: ونتج عن هذا عدم العودة إلى التصحيح التلقائي لميزان المدفوعات، وبذلك تكون قد ضربت خاصية أساسية من خواص نظام الذهب.

هـ- اتجاه بعض البنوك المركزية إلى اكتناز الذهب: ونتج عن هذا تراكم الذهب في بعض البلدان وخروج دول أخرى عن نظام الذهب بعدما خسرت احتياطياتها منه.¹

و- الحركات غير العادية للذهب ورؤوس الأموال: وهذا يعني أن تحركات الذهب بين الدول لم تعد ترتبط بالتجارة الدولية أو بمستويات الأسعار في الدول، وقد أدى هذا إلى سوء توزيع الذهب بين الدول واختلال موازين مدفوعاتها مما ترتب عنه زوال البيئة الاقتصادية والنقدية الدولية اللازمة لاستمرار نظام الذهب.²

ثانياً: تحديد سعر الصرف في ظل نظام بريتون وودز (1944-1971): في نهاية الحرب العالمية الثانية عقد ممثلو 44 دولة مؤتمراً في بريتون وودز نيوهامبشير لمناقشة حل المشاكل الاقتصادية، وقد تطرق المؤتمر إلى مجموعة من التعديلات المتعلقة بالنظام النقدي الدولي.

1- مضمون نظام بريتون وودز: لقد حدد المؤتمر بالمواصفات الأساسية التالية:³

♦ يلعب الدولار الأمريكي وبمساواة مع الذهب دور مقياس القيمة، فتختار كل دولة قيمة اسمية لعملتها مقومة بالدولار الأمريكي.

♦ إلتزام الولايات المتحدة الأمريكية بقابلية تحويل الدولارات إلى ذهب وبناء على سعر التعادل المعلن بين الدولار والذهب وبواقع 35 دولار لأونصة الذهب.

♦ أن لا تنحرف أسعار السوق للعملات أعلى أو أقل عن سعر صرفها الثابت بالنسبة للدولار $\pm 1\%$.

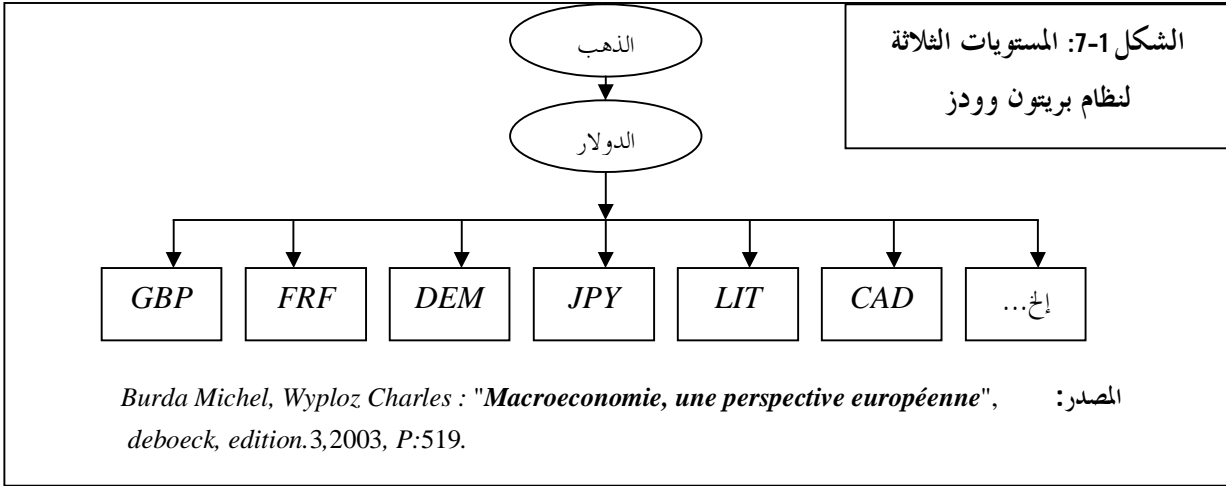
♦ أن يقدم صندوق النقد الدولي للدول الأعضاء قروضا بالعملات الأجنبية لتمويل العجز في موازين المدفوعات.

الشكل 1-7 يوضح آلية عمل نظام بريتون وودز بحيث يرتبط الدولار بالذهب وترتبط العملات الأخرى بالدولار.

¹ بسام الحجار: "نظام النقد العالمي وأسعار الصرف"، دار المنهل اللبناني، 2009، ص ص: 24-27.

² عبد الله الطاهر، موفق علي خليل: "النقود والبنوك والمؤسسات المالية"، مركز يزيد للنشر، 2004، ص: 434.

³ بسام الحجار: "نظام النقد العالمي وأسعار الصرف"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 28-29.



2- نظام الصرف بالذهب: يرتبط الدور الرئيسي للذهب بقابلية تحويل الدولار الأمريكي إلى ذهب عند سعر ثابت، أما بالنسبة للدول الأخرى فهي غير ملزمة بتحويل عملاتها إلى الذهب، أي أن عملاتها غير قابلة للتحويل إلى الذهب، وبما أن نظام بريتون وودز يعمل على أساس نظام الصرف بالذهب فإن الدول تستطيع تحويل عملاتها إلى عملات قابلة للصرف بالذهب، كما أن احتياطي البنوك المركزية يتكون من عملات قابلة للتحويل، وقد احتفظت معظم المصارف المركزية بجزء كبير من احتياطياتها الدولية على شكل دولارات أو أدوات الخزانة الأمريكية، وأصبح الدولار عملة الاحتياطي الرئيسي في نظام بريتون وودز.¹

3- اتفاقية "سميثونيان": بحلول عام 1971، وصل العجز في الولايات المتحدة الأمريكية فيما يتعلق بالتعاملات على الاحتياطي الرسمي 30 ملياراً دولاراً، وظهر العجز لأول مرة ليصل إلى 2.7 مليار دولار، إضافة إلى معانات الولايات المتحدة من البطالة، ومعدلات التضخم غير المقبولة،² وفي ظل هذه الظروف أعلن الرئيس الأمريكي "نيكسون" في 15 أوت 1971 تخفيضاً للدولار، وأغلق بالتالي رسمياً ما كان يطلق عليه بـ "نافذة الذهب"، عبر التوقف عن أي التزام بتحويل احتياطيات الدولار الخارجية إلى ذهب، حتى عند السعر الرسمي،³ وكان رد الفعل السريع لمعظم الدول الرئيسية عن ربط عملتها بالدولار وتبني نظام صرف مدار، وفي 18 ديسمبر 1971 قامت الدول الرئيسية في معهد "سميثونيان" بواشنطن بإعلان اتفاقية إعادة استقرار أسعار الصرف للعملات، ووفقاً للاتفاقية ارتفع سعر أونصة الذهب من 35 دولاراً إلى 38 دولاراً، في حين تم رفع قيمة العملات الرئيسية في مواجهة الدولار، وتم الاحتفاظ بحسابات صندوق النقد الدولي في صورة حقوق السحب الخاصة.⁴

4- اتفاقية "جمايكا": في عام 1974 في الدورة العادية لصندوق النقد الدولي شكلت لجنة مؤقتة لإعداد دراسة حول النظام النقدي الدولي، وعُرض هذا الاتفاق في جانفي 1996 في كينغستون (جمايكا) بعد المصادقة عليه من

¹ هزاع مفلح: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص:69.

² موردخاي كريانين، تعريب: محمد إبراهيم منصور، علي مسعود عطية: "الاقتصاد الدولي، مدخل السياسات"، مرجع سبق ذكره، ص:403.

³ هزاع مفلح: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص:81.

⁴ موردخاي كريانين، تعريب: محمد إبراهيم منصور، علي مسعود عطية: "الاقتصاد الدولي، مدخل السياسات"، مرجع سبق ذكره، ص:404.

قبل 85% من الدول الأعضاء، والتي تتمتع بـ 78.52% من الحجم الإجمالي للحصص في الصندوق، وعرف هذا المؤتمر بـ "مؤتمر جمايكا"، وفيه تم التعديل الثاني لاتفاقية بريتون وودز والذي ينص على ما يلي:¹

♦ حرية اختيار نظام سعر الصرف من قبل الدول الأعضاء (ثابتة أو معومة) .

♦ إلغاء السعر الرسمي للذهب ونزع الصفة النقدية عنه، وبالتالي يتحول إلى سلعة مثل باقي السلع.

♦ الإعلان عن نقود دولية على شاكلة حقوق السحب الخاصة لتلعب دور أصول احتياطية دولية.

إجمالاً يمكن القول أن اتفاقية جمايكا سمحت لصندوق النقد الدولي بالتدخل بشكل أكثر فعالية من ذي قبل في النظام النقدي الدولي، وفي السياسات الاقتصادية الخاصة بالدول الأعضاء في الصندوق، وبذلك تكون قد أنهت دور الذهب في النظام النقدي الدولي، وقررت نظماً أكثر مرونة لأسعار الصرف، ودعمت حقوق السحب الخاصة.

5- انهيار نظام 'بريتون وودز': من خلال ما سبق نجد أن نظام بريتون وودز واجه العديد من المشاكل التي كانت وراء فشله، ومن أهمها:²

أ- مشكلة السيولة: بما أن الذهب كان يشكل الاحتياطي الدولي الرئيسي في ظل هذا النظام، كان هناك تخوف من أن النمو السنوي لعرض الذهب الذي يتراوح بين 1% و 1.5% لا يزداد بسرعة مقارنة بنمو التجارة الدولية السنوي الذي قارب 7%.

ب- مشكلة الثقة: إن كمية الدولارات التي احتفظت بها البنوك المركزية الأجنبية بدأت تتفوق على حجم كمية الذهب لدى الولايات المتحدة، وكان هذا الوضع مدعاة للخطر، فلو حاولت هذه البنوك تحويل الدولارات إلى ذهب لما استطاعت، ونتيجة لذلك انخفضت الثقة في الدولار كاحتياطي رئيسي.

ج- مشكلة التسوية: تشير هذه المشكلة إلى أن بعض الدول عانت من عجز أو فائض مستمر في موازين مدفوعاتها، ولم تكن هناك آلية تسوية فعالة لأن القوى الديناميكية في النظام لم تنه هذه الاختلالات.

ثالثاً: التعويم واتفاقيات التدخل: بقي الدولار الأساس في أسواق رأس المال الدولية للأغراض الخاصة والرسمية، إذ أن 75% تقريباً من الأصول والمطالب كانت مقيمة بالدولار، وسمي النظام الذي نما بعد سقوط بريتون وودز بالتعويم، إلا أنه كان بعيداً عن ذلك، فلم يكن نظام الصرف المعموم خال من القواعد،³ كما تغير الموقف بشكل شديد خاصة في الفترة 1981-1985 عندما سيطر ارتفاع قيمة الدولار على ساحة التمويل الدولي، وما تلاه من سياسات مالية توسعية، وارتفاع أسعار الفائدة الأمريكية إلى مستويات غير مسبوقه مما زج بالاقتصاد الأمريكي

¹ بسام الحجار: "العلاقات الاقتصادية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص: 113-114.

² هزاع مفلح: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص: 78-79.

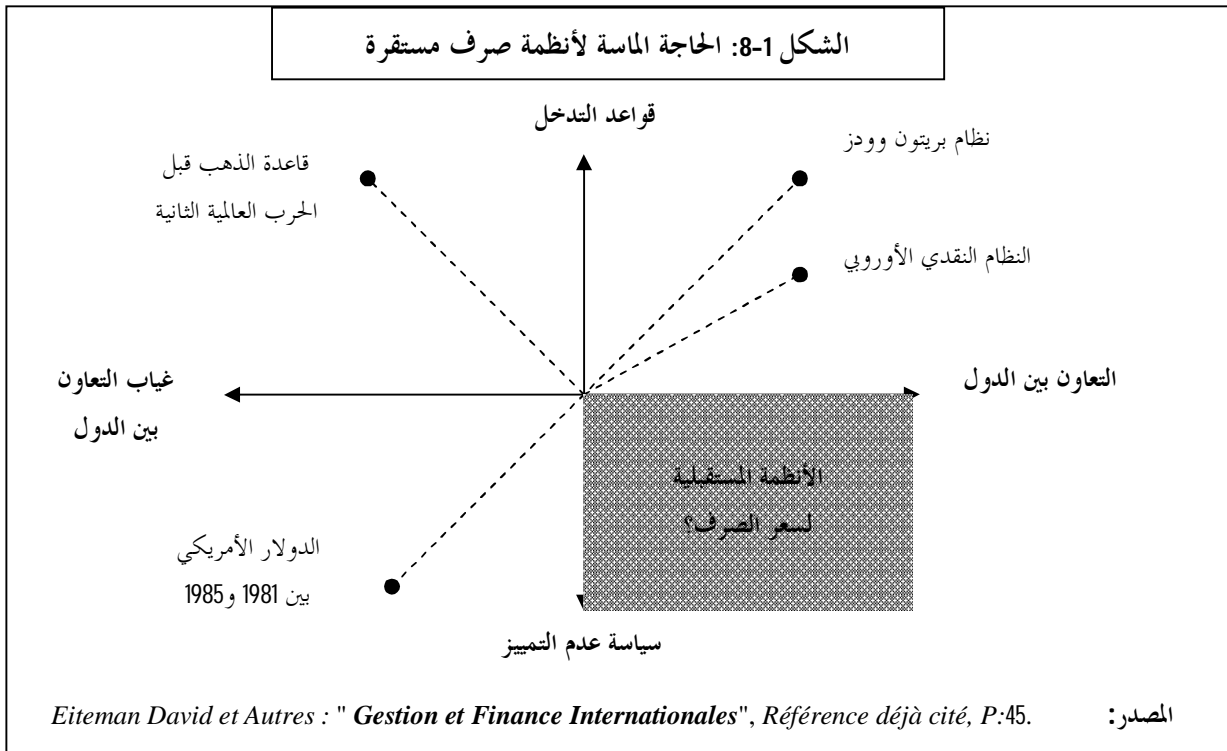
³ هزاع مفلح: "التمويل الدولي"، نفس المرجع السابق، ص: 86.

في كساد عميق، والتسبب في عجز تجاري ضخم وإصدار عدد من القوانين الحمائية من قبل الكونغرس الأمريكي.¹

لم يجد نظام التعويم اعترافاً حتى عام 1976، وتجسدت قاعدة الصرف المعوم بالدولار بداية من سنة 1985، أين اجتمع رسميون من مجموعة الخمسة (بريطانيا، فرنسا، ألمانيا الغربية، اليابان والولايات المتحدة الأمريكية) في فندق "بلازا" بمدينة نيويورك، وأصدروا إعلاناً أو بلاغاً رسمياً مفاده التدخل بشكل مشترك لتشجيع تخفيض الدولار، وقد هبط الدولار بحدة بعد هذا الإعلان، واستمر بالهبوط عام 1986.

استمر الدولار في الهبوط حتى عام 1987 مما جعل الأوروبيين يخشون على تنافسية صناعاتهم التصديرية، وأصبحت عملية تعديل العجز في الميزان التجاري الأمريكي صعبة، وحاول صانعو سياسات مجموعة الخمسة بالإضافة إلى كندا في لقاءهم بـ "الوفد" بباريس سنة 1987 الوصول إلى سعر صرف تعاوني، واتفقوا على تأمين استقرار سعر الصرف حول مستواه آنذاك، كما تأكدت في "الوفد" فكرة إدارة سعر الصرف التي أطلق عليها البعض بـ "التعويم غير النظيف".²

من خلال العرض السابق للمراحل التي تحدد على إثرها سعر الصرف يمكن التمييز بين هذه الأنظمة من خلال الشكل 1-8، حيث يمثل المحور الأفقي درجة التعاون بين الدول، ويمثل المحور العمودي في جزئه العلوي قواعد التدخل في الأنظمة وفي جزئه السفلي سياسة عدم التمييز.



¹ موردحاي كريانين، تعريب: محمد إبراهيم منصور، علي مسعود عطية: "الاقتصاد الدولي، مدخل السياسات"، مرجع سبق ذكره ص: 407-408.

² هزاع مفلح: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص: 88-90.

رابعاً: الاختيارات المتغيرة لأنظمة الصرف الحديثة: يتضمن الجدول 1-2 قائمة تحتوي على تسع ترتيبات سائدة حديثاً، وهي مرتبة من الأعلى إلى الأسفل حسب درجة الثبات، وتتضمن الترتيبات الثابتة الحديثة: الترتيبات الثابتة بحق كمنطقة الفرنك للجماعة المالية الإفريقية، ومجالس العملة التي تستحوذ فيها السلطة النقدية على الاحتياطات بالعملة الأجنبية، والدولرة، إضافة إلى اتحادات العملة التي تأخذ فيها الدول الأعضاء بنفس العملة.

وتتراوح الترتيبات الوسيطة من الربط القابل للتعديل الذي يمكن في إطاره للبلدان أن تعدل دورياً عمليات الربط الخاصة بها، إلى الربط المتحرك الذي يعدل فيه الربط بانتظام في مجموعة من عمليات تخفيض العملة، أما الربط بسلة من العملات الذي يحدد فيه سعر الصرف حسب سلة مرجحة من العملات الأجنبية، إلى المناطق المستهدفة التي تتدخل فيها السلطات عندما يصل سعر الصرف إلى هوامش معلن عنها من قبل على أي من جانبي سعر الصرف التوازي.

تنقسم أسعار الصرف العائمة إلى: أسعار الصرف العائمة الحرة التي لا تتدخل فيها السلطات وتسمح فيها لسعر الصرف بأن تحدده قوى السوق، وأسعار الصرف العائمة الموجهة (المسيرة) التي يتم التدخل فيها للمساندة.¹

الجدول 1-2: التقسيم الحديث لأنظمة الصرف

الترتيبات الثابتة	1. اتحادات العملة 2. مجالس العملة (الدولرة) 3. أسعار الصرف الثابتة بحق
الترتيبات الوسيطة	1. الربط القابل للتعديل 2. الربط المتحرك 3. الربط بسلة عملات 4. المناطق المستهدفة
الترتيبات العائمة	1. أسعار الصرف العائمة الموجهة 2. أسعار الصرف العائمة الحرة

المصدر: مايكل بوردو: "المنظور التاريخي لاختيار نظام سعر الصرف"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 24-25.

في مارس 2008 كان لدى 48 بلداً ربطاً صارماً للعملة، ولدى 60 بلداً ربطاً رخواً، ولدى 79 بلداً أسعار صرف معومة، وذلك تغير ملحوظ عن أوائل التسعينات، ومنذ ذلك الحين كان هناك اتجاهان:²

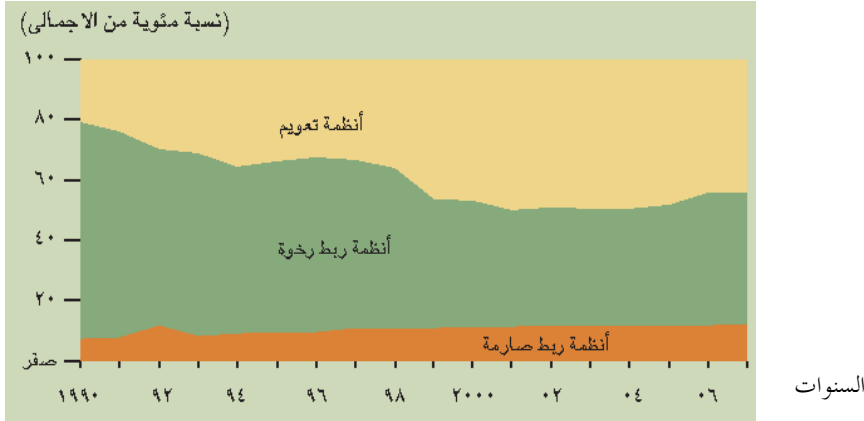
♦ الاتجاه الأول: هو "تجفيف الوسط" الذي بدأ نحو سنة 1990 (الشكل 1-9)، وفي ذلك الوقت تسارعت التدفقات الرأسمالية في شتى أنحاء العالم استجابة إلى كل من إلغاء الرقابة على حساب رأس المال واستحداث أسواق مالية جديدة، غير أن هذه التدفقات توقفت بشكل مفاجئ في سياق العجز المتزايد في الحساب الجاري لبعض الدول، والذي أدى إلى انخفاض الطلب على عملاتها (خاصة في أوروبا الغربية 1992 وجنوب شرق آسيا وأواخر التسعينات)، حيث أن بلدنا استنفدت احتياطاتها الدولية في الدفاع عن ربط عملاتها، واضطرت إلى

¹ مايكل بوردو: "المنظور التاريخي لاختيار نظام سعر الصرف"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 23-24.

² مارك ستون وآخرون: "أنظمة سعر الصرف: ثابتة أو معومة؟"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 45، العدد 1، مارس 2008، ص: 43.

تخفيض قيمة عملاتها، وانتقلت في أغلب الحالات إلى سعر صرف يتسم بالمرونة إزاء التدفقات أو إلى التعويم الذي يلغي الحاجة إلى الالتزام بمستوى معين لسعر الصرف.

الشكل 9-1: الاختيارات المتغيرة لأنظمة الصرف بين 1990-2007.



المصدر: مارك ستون وآخرون: "أنظمة سعر الصرف: ثابتة أو معومة؟"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 45، العدد 1، مارس 2008، ص: 43.

♦ **الاتجاه الثاني:** توقف "تجويد الوسط" عام 2001 وشهدت الفترة منذ ذلك الحين تحولا أكثر براعة في اختيارات الدول لأنظمة الصرف، فتقوم بعض الدول بإدارة سعر الصرف بدلا من التعويم المستقل، في حين أصبحت دول أخرى ترغب في الربط الصارم لعملاتها بيد أنها لا تقدر على التعويم بسبب الفجوات في الأسواق المالية، ولأن التغيرات في سعر الصرف يمكن أن تحدث تأثيرا خطيرا على الميزانيات العمومية والتضخم والنمو للبلدان.

المطلب الثاني: مختلف تصنيفات أنظمة الصرف الدولية.

هناك العديد من المحاولات التي قامت بوضع تصنيفات لأنظمة الصرف الدولية والتي من أبرزها تصنيف صندوق النقد الدولي لعام 1998، إضافة إلى تصنيفات خبراء اقتصاديين كتصنيفات فرضية الركن لـ "Barry Eichengreen"، إسهامات كل من "Reinhardt و Rogoff"، "Levy-Yeyati و Sturzenegger" و "T, Latter" لوضع تصنيفات لأنظمة الصرف الدولية.

أولا: تصنيفات صندوق النقد الدولي: لقد أخذت تصنيفات أنظمة الصرف وقتا أكبر كموضوع من أهم مواضيع الاقتصاد النقدي الدولي، فهذه التصنيفات لم تكن مستندة إلى قواعد معينة، إذ عرفت تغيرات عدة أقرها صندوق النقد الدولي من خلال تقاريره المنشورة.

لقد أقر صندوق النقد الدولي في تقريره لسنة 1999 موضوع "ترتيبات سعر الصرف وتقلباته" الذي يشمل مختلف أنظمة الصرف التي كانت سائدة منذ 1950، حيث بنيت هذه الأنظمة على تصريحات أعضاء الصندوق، فبعد سنة 1950 كان هناك فئتان من أنظمة الصرف: نظام سعر الصرف الثابت وأنظمة أخرى، أما في بداية سنوات الثمانيات فأصبحت أنظمة الصرف تشكل أربع فئات: سعر الصرف المثبت بمجموعة من

العملات، سعر الصرف ذو مرونة محدودة، سعر الصرف المدار، سعر الصرف المعوم، هذه الأنظمة بقيت صالحة إلى غاية نهاية عقد التسعينات أين ظهرت أنظمة أخرى خلصت إليها دراسات من مجموعة من الاقتصاديين وخبراء الصندوق.¹

1- تصنيف صندوق النقد الدولي خلال الفترة 1950-1973: انقسمت أنظمة الصرف إلى فئتين هما:²

♦ أسعار صرف اسمية ثابتة.

♦ أسعار صرف فعلية ثابتة، وهذا النظام هو الذي كان سائدا في معظم المبادلات.

2- تصنيف صندوق النقد الدولي لسنة 1976: هذا التصنيف يحتوي على خمس فئات هي:³

♦ الربط بعملة واحدة (الدولار، الفرنك، الجنيه الإسترليني).

♦ الربط بعملة مركبة (ذات أوزان من مجموعة من العملات) والمتمثلة في حقوق السحب الخاصة أو بسلة

من العملات.

♦ ترتيبات خاصة بالنظام النقدي الأوروبي.

♦ أسعار صرف مقاسة بدلالة مجموعة من المؤشرات.

♦ ميكانيزمات أخرى مدرجة ضمن أسعار الصرف المرنة.

3- تصنيف صندوق النقد الدولي لسنة 1981: في عام 1981 قام صندوق النقد الدولي بإعادة النظر في شكل

ترتيبات مختلف أنظمة الصرف، وتم وضع ثلاث فئات للتصنيف:⁴

♦ أسعار صرف مربوطة بعملة واحدة أو بسلة من العملات.⁵

♦ أسعار صرف ذات مرونة محدودة، ويقصد بالمرونة المحدودة المرونة بالنسبة لعملة ما، أو في إطار تعاون

نقدي.

♦ أنظمة صرف أكثر مرونة، وتحتوي على أنظمة صرف مسيرة (مدارة) وأنظمة تعويم مستقل.

4- تصنيف صندوق النقد الدولي خلال الفترة 1983-1996: حددت أنظمة الصرف في أربع فئات:⁶

♦ الربط بالنسبة لعملة قيادية (الدولار، الجنيه الإسترليني...).

♦ مرونة محدودة بالنسبة لعملة أو ترتيب تعاوني.

♦ ترتيبات أكثر مرونة تعدل وفق مجموعة من المؤشرات الاقتصادية، وأنظمة صرف أخرى مدارة.

¹ Sfia Mohamed Daly: "Le choix du régime de change pour les économies émergentes", Munich Personal RePEc Archive, MPRA, 2007/PP:8-9.

² Sfia Mohamed Daly: "Le choix du régime de change pour les économies émergentes", Previous référence, P:9.

³ Kaouther Hammedi: "Libéralisation des mouvements de capitaux et crises financières internationales: théories et essai d'investigation empirique", Mémoire pour l'obtention du diplôme de MASTERE en Gestion des organisations, option Finance, Université de la Manouba, Juin 2004, P:4.

⁴ Kaouther Hammedi: "Libéralisation des mouvements de capitaux et crises financières internationales: théories et essai d'investigation empirique", référence déjà cité, PP:4-5.

⁵ هذه الفئة تستجمع الفئتين الأولى في تصنيف 1976.

⁶ Sfia Mohamed Daly: "Le choix du régime de change pour les économies émergentes" Op. Cit, P:9.

♦ تعويم حر.

- 5- تصنيف صندوق النقد الدولي لسنة 1998: بعد سنة 1998 وضع صندوق النقد الدولي ثمانى (8) فئات لأنظمة الصرف تبناها الدول الأعضاء وتمثل هذه الأنظمة في:
- أ- نظام صرف مجموعة دول تتبنى عملة اسمية واحدة (الاتحاد النقدي): تتمثل في العملة الموحدة لدول أعضاء في الصندوق، كالاتحاد النقدي أو مختلف ميثاقينزمات التعاون النقدي.
- ب- صندوق الإصدار: هو عبارة عن نظام للصرف يمثل قانونا للمبادلات بمعدل ثابت لتكلفة تحويل العملة الأجنبية بالعملة الوطنية، ويستخدم هذا الصندوق للحفاظ على قيمة العملة.¹
- ج- أنظمة أخرى تتعلق بالربط الجامد: تقوم الدول بربط قيمة عملتها بعملة رسمية دون أي تغيير.
- د- الربط بهوامش ثابتة: تتحدد قيمة العملة بالنسبة لعملة أخرى مع هامش تقلب 1% في الغالب.
- هـ- نظام الربط المتحرك: يتم تثبيت قيمة العملة بالنسبة لعملة أخرى، ثم يتم تعديل هذه القيمة بالنظر إلى مؤشرات أخرى كالتضخم المتوقع، الدخول في شراكات تجارية، هذا النظام يسمح بتعديل التغير في معدل التضخم بالتغير في سعر الصرف للحفاظ على تنافسية المنتجات.
- و- نظام ذو هوامش تقلب متحركة: يتم ربط قيمة العملة بالنسبة لعملة أخرى ثم يسمح لها بهوامش تقلب متغيرة سنويا.²
- ز- تعويم مدار: يتم ترك تغير قيمة العملة حراً، ولكن بتدخل من السلطات النقدية للحفاظ على قيمتها.
- ح- تعويم حر: سعر الصرف يتحدد بقوى السوق، وتقييم العملة بقيمتها الحقيقية وفقاً للعرض والطلب.³
- ثانياً: تصنيفات 'Milton Friedman' لأنظمة الصرف: بالنسبة لفريدمان هناك ثلاثة أنواع من أنظمة الصرف، سعر الصرف المرن، سعر الصرف الثابت وسعر الصرف المرتبط بعملات أخرى، ويوجد لكل نظام من الأنظمة الثلاثة خصائص متباينة ونتائج مختلفة.⁴

الجدول 1-3: تركيبة أنظمة الصرف عند Friedman

نوع النظام	البنك المركزي	سياسة سعر الصرف	السياسة النقدية	مصدر القاعدة النقدية	التعارض بين سياسة سعر الصرف والسياسة النقدية	أزمة ميزان المدفوعات	القيود على الصرف
مرن	نعم	لا	نعم	محلي	لا	لا	لا
ثابت	لا	نعم	لا	أجنبي	لا	لا	لا
مرتبط	نعم	نعم	نعم	محلي وأجنبي	نعم	نعم	نعم

المصدر: ستيف إتش هانكي: "سياسات أسعار الصرف العالمية"، إصدارات مصباح الحرية، 2007، ص:2.

¹ Jean Pierre Allégret: "Les régimes de change dans les payés émergents", Vuibert, 2005, P:12.

² Kaouther Hammedi: "Libéralisation des mouvements de capitaux et crises financières internationales: théories et essai d'investigation empirique" référence déjà cité, P:4.

³ Jean Pierre Allégret: "Les régimes de change dans les payés émergents", référence déjà cité, P:12.

⁴ ستيف إتش هانكي: "سياسات أسعار الصرف العالمية"، إصدارات مصباح الحرية، 2007، ص:2.

ثالثاً: تصنيف 'T.Latter' في وصف مختلف نظم الصرف: وضع 'T, Latter' وصفاً عاماً لمختلف نظم الصرف في مقالة نشرها سنة 1996 بعنوان "The Choice of Exchange Rate Régime"، عرض فيها ثمانية أصناف لنظم الصرف تتراوح بين التعويم الحر إلى العملة الموحدة، إضافة إلى متطلبات وخصائص كل نظام، مع إمكانية تطبيق كل نظام من عدم ذلك، والجدول 1-4 يوضح مختلف نظم الصرف حسب T, Latter.

الجدول 1-4: تصنيف أنظمة الصرف عند 'Latter' سنة 1996.

النظام	الوصف	الملاحظات
التعويم الحر	حرية كاملة لقوى السوق.	رغم إمكانية تطبيقه من الناحية النظرية إلا أنه عملياً من النادر استمراره لفترة طويلة، حيث يرغب البنك المركزي عادة التدخل بدرجة محددة.
التعويم المدار	يتدخل البنك المركزي، ولكن يكون ذلك عادة للحد من التقلبات فقط	شائع الوجود، المشكلة أن البنك المركزي لا يعرف ما إذا كانت حركة سعر الصرف هي تقلب قصير الأجل أم علامة على وجود اتجاه أساسي.
الربط مع الزحف	يتدخل البنك المركزي في تحقيق تعديل خاضع للسيطرة على سعر الصرف، وعادة ما يكون ذلك بصورة مستمرة.	موجود بصورة أكثر شيوعاً، ولكن مستمر فقط في حالة اتفاق السوق مع رؤية البنك المركزي لتعديل مسار المعدل.
ثابت مع هامش أو منطقة مستهدفة	يسمح له بالتقلب في حدود هذا الهامش، ولكن يتدخل البنك المركزي لمنع المعدل من تعدي هذا الهامش.	مثال على هذا النظام نظام النقد الأوروبي، فإذا ما اقترب المعدل إلى حدود الهامش يواجه البنك المركزي مجموعة من الاختيارات لتعديله.
ثابت ولكن قابل للتعديل	ثابت لفترات ممتدة ويتدخل البنك المركزي إذا لزم ذلك، وهو إن كان في حدود هامش ضيقة إلا أنه قابل للتعديل في حالة عدم التوازن أو في حالة وجود ضغوط لا يمكن تحملها.	نظام بريتون وودز حيث كان الهامش الأقصى لحد التقلبات 1% على أي من جانبي النسبة المعلقة مقابل الدولار، وقد شاع استخدام هذا النظام في الفترة 1945-1972.
ثابت من قبل البنك المركزي	يعد نسخة أكثر صرامة وشدّة من نظام التثبيت ولكنه قابل للتعديل.	يقصد به الثبات الدائم، ولكن لا يمكن ضمانه، قد يكون الإصلاح ضرورياً حتى وإن لم يتم صراحة الاعتراف بإمكانية قياسه، وخلافاً لذلك يحظر التدخل.
ثابت بمجلس النقد (معياري الذهب)	النقود الأساسية التي يجب تغطيتها بالكامل بالعملة الأجنبية عند معدل ثابت.	نظام آي وصارم ويضمن تحويل النقود الأساسية عند معدل ثابت ومن ثم المراجعة والموازنة، يتضمن سعراً قريباً من معدل السوق.
عملة موحدة	التنازل عن العملة المستقلة واتباع عملة أخرى	وهنا يظهر تساؤل حول ما إذا كانت الدولة تابعة بالكامل لدولة أخرى في تحديد السياسة النقدية ونيل الرسوم، أو يسمح لها بحصة.

المصدر: محمود محي الدين، أحمد كجوك: "سياسة سعر الصرف في مصر"، مداخلة مقدمة في ندوة "نظم وسياسات سعر الصرف"، معهد السياسات الاقتصادية - صندوق النقد العربي - بالتنسيق مع صندوق النقد الدولي، 16-17 ديسمبر 2002، ص: 212.

رابعاً: تصنيفات 'Ghosh' سنة 1997: في دراسة هامة حول أداء الاقتصاد الكلي واختيار نظم الصرف اعتمدت القاعدة التي وضعها 'Ghosh' لتصنيف على بيانات سلوك سعر الصرف بحكم الواقع، وقسمت أنظمة الصرف إلى ثلاث (3) فئات تندرج تحتها أنظمة جزئية¹ والجدول 1-5 يوضح هذه الأنظمة:

¹ Sfia Mohamed Daly: "Le choix du régime de change pour les économies émergentes", référence déjà cité, P:11.

الجدول 1-5: تصنيف أنظمة الصرف لـ 'Ghosh' سنة 1997.

الربط بالنسبة لعملة واحدة.	أنظمة ثابتة
الربط بسلة من العملات.	
الربط بسلة من العملات مع تقلب ثابت.	
الربط بسلة من العملات مع تقلب متغير.	أنظمة وسيطية
نظام تعاوني.	
نظام تعويم مع تدخل كبير من طرف السلطات النقدية.	
مرنة مع التحرك داخل مدى محدد مسبقاً.	أنظمة حرة
تعويم مدار (مسير).	
تعويم نظيف.	

المصدر: "Le choix du régime de change pour les économies émergentes", Sfia Mohamed Daly, Munich Personal RePEc Archive, MPRA, 2007, P:12.

طبق 'Ghosh' الدراسة على عينة شملت 140 بلداً خلال الفترة 1960-1990، ودرس الاختلافات البسيطة بين نظم التثبيت ونظم التعويم والجمع بين تصنيفات صندوق النقد الدولي، وتضمنت هذه الدراسة تحليلاً إحصائياً لسلوك أسعار الصرف وتقلبها، وأبرزت الدراسة 25 فئة لنظم الصرف، وبعد تقليص الاختلافات البسيطة وُضعت تسع (9) فئات أساسية.¹

خامساً: تصنيفات 'Levy-Yeyati' و 'Sturzenegger' سنة 1999 (LYS): على عكس النهج الذي اتبعه Ghosh تجاهل تصنيف LYS تماماً تصنيفات صندوق النقد الدولي، وحاولاً وضع تصنيفات بديلة لتصنيف صندوق النقد الدولي بالاعتماد على تحليل إحصائي يُبنى على أسعار الصرف، سلوك تقلبها وتقلب الاحتياطات.

قاما بحساب قيم المتغيرات الثلاث في كل سنة وفي كل بلد للحكم على تصنيف نظم الصرف، وانتهيا إلى خمس (5) فئات لهذه الأنظمة² يوضحها الجدول 1-6.

الجدول 1-6: تصنيف أنظمة الصرف عند 'Levy-Yeyati' و 'Sturzenegger' سنة 1999.

التصنيف	تقلب سعر الصرف الاسمي	تقلب التغير في سعر الصرف الاسمي	تقلب احتياطات الصرف
نظام غير محدد	ضعيف	ضعيف	ضعيف
نظام التعويم الحر	عالي	عالي	ضعيف
نظام التعويم غير النظيف	عالي	عالي	عالي
نظم الربط مع الزحف	عالي	ضعيف	عالي
نظام التثبيت	ضعيف	عالي	ضعيف

المصدر: Eduardo Levy-Yeyati and Federico Sturzenegger : "A de facto Classification of Exchange Rate Regimes: A Methodological Note", Business School, Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires, Argentina, 2002, P:5.

¹ Sfia Mohamed Daly: "Le choix du régime de change pour les économies émergentes", référence déjà cité, PP:12.

² Sfia Mohamed Daly: "Le choix du régime de change pour les économies émergentes", référence déjà cité, PP:12..

سادسا: تصنيفات 'Reinhardt' و 'Rogoff' سنة 2002: قدم *Rogoff* و *Reinhardt* تصنيفاً جديداً بحكم الأمر الواقع، ويؤكد الباحثان أنه رغم التقدم المحرز في تصنيفات نظم الصرف إلا أن هناك حالة من اللااستقرار والاضطراب الاقتصادي، والتي تكون مصحوبة بانخفاض قيمة العملة، ويؤكدان بأن تصنيف نظم الصرف أمر في غاية الصعوبة نظرا لتقلبات أسعار الصرف ووجود أسعار الصرف الموازية والبحث عن مقاييس أفضل لسياسة سعر الصرف.

إن التصنيف الذي وضعه *Rogoff* و *Reinhardt* مستخدم للبيانات الشهرية لأسعار الصرف لعينة مكونة من 153 بلدا يغطي الفترة 1946-2001، وكانت منهجية الدراسة كما يلي:

- ♦ التحقق من احتمال وجود أسعار صرف موازية في بلد في العينة.
- ♦ إجراء تصنيف إحصائي على أساس النسب المئوية للتباين في معدل الصرف الاسمي.
- ♦ إجراء مقارنة بين النتائج المتحصل عليها والمعطيات المصرح بها من قبل البلد، والخلاص إلى تصنيف مكون من خمس فئات هي: نظام التثبيت، مرونة محدودة، تعويم مدار، تعويم نظيف، الزحف الحر.¹

سابعا: تصنيفات 'Bubula' و 'Ötker-Robe' سنة 2002: تبني أنظمة الصرف عند *Bubula* و *Ötker-Robe* على التحاليل الإحصائية، وذلك بدراسة سلوك سلسلة من أسعار الصرف والاحتياطات، وتلقت هذه الدراسة صعوبات عدم توفر البيانات عن هذين المتغيرين في عدد كبير من الدول والاختلاف في الإعلان عنها، وتم استخدام سلاسل "ماركوف" لاختبار فرضية اختفاء الأنظمة الوسيطة والتعرف على الاتجاه العام في الانتقال إلى نظم أسعار الصرف.

تغطي دراسة *Bubula* و *Ötker-Robe* جميع البلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي (2002)، وكانت خلال الفترة من يناير 1990 إلى ديسمبر 2001، وكشف التحليل فئة تحتوي على 11 نظاما لسعر الصرف،² والجدول 1-7 يوضح هذا التصنيف.

الجدول 1-7: تصنيف *Bubula* و *Ötker-Robe* لأنظمة الصرف سنة 2002.

أنظمة التعويم	الأنظمة الوسيطة	أنظمة التثبيت
10- نظم تعويم أخرى.	4- التفرغ بالمقارنة مع عملة أخرى.	1- الدولار
11- تعويم نظيف.	5- ربط مقابل سلة من العملات.	2- الاتحاد النقدي
	6- ربط مع وجود تقلبات.	3- عملة قيادية
	7- الربط مع تغير زاحف.	
	8- الربط الزاحف.	
	9- تعويم أكثر إدارة (موجه).	

المصدر: "Sfia Mohamed Daly: "Le choix du régime de change pour les économies émergentes", " , référence déjà cité, P:18

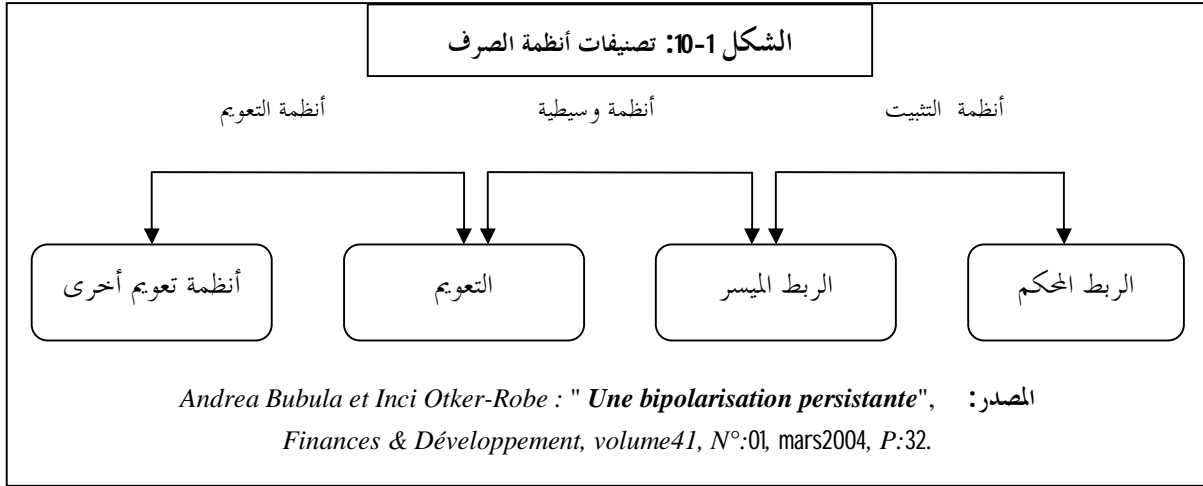
¹ Sfia Mohamed Daly: "Le choix du régime de change pour les économies émergentes", référence déjà cité, PP:15-16.

² Sfia Mohamed Daly: "Le choix du régime de change pour les économies émergentes", référence déjà cité, PP:17-18.

ثامنا: نظرية الركين لأنظمة سعر الصرف: من أهم النتائج المترتبة على النطاق الحالي لفئات سعر الصرف تزايد الجدل القائم حول أفضلية النظام المتبع، وانقسم الاقتصاديون إلى طريقتين:

♦ فريق يؤيد إما نظام الربط المحكم (الركن الأول) أو التعويم الحر (الركن الثاني)، وهو ما يعرف بفرضية الركين أو نظرية القطبية الثنائية.

♦ فريق يؤيد الاستمرار في اتباع الأنظمة الوسيطة، أي أنظمة الربط الميسر أو التعويم الموجه،¹ والشكل 1-10 يوضح هذه الأنظمة.



1- أصل ومضمون النظرية: يعد "ميلتون فريدمان" من الاقتصاديين الأوائل الذين أشاروا إلى أن الأنظمة الوسيطة لسعر الصرف أسوأ من نظم الركين،² وتعود أصل نظرية الركين للاقتصادي Barry Eichengreen سنة 1994 حيث دفعته أزمة 1992 التي مست أنظمة صرف الدول الأوروبية إلى صياغة هذه النظرية، ثم تنامي الاهتمام بها من قبل عدة اقتصاديين من بينهم Kenneth Rogoff و Maurice Obstfeld سنة 1995 اللذين أكدا أن هجمات المضاربة تكون شرسة في ظل الأنظمة الوسيطة.

تقوم هذه النظرية على فكرة رئيسية مفادها أن الدول لا يمكن لها الاستمرار في اتباع نظم الصرف الوسيطة، والبديل الوحيد المتاح لمواجهة هذا الوضع هو الالتزام بأحد أنظمة الركين، إما الربط المحكم أو التعويم الحر.³

2- إختبار النظرية: في ظروف عدم التأكد من فرضية الركين حاول عدة اقتصاديين اختبار مدى صحة هذه الفكرة من خلال إسقاطها على واقع أنظمة صرف دول العالم، خاصة تلك التي تعرضت إلى أزمات مالية، ودرسوا حدة هذه الأزمات وعلاقتها بنظام سعر الصرف السائد في البلاد أثناء حدوث الأزمة، وكذا

¹ عتو الشارف: "دراسة قياسية لاستقطاب رأس المال الأجنبي للجزائر في ظل فرضية الركين لنظام سعر الصرف"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا العدد 6، 2009، ص:124.

² Vitaliy Vandrovych: "Two-Corner Hypothesis for Exchange Rate Regimes and its Relevance for Transition Economies", GSIEF, Brandeis University, 2003, P:4.

³ عتو الشارف: "دراسة قياسية لاستقطاب رأس المال الأجنبي للجزائر في ظل فرضية الركين لنظام سعر الصرف"، مرجع سبق ذكره، ص:125-126.

تواترها، أي عدد مرات تكرارها، ومن بين تلك الدراسات دراستي *Stanley Fisher* سنة 2001 و *Kenneth Rogoff* سنة 2002، وذلك بأخذ عينات من مختلف الدول التي تعرضت لأنظمتها النقدية لأزمات مالية، وأكدوا أن الأنظمة الوسيطة هي الأنظمة الأكثر تعرضا للأزمات.

3- الانتقادات الموجهة للنظرية: من أهم الانتقادات التي وجهت لنظرية الركنين تلك التي وجهها *Masson* سنة 2001 في دراسة لأنظمة الصرف التي استعمل فيها سلاسل *ماركوف* لاختبار فعالية الأنظمة الوسيطة، وأكد في نتائج دراسته أن أنظمة الربط والتعويم هي أيضا أنظمة معرضة لخطر حدوث الأزمات على حد سواء مع الأنظمة الوسيطة، وأنه لا توجد أدلة راسخة تؤيد وجهة النظر التي ترى أن الأنظمة الوسيطة ستختفي في نهاية الأمر، وأنه لا يوجد نظام يصلح لكل البلدان في جميع الأوقات.¹

تاسعا: مزايا ومساوئ نظم الصرف الثابتة والمعومة: رغم أهمية التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية إلا أن كل نظام من هذه الأنظمة لا يخلو من العيوب، ولذا سنستعرض أهم مزايا وعيوب أنظمة الصرف الثابتة والحرّة:

1- مزايا وعيوب أنظمة التثبيت: كما أن لأنظمة التثبيت مزايا لها أيضا مآخذ:

أ- مزاياها: من مزايا نظام سعر الصرف الثابت ما يلي:

- ♦ انخفاض تقلبات أسعار الصرف.
- ♦ توفير ركيزة للأسعار، وبالتالي تخفيض التوقعات التضخمية.²
- ♦ يساعد على التكامل النقدي بسبب الاختلافات الطفيفة في شروط التكافؤ، كما يسهل من تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات.³

ب- عيوبها: من عيوب ومساوئ نظام سعر الصرف الثابت ما يلي:

- ♦ فقدان استقلالية السياسة النقدية وقدرة البنك المركزي على الإقراض المحلي.
- ♦ تضارب أهداف الاستقرار الاقتصادي مع الحفاظ على القدرة التنافسية للصادرات.
- ♦ تسهيل المضاربة على قيمة العملة.
- ♦ عدم القدرة على مواجهة التقلبات قصيرة المدى في أسعار العملات.⁴
- ♦ احتفاظ البنوك المركزية باحتياطات كبيرة من الذهب و/أو العملات القوية للتدخل في المحافظة على قيمة العملة.

¹ عتو الشارف: "دراسة قياسية لاستقطاب رأس المال الأجنبي للجزائر في ظل فرضية الركن لنظام سعر الصرف"، مرجع سبق ذكره، ص 126-127.

² ماجدة قنديل: "نظام النقد الدولي والبلدان النامية"، الموسوعة العربية للمعرفة من أجل تنمية مستدامة، المجلد الرابع، البعد الاقتصادي، الدار العربية للعلوم، بيروت، 2007، ص: 355.

³ *Mondher Chérif: "Les taux de change", Revue banque édition, 2002, P:87.*

⁴ ماجدة قنديل: "نظام النقد الدولي والبلدان النامية"، مرجع سبق ذكره، ص: 355.

♦ عدم قدرة الدولة على التدخل في الكتلة النقدية من أجل استقرار الاقتصاد، إضافة إلى بعض المشاكل كالبطالة التي تصبح صعبة المواجهة.¹

2- مزايا وعيوب أنظمة التعويم: كما أن لأنظمة التعويم مزايا لها أيضا مآخذ:²

أ- مزاياها: من مزايا نظام سعر الصرف المرن ما يلي:

♦ يعزل النظام النقدي المحلي عن الصدمات الخارجية.

♦ يوفر مرونة أكبر للسياسة النقدية لمواجهة الصدمات المحلية.

♦ يتيح مجالا محددًا للمضاربة على قيمة العملة.

♦ يسهل من عملية تغطية المخاطر.

ب- عيوبها: من عيوب نظام سعر الصرف المرن ما يلي:

♦ خطر التقلب الكبير في سعر الصرف.

♦ فقدان الركيزة المعتمدة كأداة التثبيت الاسمية للسياسة النقدية.

♦ ترايد الحاجة إلى خبرات السلطات النقدية لتطبيق ركيزة اسمية بديلة وإطار نقدي ملائم.

المطلب الثالث: معايير اختيار أنظمة الصرف وآلية الانتقال من التثبيت إلى التعويم.

في الإجمال يمكن القول أن أفضل نظام لسعر الصرف هو النظام الذي تتحقق عنده التوازنات في المتغيرات الأساسية للاقتصاد، نمو اقتصادي دون تضخم مرتفع، توازن في ميزان المدفوعات، التوازن بين الادخار والاستثمار، كذلك تنافسية مقبولة للاقتصاد في النظام التجاري والمالي الدولي.³

أولاً: معايير اختيار أنظمة الصرف: ليس هناك إجابة واضحة حول ما إذا كان من الأفضل لأي بلد اتباع نظام سعر صرف ثابت أو مرن، وعلى وجه العموم تخضع الإدارة المثلى لسعر الصرف لعدد من العوامل التي تتناول سمات الاقتصاد الهيكلية ونوع الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد المعني، ومدى قابلية هذا الأخير للتأثر بالصدمات الخارجية، إضافة إلى أوضاع الاقتصاد الكلية والمؤسسية والأهداف الاقتصادية الموضوعية من قبل صانعي السياسات.

لتعيين معيار الأمثلية يستحسن من حيث المبدأ اعتماد معيار موحد مرتبط بمستوى الرفاهية ويجسد الاستقرار الاقتصادي الكلي، ويعتبر نظام سعر الصرف الثابت الأمثل بصفة عامة، إذا كانت الاضطرابات التي يتعرض لها الاقتصاد تعكس في معظمها صدمات محلية اسمية، كما يفضل سعر الصرف المرن إذا كانت الاضطرابات السائدة ترجع إلى صدمات خارجية أو صدمات محلية حقيقية.

¹ Eiteman David et Autres : " Gestion et Finance Internationales", , référence déjà cité, P :41.

² ماحدة قنديل: "نظام النقد الدولي والبلدان النامية"، مرجع سبق ذكره، ص:355.

³ Eiteman David et Autres : " Gestion et Finance Internationales", , référence déjà cité, P :44.

وبشكل أكثر تفصيلاً يمكن ربط محددات نظام سعر الصرف بمجموعة من العوامل هي على النحو

التالي:¹

- 1- **حجم الاقتصاد:** بمقدار ما يكبر حجم الاقتصاد تزداد قدرته على تقلبات أسعار الصرف.
 - 2- **الانفتاح:** بمقدار ما يكون الاقتصاد أكثر انفتاحاً تزايد عواقب تقلبات سعر الصرف ويقل الإقبال على سعر الصرف المرن.
 - 3- **تنوع هيكل الإنتاج/الصادرات:** بمقدار ما يزداد تنوع الاقتصاد يصبح سعر الصرف المرن أكثر جدوى، لجهة دوره في زيادة القدرة التنافسية.
 - 4- **التركيز الجغرافي للتجارة:** بمقدار ما تزداد حصة التجارة الخارجية لبلد ما مع بلد واحد، يقوي الحافز لربط العملة المحلية بعملة هذا البلد.
 - 5- **اختلاف معدل التضخم المحلي عن معدل التضخم العالمي:** بمقدار ما يزداد اختلاف معدل التضخم في بلد ما عن معدل التضخم لدى الشركاء التجاريين الأساسيين تزداد الحاجة لإجراء تعديلات أكثر على سعر الصرف، إلا أن بلوغ معدل التضخم في بلد ما معدلاً شديداً الارتفاع يفرض اعتماد سعر صرف ثابت، الأمر الذي يضيف انضباطاً على السياسة المعتمدة، ويوفر مصداقية إضافية لبرامج تحقيق الاستقرار الاقتصادي.
 - 6- **درجة التطور الاقتصادي والمالي:** كلما زادت درجة التطور الاقتصادي والمالي كانت هناك إمكانية أكبر لتطبيق نظام سعر الصرف المرن.
 - 7- **حرية حركة العمالة:** تنخفض تكلفة اعتماد سعر الصرف الثابت، حيث تكون الأجور والأسعار المحلية غير مرنة، فإذا ازدادت حرية حركة العمالة فإن ذلك يؤدي إلى استيعاب العمالة الزائدة في الوظائف الأخرى.
 - 8- **حرية حركة رأس المال:** كلما ازدادت حرية حركة رأس المال صعب الاحتفاظ بنظام سعر صرف ثابت.
 - 9- **الصدمات النقدية المحلية:** كلما اتسع نطاق الصدمات الاسمية المحلية ارتفع الإقبال على سعر الصرف الثابت لتثبيت التوقعات التضخمية.
 - 10- **الصدمات النقدية الأجنبية:** كلما اتسع نطاق الصدمات الاسمية الأجنبية ازداد الإقبال على نظام سعر الصرف المرن بحيث يتأمن عزل الأسعار المحلية عن الصدمات الاسمية الخارجية.
 - 11- **الصدمات الحقيقية:** بمقدار ما يكون الاقتصاد أكثر تعرضاً للصدمات الحقيقية سواء الأجنبية أو المحلية، يكون سعر الصرف المرن أكثر نفعاً لعزل الناتج والأسعار المحلية عن الصدمات الخارجية.
- بالنظر إلى الدور الرقابي لصندوق النقد الدولي فيما يتعلق بسياسات سعر الصرف للدول الأعضاء، نجد أن الصندوق يطالب بضرورة تعديل سعر الصرف لتفادي التغيرات الجارحة في سعر الصرف ويضع الصندوق أربع تقنيات لذلك:²

¹ ماجدة قنديل: "نظام النقد الدولي والبلدان النامية"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 361-362.

² Eiteman David et Autres : " *Gestion et Finance Internationales* ", référence déjà cité, P :44.

♦ حساب الأرصدة الخارجية التي تسمح بملاحظة اتجاه سعر الصرف، وما إذا كانت الدول تنتج أكثر من إنتاجها الأمثل.

♦ حساب مستوى التوازن بين الادخار والاستثمار، ليتوافق ويتواءم مع المتغيرات الأخرى في المدى القصير.

♦ حساب التغير الضرووري لسعر الصرف من أجل أن يكون رصيد التحويلات الجارية متوازناً في المدى المتوسط وموائماً للتوازن بين الادخار والاستثمار.

♦ حساب الفارق بين سعر الصرف الملائم للمتغيرات الأساسية وسعر الصرف الموضوع أو المعبر عن قيمة العملة.

ثانياً: الانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام الصرف المرن: إن الكثير من الدول ترفض تعويم أسعار صرفها خوفاً من التقلب المفرط (وهو أحد دواعي القلق الرئيسية للبلدان التي تتعرض ميزانيتها لمخاطر أسعار الصرف)، والتي تتناقص قدرتها على ضبط التوقعات التضخمية كما ينتابها القلق من ناحية تحقيق خروج منظم من ربط العملة نظراً لما يتطلبه ذلك من إعداد مسبق وتوقيت جيد وإطار قوي للسياسة.

1- الانتقال المنظم والانتقال غير المنظم: فالواقع هو أن أغلب حالات الخروج إلى النظم المرنة حركتها الأزمات، كما يوضحه الشكل 1-11، حيث أن معظم عمليات الانتقال إلى أنظمة الصرف المرنة مبعثها الأزمات والتي كانت أكثر من عمليات الانتقال المنتظمة.¹

إن الانتقال إلى نظم الصرف المرنة تحكمه جملة من العوامل منها:²

♦ الخطوات التي يمكن للدول اتخاذها للتقليل إلى أدنى حد من المخاطر المصاحبة للانتقال من سعر الصرف الثابت إلى المرن.

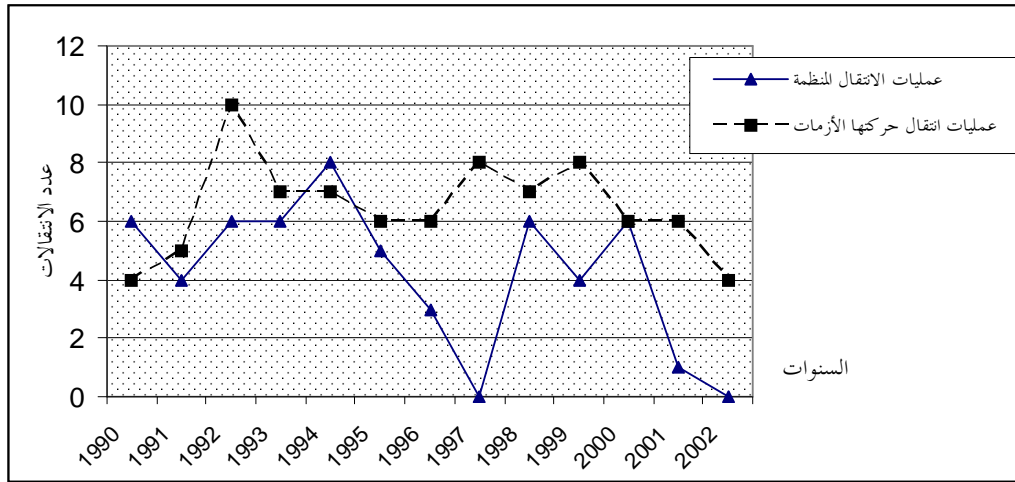
♦ السرعة التي ينبغي الانتقال بها من التثبيت إلى المرونة.

♦ ترتيب الأولوية من خلال الخروج من نظام التثبيت أو تحرير حساب رأس المال أولاً.

¹ سيم كاراكاداج وآخرون: "من التثبيت إلى التعويم، لا داعي للخوف الآن"، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2004، ص:20.

² سيم كاراكاداج وآخرون: "من التثبيت إلى التعويم، لا داعي للخوف الآن"، ص:20.

الشكل 1-11: الانتقال المنظم مقابل الانتقال غير المنظم من نظام التثبيت إلى نظام التعويم



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على: سيم كاراكاداج وآخرون: "من التثبيت إلى التعويم، لا داعي للخوف الآن"، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2004، ص:21.

2- دواعي الانتقال إلى نظام التعويم: إن الجدول الدائر حول مزايا نظم التعويم بالمقارنة بالنظم الأخرى لتحديد السعر أو اتخاذ ركيزة ليس بجديد، وما يلاحظ على مستوى النظام النقدي الدولي ظاهرة التفريغ المتوجهة إلى التعويم بشكل كبير وخاصة عقب الأزمات المالية والمصرفية التي مست العديد من الدول،¹ كما تم تعزيز النداء بالتعويم من قِبَل الاقتصادي "ميلتون فريدمان" في مقال شهير عنوانه "عيوب نظام الصرف الثابت وتقدم المدافعين عن نظام الصرف العائم"²، ويُرجع الكثير من الاقتصاديين دواعي التوجه إلى أنظمة التعويم إلى العوامل التالية:³

أ- عدم كفاية الاحتياطات: بدون احتياطات كافية لا يكون بالاستطاعة الدفاع عن سعر الصرف الثابت أو الزاحف، وهو ما أبرزته اليوم أسواق الصرف الأجنبي، إذ تحتاج الدول إلى موارد واحتياطات كبيرة للمحافظة على ثبات سعر الصرف.

ب- الحاجة إلى المعلومات: من العسير بالنسبة لأي بلد تقرير سعر صرف متوازن مستدام في ظل أنظمة سعر الصرف الثابت، خاصة إذا كان البلد يضطلع بإصلاحات هيكلية واسعة، وهذا ما يتطلب توفر معلومات مسبقة عن اتجاه السياسات الحكومية في مراحل مسبقة.

ج- الافتقار إلى الاستقرار على الصعيد الكلي: كان هذا الافتقار واضحا في معظم البلدان التي اختارت التعويم (البرازيل، البيرو، روسيا، رومانيا والزاثير...)، وذلك لارتفاع معدلات التضخم في المراحل الأولى

¹ بربري محمد أمين: "مبررات ودوافع التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية، دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، دورية دولية محكمة، جامعة الشلف، 2010، ص:75.

² وسام ملاك: "الظواهر النقدية على المستوى الدولي، قضايا نقدية ومالية"، دار المنهل اللبناني، 2001، ص:298-300.

³ بيتر كويرك، هرمان كورتيس-دوغلاس: "تجربة استخدام أسعار الصرف العائمة"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 30، العدد 2، جوان 1993، ص:28-29.

للإصلاح، وفي ظل هذا الوضع ستكون هناك عقبات أمام التصحيح خاصة في مواجهة أسعار الصرف الموازية في ظل نظام التثبيت.

د- الاعتبارات السياسية: لا يمكن الفصل بين اختيار نظام لسعر الصرف وهذه الاعتبارات، إذ أنه في معظم الحالات كانت البلدان تنتقل إلى نظم التعويم بسبب العسر المالي الشديد حيث بينت أن هناك أسبابا سياسية تدعو إلى ترك السوق مسؤولة عن تحديد سعر الصرف.

3- الآليات الواجب تتبعها للانتقال المنظم: لتجنب مخاطر الانتقال من نظم التثبيت إلى النظم المرنة لسعر الصرف لا بد من الترتيب المرحلي وترتيب الأولويات فيما يخص المتغيرات الواجب تغييرها قبل الانتقال، إضافة إلى آليات إدارة الانتقال والتوقيت اللازم لذلك، ومن الأسئلة المطروحة حول عملية الانتقال ما يدور حول كيفية تمكن اقتصاد بلد ما من أن يُقلص من تحمل التكاليف عند مرحلة الانتقال من التثبيت إلى التعويم؟، وبأي وتيرة تكون عملية الانتقال؟، وفي أي وقت لا بد من تحرير حساب رأس المال، قبل التخلي عن نظام التثبيت أم بعده؟، فهذه العملية محفوفة بالمخاطر والمجازفة إذ لا بد من توفر شروط وتدرج مراحل لتخفيف هذه المخاطر،¹ وهناك مجموعة من الآليات تحكم هذا الانتقال نذكر منها:

أ- سوق الصرف الأجنبي: يجب على الدولة أن تكون لها سوق صرف تتمتع بسيولة كافية وقادرة على تحديد سعر العملة الوطنية بشفافية، وما نشاهده على مستوى الدول النامية هو أن لها أسواق صرف ضعيفة وضيقة النشاط،² ولتفعيل هذه الأسواق لا بد من توفر الشروط التالية:³

- ♦ تخفيض دور البنك المركزي في صناعة السوق.
- ♦ زيادة المعلومات في السوق عن مصادر واستخدامات النقد الأجنبي وعن اتجاهات ميزان المدفوعات.
- ♦ التخلص تدريجيا من اللوائح التي تخنق السوق كالرسوم الإضافية المفروضة على معاملات النقد الأجنبي.
- ♦ توحيد وتبسيط التشريعات الخاصة بالنقد الأجنبي وتجنب التغييرات المخصصة لحالات معينة، واتسام هذه اللوائح بالبساطة والشفافية.

♦ تسهيل وتطوير أدوات للاحتياط من المخاطر عن طريق إلغاء القيود على نشاط السوق الآجلة بمجرد بلوغ المؤسسات المالية قدرة كافية لإدارة المخاطر.

ب- التدخلات الرسمية: إن الدولة أمامها مسؤولية رسم سياساتها التي تخدم أهدافها مع مراعاة الوقت ودرجة التدخل في سوق الصرف، فيما يخص الدولة ذات نظام الصرف الثابت، فإن البنك المركزي يكون حرا في

¹ بربري محمد أمين: "مبررات ودوافع التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية، دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري"، مرجع سبق ذكره ص:74.

² بربري محمد أمين: "مبررات ودوافع التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية، دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري"، نفس المرجع السابق، ص:74.

³ سيم كاراكاداج وآخرون: "من التثبيت إلى التعويم، لا داعي للخوف الآن"، مرجع سبق ذكره، ص:21.

تدخلاته، أما في نظام الصرف المرن فيتدخل البنك المركزي فقط من أجل تعديل تلك الانحرافات الكبيرة في سعر صرف العملة، وإن هذا التدخل يواجه عدة صعوبات بسبب:¹

♦ التقلبات في سعر الصرف على المدى القصير لا تعكس دائما إلزامية التدخل، فلا بد من معرفة انعكاسات هذا التقلب على مختلف المتغيرات الاقتصادية.

♦ التدخل لا يثبت دائما نجاعته كما حدث ذلك مع الشيلي، المكسيك، وتركيا.

♦ التدخلات الفعالة تختلف باختلاف الآثار التي يمكن أن تشكلها تقلبات سعر الصرف.

♦ التذبذبات الكثيرة التي تحدث لسعر الصرف لا تمكننا من التقيد بطريقة واحدة لقياس سعر الصرف

التوازني.

ج- التغيرات في أداة التثبيت والسياسة النقدية: من الضروري إعادة تصميم إطار للسياسة النقدية يتواءم مع

استراتيجية التحول من سعر الصرف الثابت إلى المعوم، ويتطلب ذلك قدرة كبيرة وبناء مصداقية، ويعتبر التخطيط لعملية الانتقال أمرا حيويا لإجراء عملية تحول منتظمة، وبصفة عامة أخذت البلدان التي استطاعت أن تدير خروجاً منتظماً من عملية الربط باستهداف التضخم، وبصفة عامة ينبغي لنظام السياسة النقدية أن يعطي أولوية لاستقرار الأسعار وأن يوفر استقلالية البنك المركزي ويحقق الشفافية والخضوع للمساءلة عند إدارة السياسة النقدية وأن يظهر قدرة كافية على التنبؤ بالتضخم.²

د- إدارة مخاطر سعر الصرف: كشفت الأزمة المكسيكية 1994 عن كيفية إثارة الإدارة الضعيفة لسيولة النقد

الأجنبية أزمة عملة، وبالمثل فقد أظهرت الأزمة الآسيوية 1997 كيف يمكن لاقتراض النقد الأجنبي غير المعطى من جانب قطاع الشركات أن يتحول إلى خسائر هائلة بالنسبة للبنوك الدائنة، فإجراء تحليل شامل لمخاطر الصرف في كافة قطاعات الاقتصاد خطوة رئيسية في قيام البلدان بتحول منتظم إلى التعويم، كما أن مخاطر الصرف موجودة أيضا في نظام التثبيت، إلا أن تنظيم وإدارة المخاطر يكون أكثر إلحاحا في النظم المرنة حيث تتقلب أسعار الصرف يوميا، ويتطلب ذلك أساليب تقنية تحليلية لقياس المخاطر مستقبلا ووضع سياسات وإجراءات داخلية لمواجهة هذه المخاطر.³

هـ- توقيت تحرير حساب رأس المال: إن المشكل المطروح في توقيت تحرير حساب رأس المال يكمن فيما إذا

كان ينبغي القيام بذلك قبل تبني نظام الصرف المرن أم بعده، فتجربة الكثير من البلدان النامية خلال السنوات الأخيرة سجلت الأخطار التي يمكن أن يشكلها الاختيار الأول (المكسيك 1994، تايلند 1997، البرازيل 1999)، فتدفق رؤوس الأموال بشكل مرتفع سوف يجبر حتما السلطات النقدية على أن تدخل مرونة في سعر صرف

¹ بربري محمد أمين: "مبررات و دوافع التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية، دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري"، مرجع سبق ذكره ص:74.

² سيم كاراكاداج وآخرون: "من التثبيت إلى التعويم، لا داعي للخوف الآن"، مرجع سبق ذكره، ص:22.

³ سيم كاراكاداج وآخرون: "من التثبيت إلى التعويم، لا داعي للخوف الآن"، نفس المرجع السابق، ص:22.

عملتها من أجل تفادي حدوث توتر في الاقتصاد المحلي (مثل ما حدث في الشيلي وبولونيا سنة 1990)، حتى في الدول التي تقوم بتحرير تدفقات رؤوس الأموال قبل ضمان مرونة في سعر صرف العملة يمكن أن يحدث حالة اللاتوازن في وضعية السيولة الداخلية وتدهور وضعية الاقتصاد الكلي، وتكون عرضة لهجمات المضاربة، أما إذا كان الانتقال إلى نظام الصرف المرن مرفقاً بتحرير حساب رأس المال فلن يشكل ذلك خطراً على وضعية الاقتصاد المحلي.¹

و- سرعة التحول أو الانتقال من التثبيت إلى التعميم: كذلك يتعين على البلدان أن تقرر مدى السرعة التي ينبغي أن تأخذ بها للتحول إلى مرونة سعر الصرف، ويقتضي التدرج اتباع خطوات محسوبة نحو التعميم الحر، على سبيل المثال التحول من التثبيت في مقابل عملة واحدة إلى التثبيت مقابل سلة من العملات، وبعد ذلك إلى نطاق لتقلب أسعار الصرف مع زيادة متتابة في مدى النطاق، وعلى النقيض من ذلك يتضمن النهج السريع خطوات وسيطية أقل.

إن استراتيجية التحول السريع توفر مزايا مهمة بشرط أن تتوفر الدعائم المؤسسية لإدارة سعر الصرف العائم، فالنهج السريع يمكن أن يكون مؤشراً على الالتزام بمرونة سعر صرف يحظى بمصداقية أكثر من النهج التدريجي.²

¹ بربري محمد أمين: "مبررات و دوافع التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية، دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري"، مرجع سبق ذكره، ص:75.

² سيم كاراكاداج وآخرون: "من التثبيت إلى التعميم، لا داعي للخوف الآن"، مرجع سبق ذكره، ص:22.

خلاصة الفصل الأول:

لقد ظل ولا يزال موضوع اختيار أنظمة الصرف منذ زمن طويل مثارَ جدل بين العديد من اختصاصيي المالية الدولية، من هيئات دولية وخبراء اقتصاديين، واحتلت صدارة الاهتمام في عقد التسعينات وبداية الألفية الجديدة نظراً لكثرة نشوب أزمات العملة، فعلى الرغم من عدم النظر إلى سياسة سعر الصرف بمعزل عن غيرها من سياسات الاقتصاد الكلي، فإنها بمعناها المحدد تعني طريقة تحديد سعر العملة المحلية بدلالة العملة الأجنبية، هذا التحديد لا يتم بشكل عشوائي وإنما تتحكم فيه سمات اقتصاد بلد العملة، وفروقات أسعار الفائدة ومعدلات التضخم ووضعية موازين المدفوعات وتدفقات رؤوس الأموال بين الدول لها من التأثير ما يمكن من تحديد سعر الصرف التوازني الذي يعد التقدير الدقيق له حجر الزاوية لأي دولة تتبنى إدارة سياسية اقتصادية كلية ذات توجه خارجي، نظراً لأن التقلبات المفرطة في سعر الصرف الحقيقي عن مستواه التوازني يؤدي إلى تحمل تكاليف كبيرة تؤثر على المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية للاقتصاد المحلي.

بعد انهيار نظام بريتون وودز في عقد السبعينات من القرن الماضي وما تلاه من تعديلات على مواد اتفاقية صندوق النقد الدولي، أصبحت البلدان الأعضاء حرة في اعتماد نظام سعر الصرف الذي تختاره، ونظراً لأن البلدان لم تعد مضطرة لربط أسعار صرفها بنظام يشرف عليه صندوق النقد الدولي، فإنها تحتاج لأساس متين لاختيار النظام الأفضل ملائمة لاحتياجاتها -ثابتاً أو معوماً أو وسيطياً- ووفقاً لرهانات السياسة الاقتصادية التي تتبناها، وعلى هذا الأساس اتجهت الدول إلى تبني نظم التعويم وتعددت التقسيمات والتسميات لنظم الصرف بتعدد الاختلافات الطفيفة بينها، وهذا ما أدى بهيئة النقد الدولية وخبرائها إلى وضع تصنيفات لنظم الصرف لإمكانية التنبؤ باتجاهها تجنباً للأزمات التي أثبت أن مصدرها أنظمة الصرف الوسيطة التي لا تخضع لآليات وتقنيات موحدة بين مختلف الدول.

ففي ظل هذا التوجه نحو تعويم العملات والتخلي عن النظم الوسيطة تبقى إشكالية الاختيار الأمثل لنظام سعر الصرف مطروحة نظراً للفوضى النقدية التي تشهدها الساحة الاقتصادية الدولية، ليبقى السؤال مطروحاً حول ما هو المرتكز الذي يتم على أساسه اختيار نظام سعر الصرف حتى تبقى أسعار الصرف مستقرة، وعلى أي أساس يتم تقرير وتطبيق سياسة سعر الصرف والآليات الفعالة التي تتم على أساسها؟.

الفصل الثاني

تدفقات رؤوس الأموال إلى الدول النامية
والتوجه إلى تحرير حساب رأس المال

تمهيد:

يعتبر رأس المال أحد عوامل الإنتاج الرئيسية حيث يمكن من خلاله استثمار الموارد الاقتصادية المختلفة، ولما كانت الأموال موزعة بصورة متفاوتة بين البلدان، فإن عملية تخفيض هذا التفاوت هي من مهام النظام النقدي الدولي، بيد أن المقصود برأس المال لا يقتصر على رأس المال الإنتاجي فحسب، وإنما يشمل الأصول المختلفة كالسندات المالية والأسهم علاوة على الأصول العينية كالآلات والعقارات وغيرها. إن الحركة الدائمة لرؤوس الأموال الباحثة عن الربح على الصعيد العالمي تعكس وجود كتلة كبيرة من الفوائض الادخارية غير المستثمرة، فيصبح من الضروري البحث عن منافذ لاستثمارها، مما يدعو للبحث عن فرص استثمارية على الصعيد الدولي لتدر مردوداً أفضل مما لو بقيت في الداخل أو مستثمرة بمعدلات ربحية متدنية في الدول المصدرة لهذه الأموال، وتأتي أهمية التمويل الدولي أو التدفقات الدولية لرؤوس الأموال كوسيلة هامة لسد الفجوة في المدخرات المحلية للبلد الممول والتي تعادل عادة رأس المال الأجنبي اللازم لتحقيق معدل النمو المطلوب، وهنا يبرز الدور الحيوي لرأس المال الأجنبي في عملية التنمية الاقتصادية خاصة بالنسبة للدول النامية التي تسعى إلى معالجة النقص المستمر في ادخاراتها المحلية والإيفاء بالتزاماتها المالية في خضم تفاعلاتها الاقتصادية الدولية.

إذا كانت البلدان النامية في حاجة إلى رؤوس أموال أجنبية فإنه يتعين عليها عدم إلقاء الحبل على غاربه لانسياب هذه الأموال، لأن ذلك من شأنه تعريض هذه البلدان لخطر التبعية وانخفاض معدلات التكوين الرأسمالي، وهذا ما خلص إليه "سنجر" من أن رؤوس الأموال الأجنبية لم تسهم في تنمية البلدان النامية بقدر ما أسهمت به في تزويد البلدان المتقدمة بالمواد الأولية، مما ترتب استبقاءها بلاداً منتجة للمواد الأولية. وسوف نتطرق في هذا الفصل إلى الأشكال الأساسية لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول النامية، وقدرتها على التنقل دولياً، وآثارها الاقتصادية لاستخلاص مبررات التوجه لتحرير حساب رأس المال في ظل التحولات الاقتصادية، وآثار ذلك على الاقتصاديات النامية، مع عرض بعض التجارب في هذا المجال وذلك من خلال ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: حركة رؤوس الأموال الدولية.

المبحث الثاني: الأشكال الأساسية لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

المبحث الثالث: الآثار الاقتصادية لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية والتوجه لتحرير حساب رأس المال.

المبحث الأول: حركة رؤوس الأموال الدولية.

إن الحركة الدولية الدائمة لرؤوس الأموال الباحثة عن الربح على الصعيد العالمي تعكس وجود كتلة كبيرة من الفوائض الادخارية غير المستثمرة، فيصبح من الضروري البحث عن منافذ لاستثمارها، مما يدعوها للبحث عن فرص استثمارية على الصعيد الدولي لتُدرّ مردوداً أفضل مما لو بقيت في الداخل أو مستثمرة بمعدلات ربحية متدنية في الدول المصدرة لهذه الأموال، وهذا ما يؤكد رجاء الأعمال الأمريكي "ولتر ريستون" في قوله: «رأس المال يذهب إلى المكان الذي يحتاج إليه، ويبقى في المكان الذي يحسن معاملته».

المطلب الأول: المفاهيم النظرية لرؤوس الأموال الأجنبية.

يعتبر رأس المال ثاني عنصر إنتاجي بعد العمل في العملية الإنتاجية، حيث ازداد دوره وأهميته بشكل واضح في الاقتصاد الحديث، إذ لا يقتصر هذا المفهوم على رأس المال الإنتاجي فقط، وإنما يتعدى ذلك إلى أصول أخرى كالأسهم والسندات وكافة أشكال المعونات والديون. **أولاً: مفهوم تدفقات رؤوس الأموال:** إن رؤوس الأموال موزعة بصورة متفاوتة بين البلدان، وإن مهمة التقليل من هذا التفاوت هي من مهام النظام النقدي الدولي، فالمقصود بتدفق رؤوس الأموال هو انتقالها من البلدان التي تمتلك فائضاً منها إلى الدول التي تعاني عجزاً، وذلك عبر عدة قنوات منها الاستثمار والإعانات والقروض،....

يعرف البنك الدولي صافي تدفقات رؤوس الأموال على أنها: "صافي التدفقات من القروض التي تزيد فترة استحقاقها عن سنة واحدة مطروحا منه التسديدات، بالإضافة إلى المساعدات الرسمية وصافي الاستثمار الأجنبي والاستثمار في محافظ الأسهم".¹

تمثل تدفقات رأس المال الداخلة اكتساب غير المقيمين أصولاً محلية - تضاف إليها الهبات - بينما تمثل مبيعات غير المقيمين لأصول محلية بأنها تدفق سلبى لرأس المال الداخل، وعلى غرار ذلك فإن تدفقات رأس المال الخارجة تقيس اكتساب المقيمين لأصول أجنبية، بينما تمثل مبيعات المقيمين لأصول أجنبية بأنها تدفقات سلبية خارجة لرأس المال.² والأصل في التدفقات الرأسمالية أنها تعكس تدفقات عينية بين الدول، إذ أن حجم التجارة الدولية من السلع والخدمات يعكس حجماً معيناً من تدفقات رؤوس الأموال.³

ثانياً: مظاهر حركة رؤوس الأموال الدولية: حركة رؤوس الأموال بين الدول تتضمن طرفين في دولتين سواء كان هذان الطرفان شخصين طبيعيين أو معنويين، وسواء كانا جهة خاصة أو جهة حكومية أو هيئة أو منظمة دولية أو إقليمية.

¹ أحمد طلفاح: "التدفقات المالية الدولية"، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، بحوث جسر التنمية، ص: 4.

² الأمم المتحدة: "بحوث في العلاقة بين المعونة والنمو"، تقرير التجارة والتنمية، 2008، ص: 54.

³ هزاع مفلح: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص: 22.

- وعلى هذا الأساس فإن حركة رؤوس الأموال الدولية يمكن أن تتضمن ما يلي:¹
- ♦ اشتراك مواطنين في دولة معينة في مشروعات خاصة أو حكومية في دولة أخرى من خلال اشتراك صريح في المشروعات أو عن طريق شراء أسهم.
 - ♦ تصدير مواطني دولة معينة سلع وخدمات وإبقاء حصيلة التصدير في دولة أخرى في شكل ودائع.
 - ♦ انتقال الأموال من دولة إلى أخرى وإيداعها في الدول الأخرى بهدف الحصول على عائد أكبر.
 - ♦ إبقاء مواطني دولة معينة الأرباح التي تحققها المشروعات التي يملكونها في دولة أخرى من أجل إعادة استخدامها في تلك الدولة، أو إيداعها للحصول على عائد أكبر أو امتلاك أصول فيها.
 - ♦ حركات انتقال رؤوس الأموال من دولة إلى أخرى سواء كانت فورية أو آجلة والتي ترافق وترتبط بحركة السلع أو الأشخاص بين الدول.
 - ♦ انتقال رؤوس الأموال بين الدول من طرف واحد كالمساعدات والهبات والمنح الخاصة والعامة.

ثالثاً: تصنيف التدفقات الدولية لرؤوس الأموال: يمكن التمييز بين أربعة أصناف لحركة رؤوس الأموال الدولية ومضمونها كالتالي:²

- 1- **رأس المال النقدي ورأس المال العيني:** إن هذه المقابلة بين نوعي رأس المال المتدفق دولياً إنما تعكس مرحلتين يمر بها هذا التدفق، الأولى هي مرحلة التدفق الحالي وهو الشكل النقدي لرأس المال المتمثل في العملات التي من شأنها تحقيق تراكمات رأسمالية، والثانية هي مرحلة التدفق النهائي التي تتبع سابقتها، وتتمثل في تحويل النقود إلى سلع وخدمات بشكل نهائي، وهو ما يطلق عليه برأس المال العيني.
- 2- **رأس المال الإنتاجي ورأس المال النقدي (التسليفي):** رأس المال الإنتاجي هو عبارة عن التدفقات الرأسمالية التي تبحث عن فرص استثمارية مواتية كالاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة، أما رأس المال النقدي (التسليفي) فيتمثل في القروض الخارجية التي يحصل عليها البلد من المصادر الخارجية.
- 3- **رأس المال طويل الأمد ورأس المال قصير الأمد:** رؤوس الأموال طويلة الأجل تكون لمدة تزيد عن سنة كالاستثمارات الأجنبية المباشرة ويتوقف دورها على التغيرات النسبية في أسعار الصرف، والبحث عن تحقيق أرباح، أما رؤوس الأموال قصيرة الأجل فتكون لفترة زمنية قصيرة الأجل كالودائع والكمبيالات التجارية والأوراق المالية قصيرة الأجل.
- 4- **رأس المال الحكومي ورأس المال الخاص:** بالنسبة لرأس المال الحكومي تتولى السلطات العامة تصديره بشكله الإنتاجي والنقدي كالقروض الخارجية الرسمية والمساعدات الإنمائية الرسمية، أما رأس المال الخاص فإنه يتمثل في حالة قيام مؤسسات خاصة باستثمارات خارجية أو في حالة القروض الخارجية المصرفية.

¹ فليح حسن خلف: "التمويل الدولي"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص ص: 13-14.

² عرفان تقي الحسيني: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 268-270.

رابعاً: تصنيف تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلى تدفقات مديونية وتدفقات خاصة: إن أشكال تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية يمكن تقسيمها إلى مجموعتين، تدفقات مديونية وتدفقات خاصة، فالتمويل بالسندات والقروض البنكية والتمويل الرسمي هي من أشكال المديونية، فالمدين يدفع القيمة الأصلية للقرض مضافاً إليها الفوائد، أما الاستثمارات الأجنبية المباشرة وشراء المحافظ هي من الأشكال الخاصة لأن للأحزاب الحق في الحصول على مردودية ومشاركتهم في تسيير هذه الاستثمارات.¹

حسب هذا التصنيف يقسم "Krugman Paul, Obstfeld Maurice" تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى خمسة (5) أقسام مرتبة من تدفقات المديونية إلى التدفقات الخاصة وهي:²

1- التمويل بالسندات: تقوم الدول النامية في بعض الحالات ببيع السندات لمعاملين خواص أجنبياً، هذا التمويل كان سائداً قبل عام 1914 وبين الحربين العالميتين الأولى والثانية (1918-1939)، ثم تجدد بعد 1990 من طرف عدد من الدول النامية الباحثة عن تحرير وتحديث أسواقها المالية.

2- التمويل البنكي: في الفترة من بداية 1970 ونهاية 1980 حصلت الدول النامية على فرص الاقتراض من البنوك التجارية الأجنبية، حيث مثل هذا الشكل في سنة 1970 في المجموع ربع (1/4) التمويل الخارجي لهذه الدول، وفي سنة 1981 أمّنت البنوك تكلفة تمويل مساوية في المجموع للعجز الجاري الإجمالي للدول النامية غير البترولية، واستمرت البنوك في الإقراض المباشر للدول النامية، إلا أنه في سنوات التسعينات انخفضت أهمية هذا الإقراض.

3- القروض الرسمية: قامت بعض الدول النامية بالاقتراض من المنظمات الرسمية كالبنك العالمي والوكالة الأمريكية للتنمية، حيث أن هذه الأخيرة تفرض معدلات فائدة أقل مما هي عليه في الأسواق الدولية، مما يكسب المقترضين عوائد نتيجة اختلاف هذه الأسعار، وخلال الفترة التي أعقبت الحرب العالمية الثانية انخفضت أهمية التدفقات الرسمية بالنسبة لإجمالي التدفقات الدولية، على الرغم من بقائها سائدة في بعض الدول والتي من أهمها دول إفريقيا- جنوب الصحراء.

4- الاستثمارات الأجنبية المباشرة: حيث أضحت هذه الاستثمارات ذات أهمية بالغة بعد الحرب العالمية الثانية، وارتفعت أهميتها بالنسبة للتدفقات الإجمالية وخاصة في الدول النامية التي كانت تعتمد في السابق على القروض التجارية والرسمية.

5- استثمارات المحافظ: انتشر هذا النوع من الاستثمارات بعد سنة 1990، وازداد بشدة في الدول المتقدمة من خلال شراء سندات تمويل الدول النامية، هذا الاتجاه يعود لقوى الخصخصة التي شهدتها العديد من الدول، وانتشر هذا النوع في المؤسسات والشركات الخاصة وتركز على الشركات الكهربائية، الاتصالات والشركات البترولية، ثم انتقل هذا الشكل من الاستثمارات إلى الأسواق الصاعدة بسبب التحرير المالي.

¹ Krugman Paul, Obstfeld Maurice : "Economie Internationale", Référence déjà cité, P:770

² Krugman Paul, Obstfeld Maurice : "Economie Internationale", Référence déjà cité, PP:770-771.

خامسا: خصائص تدفقات رؤوس الأموال المختلفة: تتميز التدفقات الرأسمالية بخصائص معينة حيث أن كل شكل من أشكال التدفقات الرأسمالية يتميز بدرجة معينة من هذه الخصائص، والتي تتمثل فيما يلي:¹

- 1- التكلفة: حيث تتميز القروض بتكلفة أكبر مقارنة بالاستثمارات الأجنبية.
- 2- الشرطية: تكون القروض الأجنبية ذات مشروطة خاصة في توجيه هذه القروض والعوائد المحصل عليها.
- 3- تقاسم المخاطر: وتتمثل هذه المخاطر في المخاطر التجارية، مخاطر أسعار الفائدة، ومخاطر سعر الصرف.
- 4- مشاركة الملكية الفكرية: حيث يتميز الاستثمار الأجنبي المباشر بمشاركة أكبر للملكية الفكرية الأجنبية مقارنة بالقروض وغيرها من التدفقات الرأسمالية.
- 5- احتمالات التراجع: حيث تتميز التدفقات المالية الخاصة بإمكانية التراجع على عكس التدفقات المالية الرسمية التي ليس بمقدورها التراجع.
- 6- التأثير على الاستثمار المحلي: وتتمثل في درجة مساهمة التدفقات المالية الأجنبية في تفعيل الاستثمار المحلي، وهذا في حالة توجيه القروض إلى القطاعات الاستثمارية وتبني الاستثمارات المشتركة مع الطرف الأجنبي.

الجدول 1-2 يوضح درجة تميز كل شكل من أشكال التدفقات المالية الأجنبية بالخصائص سابقة الذكر.

الجدول 1-2: خصائص التدفقات المالية المختلفة.

نوع التدفق	التكلفة	الشرطية	تقاسم المخاطر	مشاركة الملكية الفكرية	التأثير على الاستثمار	احتمال التراجع
تدفقات رسمية:						
1. قروض تنمية متعددة الأطراف.	منخفضة	نعم	سعر الفائدة فقط	جزئيا	حسب التقسيم، استهلاك/استثمار	لا
2. قروض ثنائية	منخفضة	عادة	سعر الفائدة فقط	جزئيا	حسب التقسيم، استهلاك/استثمار	لا
تدفقات خاصة:						
1. استثمار أجنبي مباشر.	أعلى	ممكنة	نعم	نعم	نعم	ضعيف جدا
2. أسهم	عالية	لا	نعم	لا	مرتفعة	محدود
3. قروض						
أ. تجارية	تجارية	لا	لا	لا	حسب التقسيم، استهلاك/استثمار	ضعيف جدا
ب. بين البنوك	تجارية	لا	لا	لا	حسب التقسيم، استهلاك/استثمار	قوي جدا
4. سندات	تجارية	لا	لا	لا	حسب التقسيم، استهلاك/استثمار	نعم ويعتمد على الفترة

المصدر: أحمد طلفاح: "التدفقات المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص:8.

¹ أحمد طلفاح، "التدفقات المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص:7.

المطلب الثاني: متطلبات حركة رؤوس الأموال الدولية.

أثارت الظفرة التي أحدثتها تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية جدلاً كبيراً بين الاقتصاديين حول أسباب وعوامل هذه التدفقات، فبينما يلجأ البعض إلى مقاييس كمية لقدرة رأس المال على التنقل دولياً، يقسم الصنف الآخر أسباب التدفقات إلى عوامل جذب (العوامل الداخلية) وعوامل دفع (الأسباب الخارجية).
أولاً: قدرة رؤوس الأموال على التنقل دولياً: إلى أي مدى يكون رأس المال قادراً على التنقل دولياً؟، فإذا كانت القدرة على التنقل مرتفعة فإن العوائد المتوقعة من تنقله ستمتثل بين الدول، وإذا لم يكن كذلك فإن العوائد سوف تختلف، ولكن هذا التحليل يختلف بالنظر إلى نوعية رأس المال المنتقل، طويل الأجل أو قصير الأجل، وبالتالي تختلف درجة تنقل كل نوع.

1- أسباب قلة قدرة رأس المال طويل الأجل على التنقل دولياً: هناك مجموعة من الأسباب يعزى إليها عدم قدرة رأس المال طويل الأجل على التنقل دولياً، وأبرزها:¹

أ- علاوة مخاطر العملة: والتي تشير إلى أن تفضيلات المحافظ المالية لكبار المستثمرين في الأجل الطويل محكومة بمخاطر العملة وكرهية الخطر، وأن أدوات التغطية طويلة الأجل ليست متاحة بالقدر الكافي، لذلك نجد أن المراجعة بالنسبة للأوراق المالية طويلة الأجل تكون على النحو التالي:

$$i_{t+k,k} = i_{t+k,t}^* + \Delta S_{t+k,t} + \lambda_{t+k,t}$$

حيث يشير المقدار $i_{t+k,k}$ إلى معدل العائد في الفترة الزمنية t على الأوراق المالية مدتها $t+k$ من السنوات لبلوغ أجل استحقاقها في الدولة المعنية، بينما يشير $i_{t+k,t}^*$ إلى العائد في الدولة الأجنبية.

$\Delta S_{t+k,t}$ متوسط المعدل السنوي المتوقع لانخفاض قيمة العملة خلال الفترة $t+k$ من السنوات.

$\lambda_{t+k,t}$ تشير إلى علاوة مخاطر العملة.

ففي حالة $\lambda_{t+k,t} > 0$ نجد أن المستثمرين يفضلون الاستثمار محلياً، ويكون معدل العائد المحلي على الأصول ذات أجل الاستحقاق $t+k$ عن الفترة الزمنية t سوف يكون أقل من معدل العائد المتوقع على أصل أجنبي مكافئ.

ب- القيود على تدفقات رؤوس الأموال: في هذا العصر تعتبر هذه المشكلة أقل بكثير مما كانت عليه، في أعقاب الانتشار الواسع لعمليات التحرير المالي وقد أشار 'فرانكل' إلى أن قدرة رأس المال على التنقل دولياً بدأت تعمل مع تخفيف القيود على رأس المال والسير قدماً في عمليات التحرير المالي.

ج- الجمود المؤسسي: وذلك من خلال مطالبة بعض الدول بنوكها التجارية باستثمار بعض أموالها في الاقتصاد المحلي.

¹ سي بول هالود، رونالد ماكدونالد، تعريب: محمود حسن حسني: "النقود والتمويل الدولي"، دار المريخ للنشر، 2007، ص ص: 607-608.

2- قياس قدرة رأس المال قصير الأجل على التنقل: إن المقياس الذي يستخدم بشكل متكرر يتمثل في شرط تعادل أسعار الفائدة المغطاة، ويتضمن هذا الشرط أنه لن تكون هناك تدفقات صافية لرأس المال بين الدول عندما يتم تعديل أسعار الفائدة طبقاً لتكلفة التغطية، وبالتالي تصبح متعادلة، وهناك اعتقاد بعدم وجود هذا المؤشر لقياس قدرة رأس المال على التنقل دولياً، ويعتبر البديل لذلك هو تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة.

هناك بديل آخر أكثر بساطة لقياس قدرة رأس المال قصير الأجل على التنقل دولياً، وبوجه خاص كيفية تطوره عبر الزمن، ويمكن الحصول عليه من خلال مقارنة الفروق بين الأصول الموجودة في الداخل والأصول الموجودة في الخارج، فإذا كانت قدرة رأس المال على التنقل كاملة لا يجب أن يوجد فرق بين هذه العوائد.¹

3- قياس قدرة رأس المال طويل الأجل على التنقل: تعتبر الدراسة التي قدمها *Horioka* و *Feldstien* عام 1980، وتتعلق بقدرة رأس المال طويل الأجل على التنقل دولياً، بمثابة البذرة في هذا المجال فقد أشار الباحثان إلى أن ارتفاع قدرة رأس المال على التنقل وما يستتبع ذلك من تعادل العوائد، يشير إلى وجود ارتباط صفري أو ارتباط ضعيف بين معدلات الادخار الوطنية والاستثمار في دولة معينة.

ويمكن اختبار فرضية القدرة التامة لرأس المال طويل الأجل على التنقل من خلال الصيغة التالية:

$$(I/Y)_{i,t} = \alpha + \beta (S/Y)_{i,t} + U_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

حيث يعبر $(I/Y)_i$ عن معدل الاستثمار الوطني في الدولة i ، ويشير $(S/Y)_i$ إلى معدل الادخار الوطني. هناك افتراض بأن معدل الادخار يتحدد من خارج النموذج وهو إلى حد كبير يتحقق في الأجل الطويل، فإذا كان رأس المال طويل الأجل على درجة عالية من القدرة على التنقل، فمن المتوقع أن تكون قيمة β صفراً (الدولة الصغيرة)، أو بقيمة تقل كثيراً عن الواحد (الدولة الكبيرة).

في كلتا الحالتين تؤدي الزيادة في الادخار المحلي إلى خروج رأس المال، وبطرح المقدار $(S/Y)_i$ من طرفي المعادلة ثم إعادة ترتيبها نحصل على:²

$$[(I - S)/Y]_{i,t} = \alpha + (\beta - 1)(S/Y)_{i,t} + U_{i,t}$$

يعبر المقدار $[(I - S)/Y]$ عن صافي الاستثمار الأجنبي، لذلك إذا كانت $\beta = 0$ فإن ذلك يضمن أن معدلات العائد الحقيقي تتعادل على المستوى الدولي، أما إذا كانت $\beta = 1$ فإن ذلك يشير إلى أن رأس المال طويل الأجل على درجة عالية من عدم القدرة على التنقل دولياً.

قام *Horioka* و *Feldstien* بتقدير المعادلة (1) باستخدام بيانات سنوية لـ 16 دولة من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية خلال الفترة 1960-1974، وباستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية حصلوا على:

$$(I/Y) = 0.035_{(0.018)} + 0.89_{(0.074)} (S/Y)$$

¹ سي بول هالود، رونالد ماكدونالد، تعريب: محمود حسن حسني: "النقود والتمويل الدولي"، نفس المرجع السابق، ص: 602-603.

² $(I/Y)_i - (S/Y)_i = \alpha + \beta (S/Y)_i - (S/Y)_i + U_i \Rightarrow \left(\frac{I - S}{Y} \right)_i = \alpha + (S/Y)_i (\beta - 1) + U_i$

حيث كانت قيمة $R^2 = 0.91$ وعند مستوى خطر 5% تم قبول الفرض القائل بأن: $\beta = 1$ ، وهذه النتيجة تشير إلى عدم قدرة رأس المال طويل الأجل على التنقل دولياً.¹

4- الاختبارات المبنية على الاستهلاك لقدرة رأس المال على التنقل دولياً: يبني هذا التحليل بافتراض أن المنافع الحدية للاستهلاك تكون معطاة من خلال الاستهلاك الفعلي، مع استخدام عمليات التحويل اللوغاريتمي:

$$\Delta C_{t+1} = \beta + (1 + r_t) \dots \dots \dots (1)$$

هذه المعادلة تتعلق بالدولة المحلية، ومع افتراض نفس السلوك في الدولة الأجنبية أي:

$$\Delta C_{t+1}^* = \beta^* + (1 + r_t^*) \dots \dots \dots (2)$$

إذا كان رأس المال يتمتع بقدرة تامة على الانتقال بين الدول فإن أسعار الفائدة الحقيقية يجب أن تتعادل حيث تتمثل فرضية العدم في القدرة التامة لرأس المال على التنقل، وفي ظل فرضية العدم نصل إلى ضرورة وجود ارتباط تام بين التغير في الاستهلاك في الدولة المعنية بالنسبة للدولة الأجنبية.

$$\omega = \beta - \beta^* \text{، حيث: } \Delta C_{t+1} = \omega + \Delta C_{t+1}^*$$

معنى هذه النتيجة أن أفراد الدولة المعنية لهم هدف استقرار معدل الزيادة في الاستهلاك عبر الزمن، فاللجوء إلى أسواق المال هو الذي يسهل هذه العملية.

إذا لم يكن لدى الأفراد القدرة على الاقتراض والإقراض بحرية عند سعر الفائدة السائد، وعند انخفاض الدخل فإن الاستهلاك ينخفض بالمقابل.

إن الاختيار المبني على الاستهلاك لقدرة رأس المال على التنقل دولياً هي أن سعر الفائدة الذي يقوم الفرد المحلي بالاقتراض والإقراض به مرتبطٌ بسعر الفائدة الأجنبي، إذا فعلية استقرار الاستهلاك التي تكون في الدولة المحلية تكون هي ذاتها في الدولة الأجنبية حتى ولو اختلفت معدلات نمو الدخل بين البلدين.

استخدم كلا من 'Bayoumi' و'McDonald' منهجاً مبنياً على تحليل الانحدار بقصد اختبار مضاعف

$$\Delta C_{t+1} = \omega + \beta \Delta C_t^* + U_t \text{، } U_t^2 \text{، المعادلة التالية:}$$

5- فجوة الادخار - الاستثمار: لقد بينت الدراسات الاقتصادية أنه في ظل الاقتصاد المغلق يجب أن يتساوى الادخار المحلي مع الاستثمار المحلي، أي أنه ليس هناك حركة لرأس المال، وهذا ما أكده 'جون مينارد كيتز' من خلال المعادلة التالية:³

$$\begin{cases} PIB = C + S \\ PIB = C + I \end{cases} \Rightarrow S = I$$

حيث: PIB الدخل الوطني أو الناتج المحلي الإجمالي، C الاستهلاك، S الادخار، I الاستثمار.

¹ سي بول هالود، رونالد ماكدونالد، تعريب: محمود حسن حسني. "النقود والتمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص: 603-606.

² سي بول هالود، رونالد ماكدونالد، تعريب: محمود حسن حسني. "النقود والتمويل الدولي"، نفس المرجع السابق، ص: 609-610.

³ حازم البيلوي. "الاستثمار الخارجي وفجوة التمويل المحلي"، المؤتمر العلمي السادس حول: الاستثمار الأجنبي واحتياجات التنمية العربية، بيروت 29-28 جوان 2002، ص: 3.

عند الانفتاح على العالم الخارجي فإن الاستثمار المحلي يتزايد أو يتناقص عن الادخار المحلي، وهو ما يعرف بفجوة الموارد المحلية، التي ستعكس بالنتيجة في فجوة أخرى تعرف بفجوة التجارة الخارجية التي تجسد الاختلال الحاصل في ميزان المدفوعات، ويطلق على هذا التحليل بنموذج الفجوتين¹، ويمكن إظهار العلاقة بين الادخار المحلي والاستثمار المحلي من خلال المعادلة التالية:

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

بإضافة قيمة صافي دخل عوامل الإنتاج من الخارج RF وطرح صافي التحويلات الأجنبية TR إلى طرفي المعادلة نحصل على:

$$PIB + RF - TR = C + I + X - M + RF - TR$$

يمثل المجموع $PIB + RF - TR$ الدخل الوطني المتاح RND ، أما المجموع $X - M + RF - TR$ فيمثل رصيد الحساب الجاري لميزان المدفوعات CAB وبالتالي فإن:

$$RND = C + I + CAB$$

وبما أن الادخار الوطني هو جزء من الدخل الوطني المتاح غير المستهلك فإن:

$$S = RND - C$$

بتعويض الدخل الوطني المتاح بقيمته نحصل على:

$$\begin{aligned} S = C + I + X - M + RF - TR - C &\Rightarrow S = I + X - M + RF - TR \\ \Rightarrow S = I + CAB \\ \Rightarrow S - I = CAB \end{aligned}$$

وبالتالي فإن رصيد الحساب الجاري لميزان المدفوعات هو عبارة عن الفرق بين الادخار الداخلي والاستثمار، ويعبر هذا الفرق عن الادخار الخارجي أو بمعنى آخر المدخلات من ادخار غير المقيمين SF . وبالتالي يصبح لدينا:

$$I = -CAB + S \Rightarrow I = SF + S$$

وهذا يعني ضرورة اللجوء إلى رأس المال الأجنبي بكل أشكاله لتمويل العجز في ميزان المدفوعات، ومن خلال تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود بإمكان توزيع المدخرات في جميع أنحاء العالم بشكل أكثر كفاءة مما كان ممكنًا فيما مضى، حيث كان الاستثمار المحلي في معظم البلدان يقتصر على المدخرات المحلية. ثانياً: أسباب وعوامل حركة رؤوس الأموال الدولية: هناك مجموعة من الأسباب والعوامل التي تسببها التغيرات الدولية تؤدي إلى انتقال رؤوس الأموال بين الدول، وتقسم هذه الأسباب والعوامل إلى ثلاثة أقسام: أسباب وعوامل عامة، عوامل الجذب، وعوامل الدفع.

¹ عرفان تقي الحسيني: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص 38.

1- الأسباب والعوامل العامة لحركة رؤوس الأموال الدولية: تتمثل هذه العوامل أساساً في سياسات الإصلاح التي تقوم بها الدول وشتى أساليب التحرير والانفتاح الاقتصادي ومن أهم هذه العوامل:

♦ إلغاء القيود على معاملات حساب رأس المال وهو أمر ملازم للتحرير الاقتصادي، وإلغاء القيود في كل البلدان الصناعية والنامية.

♦ استقرار الاقتصاد الكلي وإصلاح السياسات في العالم النامي، وهو ما أنشأ مجموعة متنامية من الجهات التجارية التي تقوم بإصدار سندات مديونية.

♦ إضفاء طابع تعدد الأطراف على التجارة، مما شجع المعاملات المالية الدولية المصممة لتغطية التعرض لمخاطر العملة والمخاطر التجارية.

♦ زيادة المشتقات المالية (مثل مبادلات العملات والخيارات والعقود الآجلة)، مما سمح للمستثمرين الدوليين بتحمل بعض المخاطر مع نقص تعرضهم لمخاطر أخرى.¹

♦ تعكس الحركة الدائمة لرؤوس الأموال الباحثة عن الربح على الصعيد العالمي وجود كتلة كبيرة من الفوائض الادخارية غير المستثمرة، فأصبح من الضروري البحث عن منافذ لاستثمارها.

♦ ارتفاع درجة التقدم التكنولوجي، وذلك للدور الذي تلعبه شبكات الاتصال ونقل المعلومات التي يتيحها التقدم التقني الهائل الذي نشهده اليوم في ربط الأسواق المالية.

♦ ارتباط التدفقات الرأسمالية بالتحرير المالي والتجاري.²

♦ التغيرات النسبية في أسعار الفائدة، حيث تتحرك رؤوس الأموال من الدول التي تنخفض فيها أسعار الفائدة إلى الدول التي ترتفع فيها أسعار الفائدة.

♦ تؤدي التغيرات في أسعار الصرف إلى المضاربة التي تستهدف الاستفادة من اختلاف أسعار الصرف في أماكن وأوقات مختلفة.

♦ تلعب تكاليف الإنتاج دوراً هاماً في انتقال رؤوس الأموال الدولية حيث تتجه رؤوس الأموال نحو إقامة مشروعات الدول أو المناطق التي تنخفض فيها أسعار عناصر الإنتاج.³

2- الأسباب والعوامل الداخلية لحركة رؤوس الأموال الدولية (عوامل الجذب): أثارت التدفقات الرأسمالية الكبيرة جدلاً بين الاقتصاديين حول ما إذا كانت ظاهرة مؤقتة نتجت بسبب التغير في العوامل الدورية في الاقتصاد العالمي، أم هي نتيجة لتغيرات هيكلية طويلة الأجل، ويمكن إرجاع هذا السيل من التدفقات إلى

¹ باري إيشينجرين، مايكل موسى: "صندوق النقد الدولي و تحرير حساب رأس المال"، مجلة التمويل و التنمية، المجلد 35، العدد4، ديسمبر1998، ص:16-17.

² عثمان أبو حرب: "الاقتصاد الدولي"، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان، 2008، ص:165-166.

³ فليح حسن خلف: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص:156.

مجموعة من العوامل الداخلية، حيث ترتبط هذه العوامل غالباً بالسياسة المحلية التي قد تمثل حافزاً لجذب التدفقات الرأسمالية طويلة الآجال، ومن أهم هذه العوامل:

- ♦ تنفيذ برامج ناجحة في استقرار الأسعار.
- ♦ القيام بإصلاحات مؤسسية كبيرة، مثل تحرير أسواق المال.
- ♦ انتهاج سياسات تؤدي إلى زيادة معدل العائد على الاستثمار المحلي (الخصومات الضريبية، مبادلة الديون بأصول رأسمالية وغيرها...)¹.
- ♦ الخوف من الظروف غير الملائمة مثل الحروب والتضخم والاضطرابات السياسية، حيث تدفق الأموال الزائدة لبلد آخر يتمتع بظروف اقتصادية وسياسية مستقرة.
- ♦ الرغبة في تحقيق داخل أكبر من شراء أصول أجنبية أو سندات أو ودائع لفترة قصيرة الأجل.
- ♦ المضاربة عند توقع تغيرات في القيمة الدولية للعملة الوطنية لأحد البلدان لأسباب اقتصادية وغير اقتصادية مباشرة، حيث يقوم المضاربون بتحويل أموالهم لعملة البلد التي يتوقعون ارتفاع قيمتها.²

3- الأسباب والعوامل الخارجية لحركة رؤوس الأموال الدولية (عوامل الدفع): من أمثلة هذه العوامل بالنسبة للاقتصاديات الصغيرة المنفتحة، حدوث انخفاض في أسعار الفائدة الدولية والركود الاقتصادي في العالم الخارجي يصاحبه انخفاض في فرص الربح.

أ- دراسة "Reinhardt, Guillermo": أكدت الدراسة على أن السبب الرئيسي وراء التدفقات الرأسمالية الخاصة إلى عشر (10) دول من أمريكا اللاتينية يتمثل في عوامل الدورة الاقتصادية، وبصفة خاصة انخفاض سعر الفائدة الأمريكي والكساد في الولايات المتحدة الأمريكية والدول الصناعية.

ب- دراسة "Fernandez Arias": قام بتحليل أسباب التحسن في الجدارة الائتمانية، والتي يعود جزء كبير منها إلى الانخفاض في سعر الفائدة العالمي، في حين جاء الجزء الآخر نتيجة لتحسن البيئة الاقتصادية المحلية لتلك الدول، وخلص إلى أن 86% من الزيادات في تدفقات المحافظ إلى الأسواق الناشئة خلال الفترة 1989-1993 كان نتيجة لانخفاض أسعار الفائدة العالمية.

ج- دراسة "Jeffrey Frankel Andrew Rose": كانت نتائج هذه الدراسة نفسها نتائج دراسة "Fernandez Arias"، وذلك في تحليلها لمحددات محافظ الأوراق المالية في عشر (10) دول من أمريكا اللاتينية ولبعض دول جنوب شرق آسيا باستخدام بيانات ربع سنوية للفترة 1987-1994.

¹ شذا جمال خطيب، صغفق الركبي: "العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال"، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص:35.

² يوسف عثمان إدريس: "تحرير حساب رأس المال، المزايا والمخاطر"، مجلة المصري، العدد 35، مارس 2005، ص:2.

هناك العديد من الدراسات التي اهتمت بعوامل الجذب والاستراتيجيات المحلية المطبقة من أجل تحفيز رؤوس الأموال للانسحاب، ومن جانب آخر اهتم البعض بدراسة عوامل دفع رؤوس الأموال المحلية للاستثمار في الخارج، ومن بين هذه الدراسات نذكر:¹

4- الأهمية النسبية للعوامل الداخلية والخارجية في التأثير على التدفقات المالية: تبين التجارب أن العوامل الخارجية مثل أسعار الفائدة والتغيرات النسبية للأصول والدورات الاقتصادية والعوامل المؤسسية المرتبطة بالرغبة في تنويع الاستثمار تلعب دوراً في نفس مستوى الأهمية من العوامل الداخلية المتعلقة بالمخاطر المالية، الاقتصادية والسياسية، أما الأهمية النسبية لهذه العوامل حسب أقطار العالم فهي كالآتي:²

- ♦ العوامل الخارجية مهمة في دول أمريكا اللاتينية، أما العوامل الداخلية فتأخذ أكثر أهمية في دول آسيا.
- ♦ في أقطار إفريقيا جنوب الصحراء تلعب العوامل الداخلية الدور الأكبر.
- ♦ بالنسبة لدول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا تمثل المديونية والانفتاح على الخارج عوامل مهمة في جذب التدفقات الأجنبية.

♦ في بعض الحالات تحصل تدفقات خارجية حتى في حالة عدم وجود إصلاحات اقتصادية واضحة (البرازيل وتركيا في بداية التسعينات).

ثالثاً: أهداف حركة رؤوس الأموال الدولية: هناك العديد من الأهداف تسعى حركة رؤوس الأموال الدولية بأشكالها المختلفة إلى تحقيقها، ومن أبرزها الاستثمار الأجنبي المباشر والديون الدولية، ومن أهم تلك الأهداف:

1- البحث عن المنافذ: والتي من خلالها تستخدم رؤوس الأموال التي تزيد أو تفيض عن حاجة الاستخدام المحلي.

2- البحث عن العائد الأكبر: أي الحصول على إيرادات وأرباح أعلى، بحيث أن رؤوس الأموال تتجه عادة إلى المناطق التي ترتفع فيها العوائد والأرباح.

3- السيطرة على الأسواق: قد تتجه رؤوس الأموال للاستخدام في الدول الأخرى من أجل السيطرة على أسواق تلك الدول، ويمثل الاستثمار الأجنبي المباشر أهم شكل لتحقيق هذا الهدف.

4- التخلص من الإجراءات والسياسات: والتي يتم اتباعها في الدول المصدرة لرؤوس الأموال سواء كانت إدارية أو ضريبية أو أية إجراءات أخرى.

5- التخلص من الحماية الجمركية والإدارية: إضافة إلى القيود الأخرى ذات الصلة والتي تفرضها الدول التي تتجه حركة رؤوس الأموال إليها.

¹ شذا جمال خطيب، صغفق الركبي: "العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص: 35-36.

² أحمد طلفاح: "التدفقات المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص: 25-26.

6- الاستفادة من التسهيلات والمزايا: تتمثل أساساً في الإعفاءات الضريبية التي تتوفر عليها الدول المستقبلية والتي يمكن لها اتخاذها من أجل تحفيز توجه رؤوس الأموال نحوها.¹

7- تفادي المخاطر المختلفة: ومن أهم هذه المخاطر:²

أ. المخاطر السياسية: قد تتعرض رؤوس الأموال المحلية إلى خطر المصادرة من قبل السلطات العامة، وهكذا يتم تحويلها وإيداعها في البنوك الأجنبية.

ب. المخاطر الاقتصادية: مثل خطر التدهور النقدي، ففي حالة تدهور القدرة الشرائية للنقود المحلية نتيجة لارتفاع معدلات التضخم المحلي يلجأ أصحاب رؤوس الأموال إلى تحويل العملات إلى الخارج، كذلك يلجأ أصحاب تلك الأموال إلى تهريب أموالهم للخارج تهرباً من دفع الضرائب على الدخول والأرباح.

8- استغلال الموارد الطبيعية في الدول الأخرى: خاصة المعدنية والزراعية، وبالذات تلك التي تحتاج إليها الدول المصدرة لرؤوس الأموال، إذ يعتبر هذا الهدف أساسياً لحركة رؤوس الأموال والاستثمارات بين الدول، وبشكل خاص من الدول المتقدمة إلى الدول النامية.³

رابعاً: محددات حركة رؤوس الأموال الدولية: إن جزءاً من حركة رؤوس الأموال يكون تلقائياً (أي لا علاقة له بوضعية ميزان المدفوعات) وهذا ما ينطبق على العديد من الدول المتقدمة التي تعكس تدفقاتها الفائض في مدخراتها المحلية، أما الجزء الآخر من التدفقات فهي محفزة، أي تدخل كإجراء لتصحيح الاختلال الخارجي، وبالتالي فهي تسهم في تمويل العجز في الحساب الجاري، ومن أهم محددات هذه التدفقات:

1- الزيادة المستقلة في دالة الطلب على النقود: حيث تقود الزيادة في الطلب على النقود المحلية إلى جذب رأس المال الأجنبي، خاصة الاستثمارات في المحفظة قصيرة الأجل.

2- الزيادة في إنتاجية رأس المال: حيث أن قرار الاستثمار يبنى على أساس المقارنة بين معدل الربحية المتوقع وتكلفة المشروع المقترح، إذ تتأثر حركة رؤوس الأموال بدافع الربح، فأرأس المال الأجنبي ينجذب إلى تلك البلدان التي يرتفع بها عائد الاستثمار نسبياً.

3- بيانات ميزان المدفوعات: إن وجود عجز في ميزان المدفوعات يعني وجود تدفق عكسي للموارد من النقد الأجنبي على هيئة رؤوس أموال، وبالتالي يلجأ بلد العجز إلى استقدام رؤوس الأموال الأجنبية لغرض معالجة العجز، مقابل ذلك يقوم بلد الفائض بإقراض الفائض بعملية أشبه باستثمار ذلك الفائض في بلدان تكون بحاجة إليه.

¹ فليح حسن خلف: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 155-157.

² عرفان تقي الحسيني: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 272-273.

³ فليح حسن خلف: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص: 157.

- 4- **أسعار الأصول:** بالإمكان أن تكون الأسعار النسبية للأصول محددا للتدفقات الدولية لرأس المال، خاصة في البلدان التي تضم أسواقاً مالية متقدمة.¹
- 5- **درجة الانفتاح على العالم الخارجي:** حيث تتجه تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الاقتصادات المنفتحة بعيدا عن الاقتصادات المغلقة، واتجاه الاقتصاد للتعامل مع الخارج، وهذا معناه عدم وجود أية قيود على حرية التبادل التجاري وعوامل الإنتاج.
- 6- **القدرة التنافسية للاقتصاد الوطني:** تمثل القوة التنافسية أحد العوامل الرئيسية في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، ذلك أنه كلما تحسن المركز التنافسي للاقتصاد الوطني كلما كان ذلك مدعاة للمزيد من رؤوس الأموال الأجنبية، والعكس صحيح.
- 7- **القدرة على إدارة الاقتصاد الوطني:** انتقالات رؤوس الأموال الأجنبية واستمرار تدفقها مرهون بحسن إدارة الاقتصاد الوطني والقدرة على مواجهة الظروف الاقتصادية المتغيرة وما تنتهجه الإدارة الاقتصادية من سياسات لمواجهة هذه الظروف ومن أهم مؤشرات القدرة على إدارة الاقتصاد الاحتفاظ بالاحتياطيات ومدى ثباتها واستقرارها وجهود الدولة للمحافظة عليها.
- 8- **قوة الاقتصاد واحتمالات تقدمه:** تتفاوت اقتصاديات الدول في قوتها واحتمالات تقدمها، فرؤوس الأموال الأجنبية تتجه نحو الاقتصادات القوية وتبتعد عن الاقتصادات الضعيفة والتي تتضاءل فرص تقدمها في المستقبل، ويمكن الاستعانة بمجموعة من المقاييس للتعرف على قوة الاقتصاد واحتمالات تقدمه أهمها: معدل زيادة الناتج الوطني، معدلات نمو عناصر الإنتاج، شروط التجارة، وقوة اتجاهاتها.²
- 9- **محددات سياسية:** تلعب العوامل السياسية دورا هاما في التأثير على اتجاه تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، وفي مقدمة هذه العوامل الاستقرار السياسي الذي يدل على استقرار السياسة الاقتصادية، كذلك طبيعة العلاقة القائمة بين البلد المصدر لرؤوس الأموال والبلد المتلقي لها، كذلك الاستراتيجية الدولية التي تتبعها الدول المصدرة لرؤوس الأموال، إضافة إلى النظام السياسي الذي تنتهجه الدولة، فالدولة الديمقراطية توفر قدرا من الأمان لرأس المال الوطني والأجنبي على عكس النظم الديكتاتورية التي ينفرد قادتها بالقرار السياسي دون الرجوع إلى الشعب وهو ما يعرض رأس المال للخطر.
- 10- **محددات قانونية:** تتمثل أساسا في الأنظمة القانونية التي تحكم رؤوس الأموال الأجنبية في البلد المضيف، وخاصة القواعد التي تسمح بدخولها، إضافة إلى الحماية القانونية للاستثمارات الأجنبية ضد المخاطر، ودرجة كفاءة تطبيق هذه القوانين.³

¹ عرفان تقي الحسيني: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 270-271.

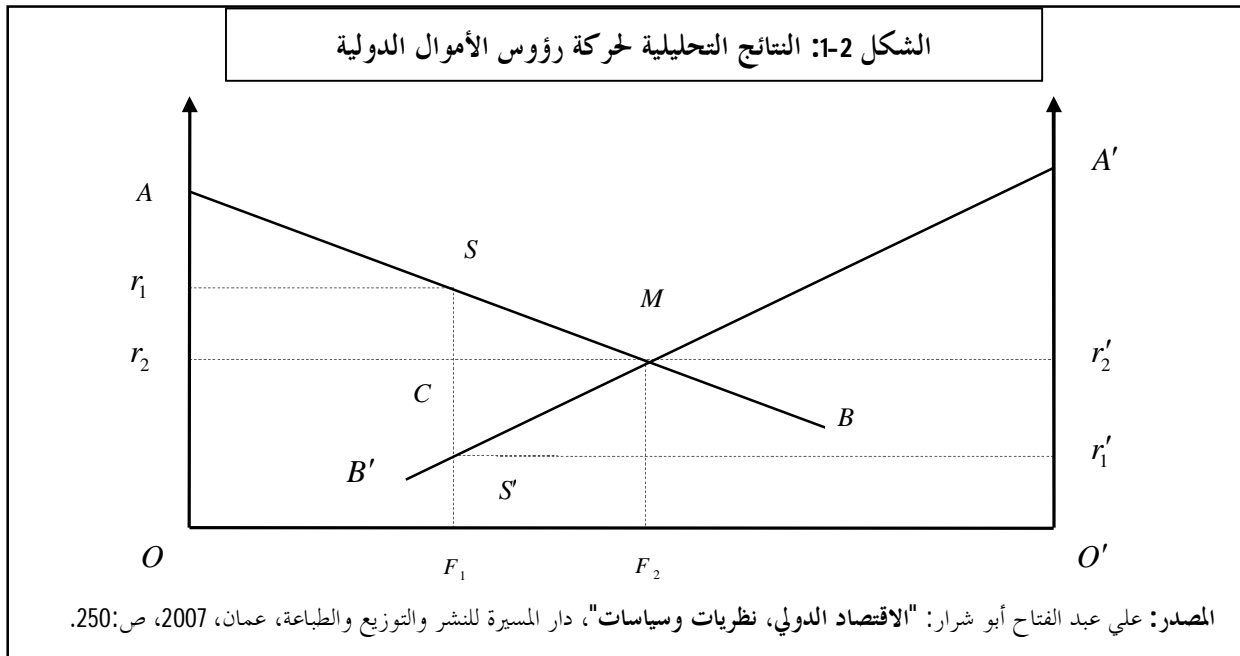
² نزيه عبد المقصود ميروك: "الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية"، دار الفكر الجامعي، 2007، ص ص: 87-89.

³ نزيه عبد المقصود ميروك: "الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية"، نفس المرجع السابق، ص ص: 90-91.

المطلب الثالث: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى لدول النامية.

إن تزايد وتيرة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول النامية يدل على وجود مكاسب من وراء انتقال هذه الأموال، سواء بالنسبة للجانب المستورد لرأس المال أو المصدر له، فمن الجانب النظري هناك عدة مكاسب تحققها الدول المستوردة لرأس المال، أما في الواقع، فإن انتقال رؤوس الأموال لا يخلو من المخاطر والسلبيات.

أولاً: النتائج التحليلية لحركة رؤوس الأموال الدولية: إن وجود حركة لرؤوس الأموال الدولية في العالم يؤثر على الدول المشاركة في النشاطات الاقتصادية، وعلى الإنتاج العالمي، وعلى معدلات العائد على رأس المال، وبقيّة عوامل الإنتاج الأخرى، ويقوم الاقتصاديون بتوظيف آليات من الاقتصاد الجزئي المباشر لفحص هذه النتائج التي يوضحها الشكل التالي:



يبين الشكل 2-1 مستويات مختلفة لقيمة الناتج الحدي لرأس المال في الدولتين (1، 2).

1- فرضيات التحليل: يبنى التحليل على الفرضيات التالية:¹

- ♦ وجود دولتين في العالم (الدولة 1 والدولة 2).
- ♦ وجود عاملين من عوامل الإنتاج (العمل ورأس المال).
- ♦ الدولتين تنتجان سلعة واحدة متجانسة تمثل المجموع الكلي للإنتاج في الدولتين.
- ♦ وجود المنافسة الكاملة.

¹ علي عبد الفتاح أبو شرار: "الاقتصاد الدولي، نظريات وسياسات"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007، ص: 250.

2- التصوير البياني: يشكل كل منحني من المنحنيين في الشكل البياني طلبا على مدخلات رأس المال المشتقة من الطلب على السلعة المنتجة، فالمنحني AB يصور الناتج الحدي¹ عند مستويات مختلفة من رأس المال في الدولة 1 وبالمثل فإن المنحني $A'B'$ يصور الناتج الحدي لمستويات متعددة من رأس المال في الدولة 2.

3- مبدأ التحليل: بافتراض أن الأوضاع الأولية لرأس المال "قبل حدوث التدفقات" تمثل بالمسافة OF_1 في الدولة 1، والأوضاع الأولية في الدولة 2 تمثل بالمسافة $O'F_1$ فإذا كان مجموع رأس المال العالمي يساوي إلى $OF_1 + O'F_1$ وهذا يساوي أيضا OO' .

ومع افتراض وجود سوق المنافسة الكاملة فإن رأس المال في الدولة 1 سيكافأ بمعدل فائدة مساويا لنتاجه الحدي Or_1 والذي يتزامن مع النقطة S الواقعة على المنحني AB ، وبالمثل فإن رأس المال في الدولة 2 سيكافأ بمعدل فائدة مساويا لنتاجه الحدي $O'r'_1$ والذي يتزامن مع النقطة S' الواقعة على المنحني $A'B'$.

إن الإنتاج الكلي في الدولتين يساوي مجموع المساحة المحصورة تحت المنحنيين، وذلك عند حجم مناسب لرأس المال، وعليه فإن مجموع الإنتاج في الدولة 1 يساوي المساحة $OASF_1$ ، ومجموع الإنتاج في الدولة 2 يساوي المساحة $O'A'S'F_1$ ، ومجموع الإنتاج العالمي يساوي مجموع المساحتين.

إن مجموع الإنتاج في الدولة 1 يقسم بين عاملي الإنتاج (رأس المال والعمل)، وعليه فإن المستطيل Or_1SF_1 يمثل المجموع الإجمالي للعائد على رأس المال، ويتسلم العمال بقية الإنتاج، والذي يمثله المثلث r_1AS ، ونفس الأمر في الدولة 2، حيث يمثل المستطيل $O'r'_1S'F_1$ مجموع العائد على رأس المال، ويتسلم العمال بقية الإنتاج الذي يمثله المثلث $r_1A'S'$.

4- حركة رأس المال والتغيرات الحاصلة: إن معدل العائد على رأس المال في الدولة 1 Or_1 أعلى من معدل العائد في الدولة 2 $O'r'_1$ ، فإذا وجدت حرية لحركة رأس المال فإنه سيتحرك من الدولة 2 إلى الدولة 1. بافتراض عدم تحرك العمل دوليا ووجود نفس درجة المخاطرة بين الدولتين، فإن انتقال رأس المال من الدولة 2 إلى الدولة 1 يُنقص من معدل العائد في الدولة 1 من Or_1 إلى Or_2 ، وبالمقابل في الدولة 2 فإن معدل العائد سوف يرتفع من $O'r'_1$ إلى $O'r'_2$.

في حالة التوازن فإن كل من المنحنيين يتقاطعان في النقطة M ، حيث يتساوى كل من معدل العائد على رأس المال في كلا الدولتين $Or_2 = O'r'_2$ ، وبعد هذا الحد لا يوجد حافز لانتقال رأس المال.

5- آثار انتقال رأس المال بين الدولتين: يكون البحث هنا عن الآثار التي يتركها تدفق رأس المال F_1F_2 من الدولة 2 إلى الدولة 1 على الإنتاج في كلا الدولتين وعلى الإنتاج في العالم.

¹ يعرف الناتج الحدي لرأس المال على أنه عدد الوحدات المضافة على الإنتاج نتيجة لزيادة رأس المال في العملية الإنتاجية بوحدة واحدة مع بقاء المدخلات الأخرى ثابتة وثبات الأسعار.

² علي عبد الفتاح أبو شرار: "الاقتصاد الدولي، نظريات وسياسات"، مرجع سبق ذكره، ص:251.

إن الإنتاج الكلي يرتفع في الدولة 1، وذلك بسبب انتقال وحدات رأس المال من الدولة 2 إلى الدولة 1 واستخدامها في العملية الإنتاجية.

قبل تدفق رأس المال كان الإنتاج الكلي في الدولة 1 يساوي المساحة $OASF_1$ ، ولكن بعد تدفق رأس المال زاد الإنتاج وأضحى يساوي المساحة $OAMF_1$ ، وهكذا فإن الإنتاج في الدولة 2 انخفض بمقدار المساحة $F_1S'MF_2$.

عند المقارنة بين المساحتين نجد أن الإنتاج العالمي زاد بمقدار المساحة $SS'M$ ، وذلك بسبب الاستخدام الفعال للموارد الاقتصادية بعد حركة رأس المال بين الدولتين.

من التحليل السابق نلاحظ أن أصحاب رؤوس الأموال في الدولة 1 قد حققوا خسائر، أما أصحاب رؤوس الأموال في الدولة 2 فقد حققوا مكاسب.

بما أن هناك زيادة في الإنتاج العالمي فإنه من المحتمل نظرياً إعادة توزيع الدخل بحيث تكون المجموعتان من مالكي عوامل الإنتاج في وضع أحسن مما كانوا عليه قبل حرية حركة عوامل الإنتاج.

إن الأجور الإجمالية للعمال في الدولة 1 قبل تدفق رأس المال كانت تساوي المساحة r_1AS ، ولكن بعد تدفق رأس المال أصبحت تساوي المساحة r_2AM ، أي بزيادة تقدر بالمساحة r_2r_1SM ، أما الأجور في الدولة 2 فقد انخفضت بعد تدفق رأس المال من المساحة $r_1'A'S'$ إلى المساحة $r_2'A'M$ ، أي انخفضت بمقدار $r_1'r_2'MS'$.

إن الدخل الوطني في الدولة 1 مكون من الأجور الإجمالية مضافاً إليها العائد على رؤوس الأموال، ولقد لاحظنا أن تدفق رؤوس الأموال على الدولة 1 ساعد على زيادة الأجور الإجمالية بما يساوي المساحة r_2r_1SM وخفض العائد لأصحاب رؤوس الأموال بما يساوي المساحة r_2r_1SC ، وبمقارنة هاتين المساحتين نجد أن ارتفاع دخل العمال أكثر من انخفاض دخل أصحاب رؤوس الأموال في الدولة 1، أي أن الدخل الوطني في الدولة 1 قد ارتفع بسبب تدفقات رأس المال بما يعادل مساحة المثلث CSM .

بالمثل فإن التدفقات الخارجة من الدولة 2 تسبب انخفاضاً في الأجور بمساحة الشكل $r_1'r_2'MS'$ ، ولكن ارتفاع عوائد أصحاب رؤوس الأموال أكبر من انخفاض الأجور للعمال، وأن الدخل الوطني في الدولة 2 قد ارتفع بما يساوي مساحة المثلث $S'CM$.

وكخلاصة: فإن كلا الدولتين حققتا مكسباً من حرية حركة رأس المال، ولذلك فإن العوائق والقيود التي تفرض على حركة رؤوس الأموال لها تكلفة اقتصادية، وهي فقدان الفعالية في استغلال الموارد الاقتصادية في العالم، وفقدان جزء من الدخل في كل بلد.¹

ثانياً: أسباب نقص رؤوس الأموال في الدول النامية: يعد رأس المال من أهم الموارد اللازمة لتحقيق التنمية الاقتصادية، كما أجمع الاقتصاديون على أنه من الخصائص الاقتصادية للبلدان النامية ندرة رأس المال الذي يتوفر

¹ علي عبد الفتاح أبو شرار: "الاقتصاد الدولي، نظريات وسياسات"، نفس المرجع السابق، ص: 251-252.

لدى هذه الدول وعدم كفايته لتمويل الاستثمارات اللازمة، ومن أهم أسباب نقص رؤوس الأموال الأجنبية في البلدان النامية ما يلي:¹

1- نقص الادخار: يعد من أهم مشكلات تكوين رأس المال في البلدان النامية، فالادخار هو أساس التكوين الرأسمالي، فكلما زاد الادخار كلما أمكن رفع معدل التكوين الرأسمالي، والعكس صحيح، والواقع أن لهذه المشكلة وجهين، عرض رؤوس الأموال الذي يتوقف على الحوافز والرغبة في الادخار، وجانب طلب رؤوس الأموال الذي يمثل الدافع للاستثمار.

2- ضآلة نصيب الفرد من الأصول: إذ أن الدخول في البلدان النامية منخفضة جداً نظراً لأن غالبية الأفراد يعملون بالزراعة، إضافة إلى أن الصناعة في البلدان النامية منخفضة ومتخلفة، وكلها مظاهر تدل على نقص رؤوس الأموال مقارنة بالدول المتقدمة.

3- هروب رؤوس الأموال: حيث أن جانباً كبيراً من رؤوس الأموال توجه إلى الخارج وتودع في البنوك الأجنبية، رغبة في الضمان والأمان والحصول على فوائد مرتفعة.

4- توجيه الاستثمارات إلى عمليات غير منتجة: حيث أثبتت التجارب أن أصحاب رؤوس الأموال في البلدان النامية لا يستثمرون أموالهم في عمليات منتجة تهدف إلى زيادة الإنتاج الزراعي والصناعي، لكنهم يفضلون غالباً توجيه أموالهم نحو شراء الأصول المالية والأصول العينية.

5- الاكتناز: حيث يلاحظ أن طبقة الأغنياء في البلدان النامية يوجهون جزءاً كبيراً من أموالهم نحو الاكتناز في شكل مجوهرات أو معادن نفيسة، أو احتجاز جزء من هذه الأموال ومنعها من التداول.

6- الميل للمحاكاة: ويقصد به محاولة الأفراد في البلدان النامية وبصفة خاصة الأغنياء منهم تقليد أنماط الاستهلاك الشائعة في البلدان المتقدمة، وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع الإنفاق ونقص الادخار الذي يؤدي بدوره إلى ضعف التكوين الرأسمالي.

7- ضعف وعدم كفاءة منشآت الادخار: والتي تتمثل في البنوك التجارية، بنوك الادخار... بالإضافة إلى عدم كفاءتها في جمع المدخرات وتوجيهها للاستثمارات وفقاً للاحتياجات.

يلاحظ أن نقص رؤوس الأموال في البلدان النامية لا يمثل العقبة الوحيدة التي تقف في سبيل التنمية، بل إن هناك عقبات أخرى تتمثل في نقص الأساليب العصرية للفن الإنتاجي، وبصفة خاصة في مجال التنمية الصناعية، ويرجع ذلك إلى تخلف الأبحاث العلمية النظرية والتطبيقية في هذه البلدان عنه في البلدان المتقدمة.

ثالثاً: هيكل تدفقات رؤوس الأموال إلى الدول النامية: من أهم السمات التي تميزت بها الدول النامية فيما يتعلق بتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إليها ما يلي:²

¹ نزيه عبد المقصود مبروك: "الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية"، مرجع سبق ذكره، ص: 5-9.

² عرفان تقي الحسيني: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص: 277-278.

♦ انخفاض كبير في التمويل المصرفي التجاري الدولي، فخلال الفترة 1981-1991 انخفضت حصة الإقراض المصرفي في التمويل الخارجي طويل الأجل للدول النامية من 46.1% إلى 17.4%، فكان ذلك سبباً في وقوع أزمة المديونية الخارجية لهذه الدول.

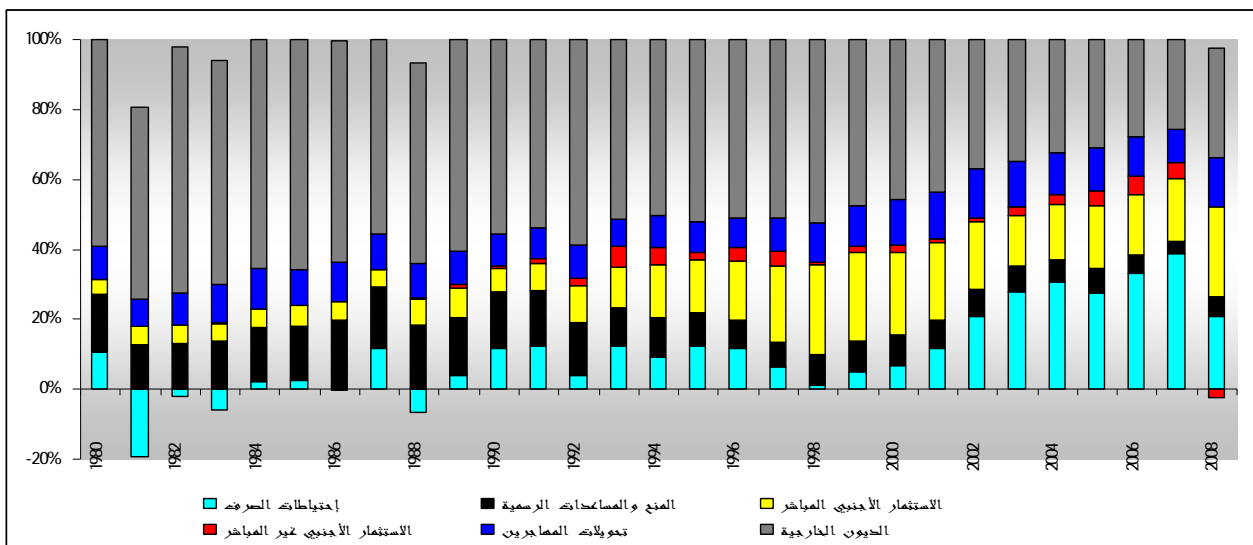
♦ بروز تنامي رصيد الديون القائمة والتراكمات الرأسمالية إلى الخارج للعديد من الدول النامية التي حُضيت بتدفقات رأسمالية ضخمة.

♦ بروز الاستثمار الأجنبي المباشر كمصدر حيوي في تدفقات رؤوس الأموال للدول النامية، وأصبح يُمثل البديل الرئيسي للإقراض الخاص، وبالتالي القوة الدافعة للاندماج المالي الدولي بزيادة الشركات متعدد الجنسيات. التزايد المحسوس في معدلات نمو مصادر التمويل الجديدة الممثلة في المحافظ الاستثمارية والسندات بالرغم من بقاء قيمها المطلقة محدودة نسبياً.

♦ انخفاض الأهمية النسبية للمساعدات الإنمائية الرسمية خلال عقد السبعينات حين احتل الإقراض المصرفي الدولي موقع الصدارة في التدفقات.

من خلال الشكل 2-2 نلاحظ أن الديون الخارجية شكلت النسبة الأكبر من إجمالي التدفقات في بداية الثمانينيات (89.61% سنة 1981 و73.29% سنة 1982)، وبالتوازي مع ذلك يلاحظ التغير السلبي في احتياطات الصرف (انخفاض احتياطات الصرف سنة بعد سنة)، والسبب في ذلك يعود إلى أزمة الديون العالمية التي انفجرت في بداية الثمانينات، واستخدام الدول النامية احتياطاتها من الصرف للتخفيف من حدة الأزمة والحفاظ على استقرار مؤشراتهما الاقتصادية وخاصة أسعار الصرف، كما يلاحظ انخفاض حصة كل من تحويلات المهاجرين والمساعدات والمنح الرسمية خلال سنوات الثمانينات، في حين شكلت الاستثمارات الأجنبية الحلقة الأضعف في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية حيث لم يتجاوز الاستثمار الأجنبي المباشر نسبة 0.93% التي سجلت سنة 1989، أما الاستثمار الأجنبي غير المباشر فأنحصرت حصته بين 4.29% سنة 1980 و8.92% سنة 1988.

الشكل 2-2: هيكل تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول النامية خلال الفترة 1980-2008.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على World Bank, Database 2010. وباستخدام برنامج Excel..

شهدت بداية التسعينات تغيراً في هيكل تدفقات رؤوس الأموال إلى الدول النامية، والسبب في ذلك هو الانفتاح المتزايد للأسواق المالية، وإفرازات العملة المالية، وتوجه مختلف الدول النامية إلى سياسات الإصلاح الاقتصادي تحت إشراف المؤسسات المالية الدولية التي شملت بدورها إصلاح الأنظمة المالية والمصرفية، والاعتماد على التمويل الأجنبي، حيث يلاحظ التزايد المستمر في تراكم احتياطات الصرف خاصة في الألفية الجديدة، حيث شكلت نسبتها 12.52% سنة 1992 من إجمالي التدفقات، في حين بلغت رقماً قياسياً سنة 2007 بنسبة 38.79%، وبالتوازي العكسي مع ذلك يلاحظ الانخفاض المستمر والتدريجي للديون الخارجية، حيث بلغت نسبتها 58.66% في حين انخفضت إلى 25.66% سنة 2007.

ما يلاحظ في هذه الفترة هو الانخفاض المستمر في حصة تدفقات المنح والمساعدات الرسمية إلى الدول النامية كنسبة من إجمالي التدفقات، فمن نسبة 16.35% سنة 1990 أصبحت نسبتها 3.69% سنة 2007، في حين شكلت تحويلات المهاجرين نسبة هامة ومستقرة من إجمالي التدفقات المالية، حيث بقيت في مجال (8%-13%) خلال فترة 1990-2008.

فيما يتعلق بالاستثمارات الأجنبية فقد شكل الاستثمار الأجنبي المباشر نسبة خاصة في نهاية التسعينات وبداية الألفية، حيث شكلت أقصى نسبة في الهيكل 25.54% سنة 1998، وبقيت النسبة تتجاوز 20% خلال الفترة التالية، أما الاستثمار الأجنبي غير المباشر، فرغم حصته الضعيفة التي لم تتجاوز عتبة 6% خلال قرابة عقدين من الزمن إلا أنها نسبة مقبولة إذا ما قورنت بقيريتها قبل فترة التسعينات، وما يؤخذ على هذا النوع من التدفقات تلك الأزمات المتكررة التي عصفت بالأسواق المالية في الدول وهو ما يجعل تدفق هذا الشكل من رؤوس الأموال إلى الدول النامية محفوفاً بالمخاطر، مما يؤدي إلى إحجام المستثمرين عن استثمار أموالهم في أسواق الدول النامية.

المبحث الثاني: الأشكال الأساسية لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

إن من أبرز ملامح العولمة تحرير أسواق المال والتدفقات المالية في كثير من الدول بصورة سريعة وزيادة التدفقات الرأسمالية إلى البلدان النامية، وقد تركزت هذه التدفقات في صورة استثمارات في الأوراق المالية، كما أصبح الاستثمار الأجنبي المباشر من أهم مصادر التدفقات المعاصرة إلى الدول النامية، إضافة إلى التدفقات الرسمية الممثلة بالقروض الخارجية والمساعدات التي لعبت دورا هاما تنمية في الدول النامية.

المطلب الأول: الاستثمارات الأجنبية.

تعتبر الاستثمارات الأجنبية (المباشرة وغير المباشرة) مصادر هامة من مصادر التمويل في الدول النامية، ويلعب كل منها دورا هاما في دفع عجلة التنمية في هذه الدول باعتبارها شكلين من أشكال التدفقات المالية الخاصة متوسطة وطويلة الأجل، وهذا ما يفسره تزايد الاهتمام بها في السنوات الأخيرة.

أولاً: الاستثمار الأجنبي المباشر: تزايد الاهتمام بهذا الشكل من التدفقات المالية منذ أوائل الثمانينات نتيجة تراجع القروض المقدمة إلى الدول النامية على إثر تصاعد أزمة المديونية العالمية في بداية الثمانينات.

1- مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر: يعرف الاستثمار الأجنبي المباشر بأنه حصة ثابتة للمستثمر المقيم في اقتصاد ما في مشروع مُقام في اقتصاد آخر، ووفقا للمعيار الذي وضعه صندوق النقد الدولي يكون الاستثمار مباشرا حين يمتلك المستثمر الأجنبي 10% أو أكثر من أسهم رأس مال إحدى المؤسسات ومن عدد الأصوات فيها، بحيث تكون هذه الحصة كافية لإعطاء المستثمر رأيا في إدارة المؤسسة.¹

2- أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر: يوجد اتفاق شبه تام حول أهمية وجدوى الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الحد الذي جعل الدول تتنافس على تقديم الحوافز والإجراءات لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وتتمثل هذه الأهمية في ما يلي:²

- ♦ الاستغلال والاستفادة من الموارد المادية والبشرية المحلية المتاحة والمتوفرة لدى هذه الدول.
- ♦ المساهمة في خلق علاقات اقتصادية بين قطاعات الإنتاج والخدمات داخل الدولة المعنية مما يساعد على تحقيق التكامل الاقتصادي بها.
- ♦ خلق أسواق جديدة للتصدير، وبالتالي خلق وتنمية علاقات اقتصادية بدول أخرى أجنبية.
- ♦ تقليل الواردات وزيادة تدفقات رؤوس الأموال.
- ♦ يترتب على العناصر السابقة تحسين وضعية ميزان المدفوعات.

¹ أميرة حسب الله محمد: "محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، دراسة مقارنة (توكيا، كوريا الجنوبية ومصر)"، الدار الجامعية، 2004-2005، ص: 19.

² يعقوب علي جانقي، علم الدين عبد الله بانقا: "تقييم تجربة السودان في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر وانعكاسها على الوضع الاقتصادي"، مؤتمر الاستثمار والتمويل، التمويل الخارجي المباشر، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2006، ص: 4.

- ♦ المساهمة في تدريب القوى العاملة المحلية.
 - ♦ نقل التقنيات التكنولوجية في مجالات الإنتاج والتسويق.
 - ♦ يترتب على كل ما سبق تحقيق التقدم الاقتصادي والسياسي والاجتماعي.
- 3- أقسام مؤسسات الاستثمار الأجنبي المباشر: تنقسم مؤسسات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى ثلاثة أنواع:¹
- أ- مؤسسات تابعة: والتي يملك المستثمر غير المقيم أكثر من 50% من رأسمالها.
 - ب- مؤسسات مشاركة: تتمثل في شركات مساهمة يملك المستثمر ما يتراوح بين 10-50% من رأسمالها.
 - ج- الفروع: وهي مؤسسات استثمار مباشر فردية يملكها المستثمر المباشر بالكامل (100%) أو يملكها ملكية مشتركة.
- 4- مؤشرات الاستثمار الأجنبي المباشر: هناك مؤشرات عدة تحدد الاستثمار الأجنبي المباشر، ونذكر من أهم هذه المؤشرات:²
- أ- مؤشر الحرية الاقتصادية: يقيس هذا المؤشر درجة هيمنة القطاع العام على أوجه النشاط الاقتصادي وتأثيره على درجة الحرية الاقتصادية.
 - ب- المؤشر المركب للمخاطر القطرية: يعتبر هذا المؤشر أداة فنية مهمة لتحليل المخاطر القطرية في المؤسسات المالية، خاصة تلك التي تعمل في مجال ضمان المخاطر السياسية وفي مجال التأمين وإعادة التأمين.
 - ج- مؤشر اليورمودي للمخاطر القطرية: يقيس هذا المؤشر قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها المالية لخدمة الديون الأجنبية وسداد قيمة الواردات أو السماح بتحويل الأرباح.
 - د- مؤشر الأداء والإمكانات: يقيس هذا المؤشر مدى نجاح الجهود التي تبذلها الدولة من أجل استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وتنبع أهميته هذا المؤشر في كونه صادراً عن الأنكثاد.³
 - هـ- المؤشر المركب لمكونات السياسات الاقتصادية لمناخ الاستثمار:⁴ يقيس هذا المؤشر درجة التحسن أو التراجع في مناخ الاستثمار، ويقيس كذلك البيئة الاقتصادية المستقرة والمحفزة للاستثمار والجاذبة له من خلال التعبير عن ذلك بنقاط يياها على النحو التالي:

- أقل من 1 نقطة.....يشير إلى عدم تحسن في مناخ الاستثمار.
- من 1 إلى 2 نقطة.....يشير إلى تحسن في مناخ الاستثمار.
- من 2 إلى 3 نقطة.....يشير إلى تحسن كبير في الاستثمار.

¹ طارق نوير: "تقييم جودة إحصاءات الاستثمار الأجنبي المباشر"، مؤتمر الاستثمار والتمويل، التمويل الخارجي المباشر، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2006، ص:3.

² محمد مسعود خليفة الثعلب، خالد علي أحمد كاجيحي: "الاستثمار الأجنبي في ليبيا بين عوامل الجذب والطرود"، مؤتمر الاستثمار والتمويل، التمويل الخارجي المباشر، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2006، ص:10-11.

³ مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية "UNCTAD"

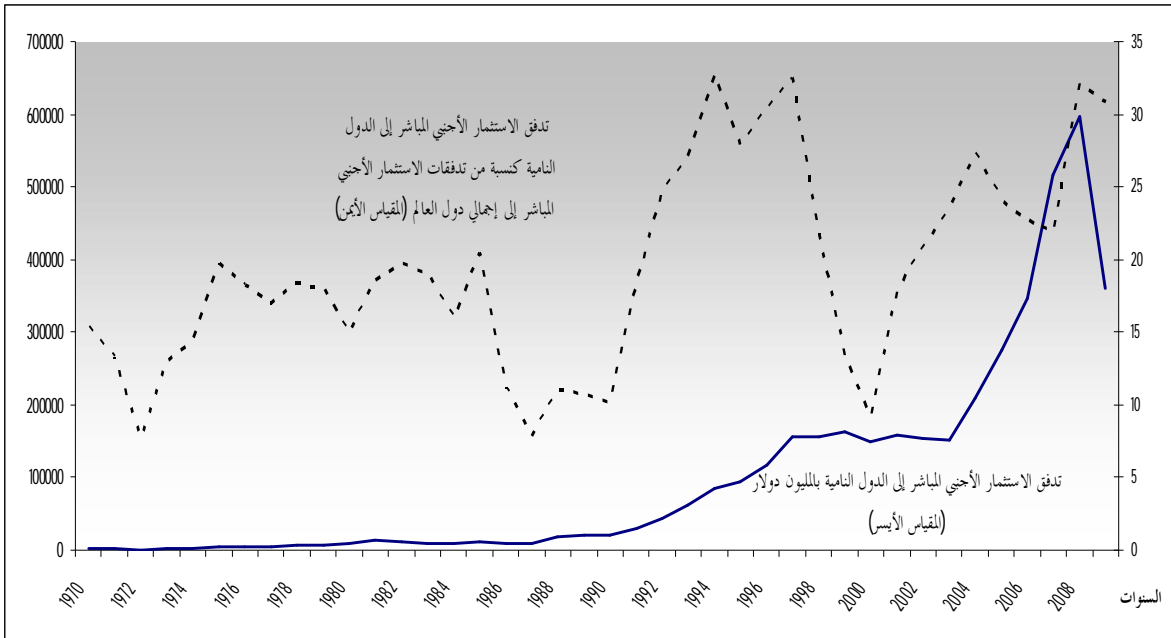
⁴ هذا المؤشر صادر عن المنظمة العربية لضمان الاستثمار لقياس أداء الاقتصاديات العربية.

و- مؤشر المصرف الدولي لإجراءات دخول الاستثمار: يقيس هذا المؤشر سهولة أو تعقيد إجراءات الأعمال في الدولة التي تحدد مدى جاذبية بيئة الاستثمار، والتي بدورها قد تكون معوقا لفرص الاستثمار، أو محفزة وجاذبة له.

5- تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية: يمثل الشكل الموالي تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية وحصّة هذه التدفقات من إجمالي التدفقات، ويمكن تقسيم تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى ثلاث مراحل أساسية، مرحلة ما قبل التسعينات، حيث شهدت التدفقات مستويات ضعيفة تطورت من 1.615 مليار دولار سنة 1970 إلى 8.115 سنة 1980 ثم إلى 21.775 مليار دولار سنة 1989، من جانب آخر شهدت حصّة الدول النامية من إجمالي التدفقات تذبذبا في مجال (15-20%) خلال هذه الفترة مشكّلة 15.40% سنة 1970 و10.76 سنة 1989.

أما بعد سنوات التسعينات شهدت تدفقات الاستثمار الأجنبي تطورا ملحوظا حيث تزايدت مستوياتها من 21.782 مليار دولار سنة 1990 إلى 156.165 مليار دولار سنة 1998، وانتقلت حصّة الدول النامية من 10.25% إلى 21.64%، أما خلال بداية ومنتصف الألفية شهدت الاستثمارات قفزة نوعية حيث تزايدت إلى 275.707 مليار دولار سنة 2005 وحوالي 597 مليار دولار سنة 2008، في حين بقيت حصّة الدول النامية من إجمالي الاستثمارات الأجنبية المباشرة متذبذبة خلال هذه الفترة.

الشكل 2-3: تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية ونسبتها من التدفقات العالمية خلال الفترة 1970-2008



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على World Bank, Database 2010. وباستخدام برنامج Excel..

ثانياً: الاستثمار الأجنبي غير المباشر: في ظل توسع وانتشار الأسواق المالية لم يعد الاستثمار يقتصر على القطاع الحقيقي فقط، بل تنوع ليشمل الأصول المالية من أسهم وسندات، وبرز شكل آخر من أشكال تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية يطلق عليه الاستثمار الأجنبي غير المباشر (الاستثمار المحفظي).

1- مفهوم الاستثمار الأجنبي غير المباشر: يقصد بالاستثمار الأجنبي غير المباشر ذلك الاستثمار الذي يحصل فيه المستثمر على عائد رأسمالي دون أن تكون له السيطرة على المشروع، ولا تنتقل على إثر هذه الاستثمارات المهارات والخبرات الفنية والتكنولوجية الحديثة المرافقة لرأس المال كما هو الحال في الاستثمار الأجنبي المباشر، وتأخذ الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة شكل الاستثمار في محافظ الأوراق المالية.¹

2- أدوات الاستثمار الأجنبي غير المباشر: يمكن تصنيف الأدوات التي يتم بواسطتها الاستثمار بالمحفظة إلى مجموعتين: أدوات مساهمة في رأس المال، وأدوات للاقتراض:²

أ- أدوات الاستثمار في رأس المال: تشمل الأدوات في رأس المال ما يلي:

♦ الصناديق القطرية: التي تسمح للمستثمرين الأجانب بتجميع الأموال معاً والاستثمار في أسواق الأوراق المالية الناشئة (من خلال الصناديق العالمية) أو في أقاليم معينة (من خلال الصناديق الإقليمية) أو بلدان معينة (صناديق قطرية).

♦ إيصالات الإيداع الأمريكية: وهي أدوات قابلة للتداول، وذات أساس سهمي تصدرها شركات غير أمريكية، ويتجر فيها بشكل عام في أسواق الأوراق المالية الأمريكية.

♦ إيصالات الإيداع العالمية: وهي مماثلة لإيصالات الإيداع الأمريكية، إلا أنه يمكن إصدارها في نفس الوقت في أسواق الأوراق المالية في كافة أنحاء العالم.

♦ شراء المستثمرين الأجانب للأسهم: وهو تدبير يتسم بأهمية متزايدة في جذب رؤوس الأموال من الخارج حيثما تسمح به حكومات البلدان النامية.

ب- أدوات الاقتراض: تشمل أدوات الاقتراض ما يلي:

♦ إصدارات السندات الدولية: والتي كانت ثابتة في تمويل البلدان النامية لعقود كثيرة، ولكن حل محلها الزيادة في القروض المصرفية المشتركة في السبعينات وأوائل الثمانينات.

♦ الأوراق التجارية: التي تعتبر أدواتاً قصيرة الأجل، تقوم بإصدارها كيانات من البلدان النامية في الأسواق الأوروبية والولايات المتحدة.

♦ شهادات الإيداع: والتي استخدمت أيضاً من قبل البلدان النامية لجمع الموارد من الأسواق الدولية.

¹ نزيه عبد المقصود مبروك: "الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية"، مرجع سبق ذكره، ص:56.

² مسعود أحمد، سودارشان غوبتو: "الاستثمار بالمحافظ وتدفقه إلى البلدان النامية"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 29، العدد 1، 1993، ص:11.

3- أوجه الاختلاف بين الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر: يشكل كل من الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر مصدرين هامين من مصادر التمويل، غير أنهما يختلفان في حجم التدفق نظرا لاختلاف خصائص كل منهما، والجدول 2-2 يوضح أوجه الاختلاف بين شكلي الاستثمار الأجنبي.

الجدول 2-2: المقارنة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر

الاستثمار الأجنبي غير المباشر	الاستثمار الأجنبي المباشر
♦ استثمار قصير الأجل.	♦ استثمار طويل الأجل.
♦ يهدف إلى تحقيق المضاربة.	♦ يهدف إلى الحصول على الإنتاج.
♦ لا ينطوي على اكتساب حق الرقابة .	♦ ينطوي على اكتساب حق الرقابة.
♦ شراء أسهم وسندات.	♦ امتلاك كلي أو جزئي للمؤسسة.
♦ لا يتحمل المخاطر والخسائر الخاصة بالمؤسسة.	♦ مسؤول على الخسائر والأرباح والمخاطر.
♦ ليس له الحق في الإدارة.	♦ الحق في إدارة المؤسسة.
♦ يتضمن تحويلا دوليا لرأس المال .	♦ يتضمن تحويلا دوليا لرأس المال .
♦ يساعد على تطوير الاقتصاد العالمي.	♦ يساعد على تطوير الاقتصاد العالمي.

المصدر: عبد السلام أبو قحف: "اقتصاديات الإدارة والاستثمار"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1993، ص:172.

4- أهمية الاستثمار الأجنبي غير المباشر: للاستثمار الأجنبي غير المباشر أهمية كبيرة في الدول النامية، فهو يسهم

إسهاما فعالا في تنشيط أسواق أوراقها المالية، إضافة إلى أهمية أخرى تتمثل في:¹

♦ المساهمة في تمويل الشركات المحلية في السوق المالية إما في صورة إقراض للتمويل (سندات)، أو على شكل مشاركة في الملكية (أسهم).

♦ زيادة درجة سيولة الأوراق المالية.

♦ تحث المشاركة الأجنبية في سوق رأس المال المحلية على تطوير القواعد المحاسبية ونظم القرار، ورفع مستوى الإفصاح عن المعلومات.

♦ يؤدي تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى إيجاد حلقة تزيد من كفاءة السوق المحلية عن طريق الاتصال بالمؤسسات المالية الأجنبية التي تملك تكنولوجيا مالية متقدمة.

5- أهداف الاستثمار الأجنبي غير المباشر: يهدف الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى تحقيق الأهداف التالية:²

♦ استمرار تدفق الدخل.

♦ التنوع وتوزيع المخاطر الاستثمارية.

♦ التوزيع الجغرافي للاستثمارات داخل وخارج البلاد.

¹ أميرة حسب الله محمد: "محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، دراسة مقارنة (توكيا، كوريا الجنوبية ومصر)"، مرجع سبق ذكره، ص ص:46-47.

² نواز عبد الرحمن الهيبي، منجد عبد اللطيف الخشالي: "مقدمة في المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص ص:181-182.

6- متطلبات جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر: من أهم شروط استقطاب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة ما يلي:¹

أ- سوق مالية متطورة: بحيث تكون منظمة تعتمد على التكنولوجيا الحديثة في الإفصاح وتوفير المعلومات وبثها بشفافية وسرعة ودقة عالية، تردع أنظمتها وتعاقب المخالفين لتعليمات تداول الأسهم فيها.

ب- توفر السيولة المؤسسية: وذلك بالشكل الذي يتيح للمستثمر الدولي حرية الدخول والخروج منها بسهولة دون تحمل خسائر كبيرة.

ج- التصنيف الائتماني الدولي: ويتعلق بالدولة المستقبلة لهذه الاستثمارات وشركائها، حيث يعتمد هذا التصنيف على عوامل مالية مثل المديونية الخارجية والاحتياطيات الرسمية من العملات الأجنبية ومثانة وكفاءة الجهاز المصرفي، وعوامل أخرى كاتجاه السياسات الاقتصادية المتبعة وكفاءة الإدارة الاقتصادية.

7- شروط المحافظة على تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول النامية: لكي تستطيع الدول النامية المحافظة على تدفقات المحافظ المالية إليها ينبغي لها إتباع الاستراتيجيات التالية:²

♦ توفير مناخ موات ومنظم للاقتصاد الكلي للمستثمرين، ويعني هذا على مستوى الاقتصاد الكلي انتهاز سياسات مالية سليمة، وكذا تصحيح المشكلات الهيكلية كالتدخل الحكومي وتشوه سوق العمل والسياسات الضريبية والتجارية غير الفعالة.

♦ على مستوى القطاعات تحتاج الحكومات إلى إنشاء إطار عمل مؤسسي مناسب لتوجيه التدفقات المتزايدة.

♦ اختيار الوسيط (النظام المصرفي أو سوق رأس المال) الذي يؤثر على الاستخدامات النهائية للأموال.

♦ تحسين وظائف التحوط والإشراف.

♦ الاستمرار في خفض الحواجز أمام الاستثمار (العوائق القانونية، ضعف الائتمان، التضخم المرتفع والمتغير، غياب إطار متين ومنظم للمحاسبة ولحماية المستثمرين وقصور وسائل الاتصال) وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال.

♦ تخفيف قيود وصول الأجانب إلى الأسواق (قيود الملكية، قيود تحويل الأموال وغيرها من قيود النقد الأجنبي).

¹ ماهر كنج شكري، مروان عوض: "المالية الدولية، العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق"، معهد الدراسات المصرفية، عمان 2004، ص:61.

² ستيفن كلاستر، سودراشان غويتو: "هل تستطيع البلدان النامية الحفاظ على تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إليها"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد31، العدد3، سبتمبر1994، ص:65.

8- محدودية الأهمية النسبية للاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول النامية: يلاحظ أن هذا المصدر من التمويل محدود الأهمية في الدول النامية، أي أنه لا يتضمن الحصول على قدر مهم من التمويل الدولي عن طريق الأوراق المالية لأسباب عديدة منها:¹

♦ عدم وجود قدر كاف من الجهات والمؤسسات والمشروعات التي يمكن أن تصدر الأوراق المالية، وبالذات شركات المساهمة التي يقل عددها ويصغر حجمها.

♦ ضعف درجة التنوع في الأوراق المالية التي يمكن أن تقوم بإصدارها هذه الجهات، وانخفاض حجم إصداراتها.

♦ ضعف الثقة في الجهات التي تقوم بإصدار الأوراق المالية نتيجة عوامل منها صغر حجم المشروعات، وضعف قدراتها المالية، وضعف كفاءة أدائها.

♦ المنافسة القوية التي تواجه تصريف الأوراق المالية التي تطرحها الدول النامية ومشروعاتها في الأسواق المالية، وبالذات في الدول المتقدمة.

♦ القيود والإجراءات التي تفرضها الدول المتقدمة على الأوراق المالية الصادرة من الدول النامية، وهو الأمر الذي يحد من قدرة الدول النامية على إصدار الأوراق المالية وتصريفها في الأسواق المالية في الدول المتقدمة.

9- الاستثمار في الحفظة في الدول النامية ونشوء الأزمات: بالإضافة إلى الاستثمارات الأجنبية المباشرة، فإن الأكثر أهمية والأسرع في تحقيق النمو لمحتوى التدفقات الرأسمالية الخاصة في التسعينات كانت في نطاق المحافظ الاستثمارية، ومع تزايد تحرير الأسواق المالية المحلية في الدول النامية وانفتاح هذه الأسواق للمستثمرين الأجانب، فإن استثمارات الحفظة الخاصة يشكل ثلث مصادر التدفق للدول النامية.²

في بداية التسعينات كانت العوائد في أسواق الأسهم في الدول الصاعدة عالية جدا (39% في أمريكا الجنوبية بين 1988 و1993)، ولكنها متقلبة جدا، ثم تعرضت لهبوط حاد في ديسمبر 1994 إلى يناير وفبراير من سنة 1995 عندما انهار سوق الأسهم المكسيكي بعد تخفيض البيزو بنسبة 35%، فكثيرا من الأموال المستثمرة في الأسواق الصاعدة في بداية التسعينات قد تم استعادتها بسرعة، ونفس الظاهرة حدثت عام 1997 خلال أزمة الاقتصاديات الآسيوية وحدث انخفاض شديد في سوق الأسهم والسندات في كوريا الجنوبية، تايلند، الهند ماليزيا، هونغ كونغ والفلبين، إلا أن الوضع كان أكثر سوءاً في عام 1998 لانهايار أسواق الأسهم في الدول النامية في العالم وهروب الاستثمارات الخارجية.³

من خلال الشكل 2-4 يلاحظ أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية كانت ضعيفة حيث بلغت أقصاها سنة 1989 بـ 2.437 مليار دولار، أما خلال الفترة ما بعد التسعينات ونتيجة لانفتاح الأسواق

¹ فليح حسن خلف: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص: 194-195.

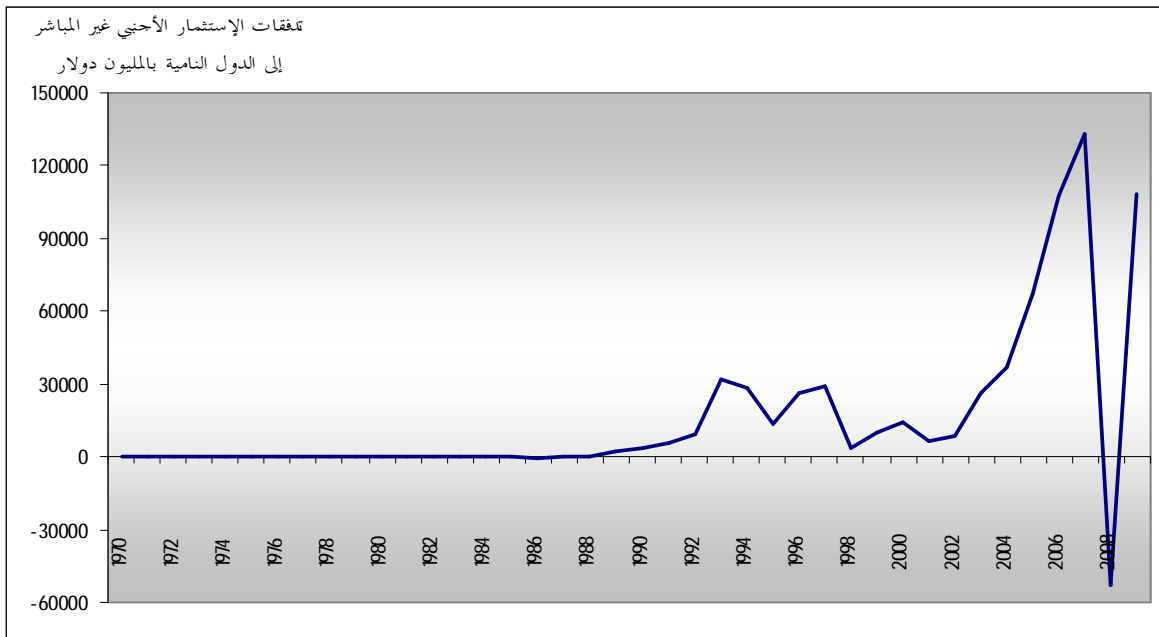
² ميشيل تودارو، تعريب: محمود حسن حسني، محمود حامد محمود: "التنمية الاقتصادية"، دار المريخ للنشر، الرياض، 2006، ص: 622.

³ ميشيل تودارو، تعريب: محمود حسن حسني، محمود حامد محمود: "التنمية الاقتصادية"، نفس المرجع السابق، ص: 674.

المالية في الدول وموجة انتقال الأموال الساخنة إليها، ارتفعت تدفقات الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة وخاصة في بداية الألفية الجديدة فبعد أن بلغت التدفقات قيمة 31.638 مليار دولار سنة 1993 كحد أقصى في هذا العقد سجلت تطورا غير مسبوق خلال بداية الألفية الجديدة، حيث تجاوزت عتبة 132 مليار دولار سنة 2007 بمعدل نمو قدر بـ 849.60% بين سنتي 2000 و2007.

وتدل القيمة السالبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر بين سنتي 2007 و2008 إلى انسحاب مختلف المستثمرين من الدول النامية، وبالتالي انخفاض قيمة الاستثمارات في الدول النامية قبل أن تعود للارتفاع في النصف الثاني من سنة 2008 وبداية سنة 2009.

الشكل 2-4: تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الدول النامية خلال الفترة 1970-2008



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على *World Bank, Database 2010*. وباستخدام برنامج *Excel*.

المطلب الثاني: القروض الأجنبية والمنح والمساعدات الرسمية.

تعتبر تدفقات رأس المال الداخلة بكميات كبيرة في أحيان كثيرة دليلاً على القوة الاقتصادية للبلد المتلقي لها، وتذكر في بعض الأحيان باعتبارها دليلاً على وجود مؤسسات وفرص استثمار جيدة، وفي الجهة المقابلة تعتبر الديون الخارجية الكبيرة عادة علامة من علامات الضعف، وتُشعر بالقلق إزاء تراكم هذه الديون، إضافة إلى ذلك، فقد اكتسبت المساعدات والمنح الرسمية دوراً محورياً في العلاقات الاقتصادية بين الدول المتقدمة والدول النامية في سياق الهدف الثامن (8) من الأهداف الإنمائية للألفية، هذا الهدف الذي يدعو إلى إقامة شراكة عالمية من أجل التنمية بغية مساعدة البلدان النامية على بلوغ الأهداف الإنمائية للألفية.

أولاً: القروض الأجنبية: يؤدي الإقراض على المستوى الدولي بعداً أساسياً في تمويل التوسع في الاقتصاد العالمي منذ الحرب العالمية الثانية، فقد قامت البنوك بتمويل التجارة بين الدول، وأدى الإقراض إلى زيادة الاستثمارات،

كما أدت القروض الأجنبية إلى توفير العملات الأجنبية للحكومات لتحقيق الاستقرار لاقتصادياتها، وتزويد الدول باحتياجاتها من التمويل.

- 1- مفهوم القروض الأجنبية: هي عبارة عن مبالغ تحصل عليها الدولة من دولة أخرى أو من هيئة دولية أو من الأفراد وتتعهد بسدادها في آجال محددة، وتؤدي عنها فوائد متفق عليها عند إصدار القرض.¹
- 2- أسباب تزايد الإقراض على المستوى الدولي: يعود سبب التزايد في الإقراض على المستوى الدولي إلى مجموعة من الأسباب أهمها:²

- ♦ العجز في موازنات الدول المستوردة للنفط أجبرها على الاقتراض لمواجهة العجز.
- ♦ ارتفاع معدلات التضخم جعل المقترضين على المستوى الدولي بحاجة إلى مزيد من الاقتراض للتمكن من الاستمرار في الإنتاج.
- ♦ نتيجة انخفاض أسعار الفوائد منذ عام 1982، ازدادت الحاجة إلى الاقتراض للاستفادة من انخفاض أسعار الفوائد لإعادة جدولة الديون، وتسديد الديون القديمة بأقل تكلفة.
- ♦ تقديم القروض بالعملات الأجنبية للدول والبنوك المركزية من أجل تنفيذ برامج الاستقرار المالي في هذه الدول.

- ♦ تقديم قروض تنموية للدول التي تمتلك شركات صناعية أو مؤسسات مالية لإعادة إقراضها.
- 3- مخاطر الإقراض الدولي: يواجه المقترضين أنواعاً من المخاطر نذكر منها:³
 - أ- المخاطر السياسية: وتسمى بمخاطر الدول، وهي مخاطر تعود للظروف السياسية والاقتصادية للدولة، كأن تمنع الدولة المقرضة المقترض من تحويل عملات أجنبية إلى الخارج.
 - ب- مخاطر العملة: وتتغلب عليها البنوك عن طريق الإقراض بعملة غير عملة البلد المقترض.
 - ج- مخاطر الدين أو عدم الوفاء: وهي المخاطر الناجمة عن عدم قدرة أو عدم رغبة المدين في دفع فوائد الدين و/أو أقساطه.

- د- المخاطر العامة: الناتجة عن التغيرات في ظروف السوق المالي بأكمله.
- 4- فاعلية وكفاءة استخدام القروض الأجنبية: لا يوجد إجماع بخصوص عدم كفاءة الموارد الأجنبية، حيث يرى 'جرiffin' أن الموارد المحلية أكثر كفاءة من الموارد الأجنبية، في حين يختلف معه كل من 'بانك' و'سنجر'، حيث يريان أن الموارد الأجنبية هي أكثر إنتاجية من الموارد المحلية، وبذلك تصبح تدفقات رؤوس الأموال

¹ نزيه عبد المقصود مبروك: "الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية"، مرجع سبق ذكره، ص:2.

² شقيري نوري وآخرون: "المؤسسات المالية المحلية والدولية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2009، ص:343.

³ شقيري نوري وآخرون: "المؤسسات المالية المحلية والدولية"، نفس المرجع السابق، ص:344.

الخارجية ذات جدوى، إذ نجد أن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية عن طريق القروض الخاصة يمكن لها أن تكون فاعلة وكفؤة إذا تم استخدامها وفق المعايير التالية:¹

- ♦ توجيه هذه القروض للأغراض الاستثمارية والمشاريع ذات الطبيعة الإنتاجية.
 - ♦ إقامة علاقة إيجابية بين القروض الخارجية الجديدة من جهة وبين الاستثمار والتصدير من جهة أخرى.
 - ♦ الإدارة المثلى للقروض الخارجية والاستفادة منها كمصادر للتمويل.
- 5- سوء استخدام القروض الأجنبية وتفاقم أزمة المديونية: بالرغم من أن الاقتراض الخارجي يمكن أن يكون مفيداً للغاية من حيث التزويد بالموارد الضرورية إلا أن ثمنه باهض، فهذا الثمن تجاوز المنافع بمراحل بالنسبة للعديد من الدول النامية، فكان الثمن الأساسي المشترك مع تراكم الدين الخارجي خدمة الدين.²
- إن سوء استخدام القروض الخارجية يؤدي إلى عدم فاعليتها، إذ تتظاهر عوامل عدة تؤدي في الأخير إلى تفاقم المديونية الخارجية ومنها:³

- ♦ تقييد حرية الدول المدينة في استخدام حصيلة القرض، حيث ترتبط معظم القروض بتمويل مشروعات محددة أو تمويل شراء سلع وخدمات معينة من الدول المقترضة.
 - ♦ قصور الاستفادة من القروض الميسرة.
 - ♦ قصور دراسات الجدوى الاقتصادية والفنية والمالية للكثير من المشروعات التي توجه لها القروض الخارجية.
 - ♦ مشاكل إدارية تتعلق أساساً بعدم كفاءة التخطيط والتأخيرات في إقامة المشاريع وعدم كفاءة الإشراف.
 - ♦ تكاثر المشروعات وتعدد المانحين.
 - ♦ توجيه قدر كبير من القروض مرتفعة التكلفة إلى مشروعات غير إنتاجية تتسم بانخفاض معدل العائد.
- إضافة إلى عوامل أخرى نذكر منها:⁴
- ♦ انخفاض أسعار معظم المواد الأولية المكونة لحصيلة النقد الأجنبي.
 - ♦ ارتفاع أسعار الفائدة على قروض المصارف الدولية.
 - ♦ ارتفاع أسعار النفط.

6- متطلبات القدرة على الإقراض الأجنبي: إن قدرة أي دولة على الاقتراض من الخارج ترتبط بالعديد من العوامل منها:⁵

- ♦ البيئة الخارجية التي تواجهها الدول في أسواق التجارة والتمويل الدولي.

¹ نواز عبد الرحمن الهبيتي، منجد عبد اللطيف الخشالي: "مقدمة في المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص: 178.

² ميشيل تودارو، تعريب: محمود حسن حسني، محمود حامد محمود: "التنمية الاقتصادية"، مرجع سبق ذكره، ص: 622.

³ خضير حسن خضير: "أزمة المديونية الخارجية في الدول العربية والإفريقية"، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، 2002، ص: 20-25.

⁴ نواز عبد الرحمن الهبيتي، منجد عبد اللطيف الخشالي: "مقدمة في المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص: 179.

⁵ فليح حسن خلف: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص: 215-225.

♦ إمكانات الدولة ومواردها التمويلية والبشرية والاقتصادية.

♦ درجة تطورها الاقتصادي وقاعدتها الإنتاجية وهيكلها الاقتصادي.

♦ وجود نظام مالي كفاء قادر على تحقيق مدخرات محلية لخدمة الديون.

♦ تحقيق فائض في الميزان التجاري من أجل الحصول على نقد أجنبي كاف لخدمة الديون.

7- التحويل الرئيسي ومشكلة المديونية: يعرف التحويل الرئيسي بأنه صافي التدفق من النقد الأجنبي للدخل والخارج والمرتبط بالاقتراض الخارجي لهذه الدولة، ويقاس بالفرق بين صافي تدفق رأس المال للدخل ومدفوعات الفائدة على الديون القائمة.

إن التحويل الرئيسي مفهوم هام لأنه يمثل مبلغ الصرف الأجنبي الذي تربه أو تخسره دولة معينة من تدفق رأس المال الدولي، فمشكلة الدول النامية هو أن التحويل الرئيسي أصبح سالباً خلال ثمانينات القرن العشرين، مما سبب خسارة في الصرف الأجنبي، وتدفق صافي رأس المال إلى الخارج، وتكون النتائج التحليلية للتحويل الرئيسي كالتالي:¹

إذا كان F_n صافي تدفق رأس المال ويعبر عنه كمعدل زيادة في إجمالي الدين الخارجي، D تمثل مجموع الديون الخارجية المتراكمة.

فإذا كان d هي النسبة المئوية لمعدل الزيادة في مجموع الدين: $F_n = d \cdot D$

وبما أن الفائدة r تسدد على الديون المتراكمة، فإن $r \cdot D$ تقيس مجموع دفعات الفائدة، إذن يصبح التحويل

الرئيسي BT كما يلي: $BT = d \cdot D - r \cdot D = (d - r)D$

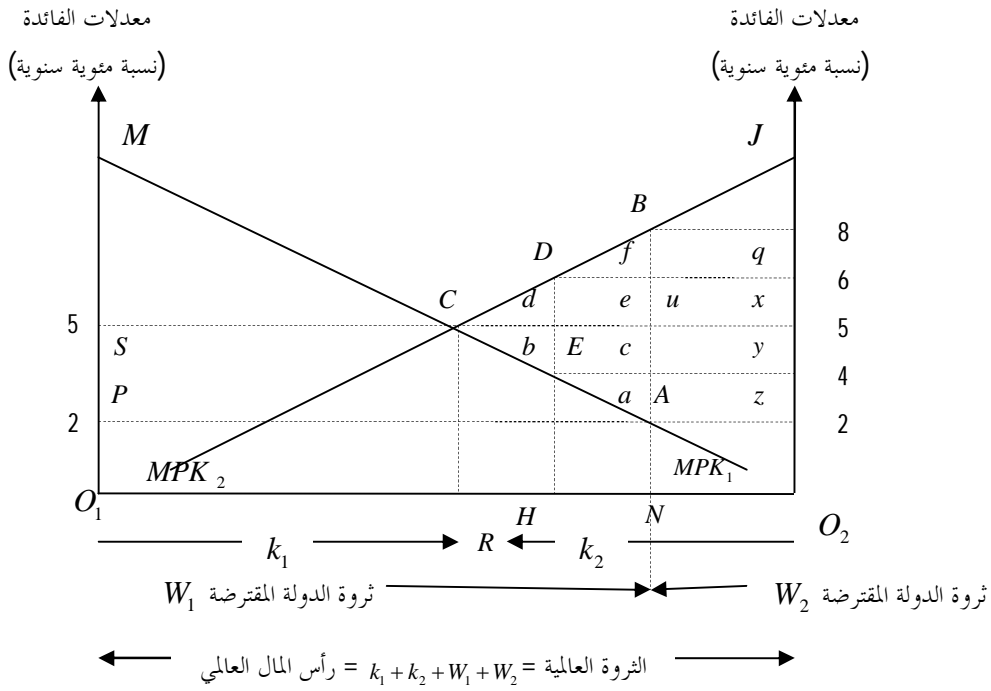
إذا كان $d > r$ يكون BT ذا قيمة موجبة، وستكسب الدولة الصرف الأجنبي، أما إذا كان $d < r$ فإن BT يكون ذا قيمة سالبة، وتخسر الدولة الصرف الأجنبي، ولكي تتحكم أي دولة في التحويل الرئيسي عليها أن تفحص العوامل المختلفة التي تؤدي إلى لتأثير على كل من r و d .

8- الأرباح والخسائر النابعة من حسن التصرف في الإقراض الدولي: إذا كان العالم مستقراً سياسياً واقتصادياً، فإنه من السهل التنبؤ بسير جميع النشاطات الاقتصادية والاجتماعية، وإذا كان المقترضون يحترمون تعهداتهم بالوفاء بدفع ديونهم بالكامل وفي الوقت المحدد، فإن الإقراض الدولي من وجهة النظر العالمية سيكون فعالاً.

أ- التصوير البياني: يوضح الشكل 2-5 نتائج السماح بحرية الإقراض والاقتراض بين الأطراف المختلفة، حيث يمثل المحور الأفقي الثروة لعالم مكون من دولتين، وعلى المحور العمودي النسب المئوية للعائد على الثروة أو الفائدة على رأس المال.

¹ ميشيل تودارو، تعريب: محمود حسن حسني، محمود حامد محمود: "النمية الاقتصادية"، مرجع سبق ذكره، ص: 623.

الشكل 2-5: الإنتاج والثروة النابعة من حسن التصرف في مجال الإقراض الدولي



المصدر: علي عبد الفتاح أبو شرار: "الاقتصاد الدولي، نظريات وسياسات"، مرجع سبق ذكره، ص: 212.

ب- حالة تقييد الإقراض الدولي: بافتراض أن الأوضاع التي تكون فيها الصفقات المالية الدولية غير شرعية وغير مسموح بها بين الدولتين، فإن الثروة المالية لكل دولة مع مخزونها من رأس المال الحقيقي.

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن الدولة 1 لديها ثروة مالية وفيرة تساوي NO_1 على المحور الأفقي وفرص استثمارية محلية غير مغرية نسبياً، أما الدولة 2 فلديها ثروة مالية قليلة مساوية إلى NO_2 وفرص استثمارية وفيرة ومرجحة، وهذا على افتراض أن العالم مقسم إلى دولتين.

إضافة إلى أن المقرضين في الدولة 1 مجبرون على قبول معدل عائد منخفض نظراً لوفرة العرض أو التزويد برؤوس الأموال المحلية (ميل منحنى MPK_1)، وبالتالي تُجبر الدولة 1 المقرضين على أن يقبلوا معدلات منخفضة من العائد مثلاً 2% سنوياً وهذا يتطابق مع النقطة A، ولكن ندرة الموارد المالية في الدولة 2 تحول دون تكوين رأس مال حقيقي - يسار النقطة B - وذلك لأن W_2 تمثل إجمالي ثروة الدولة 2 وهي محدودة.

أما الإنتاج العالمي فيتمثل في المساحات المحصورة تحت منحنيات الناتج الحدي لرأس المال MPK للدولتين، حيث يمكن قياس الإنتاج الكلي للدولة 1 بالمساحة التي تقع تحت منحنى MPK_1 للدولة 1، ويساوي مساحة الشكل O_1MAN ، أما العائد على رأس المال المستثمر في الدولة 1 فيتمثل في المساحة $PANO_1$ ، أما الجزء الباقي PMA فهو المكافأة المقدمة للملكي عوامل الإنتاج الأخرى المتعاونة في الدولة 1، وبالمثل في الدولة 2 تقدر الإنتاج الكلي وحجم العائد على رأس المال والجزء المتبقي¹.

¹ علي عبد الفتاح أبو شرار: "الاقتصاد الدولي، نظريات وسياسات"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 213-214.

ج- حالة إزالة العوائق على الإقراض الدولي: نفترض الآن أن جميع العوائق التي تحول دون تنقل رؤوس الأموال الدولية قد أزيلت، هذا يحفز أصحاب الثروات المالية في الدولة 1 والمقترضين في الدولة 2 على الالتقاء والتوصل إلى اتفاقات بينهم، ونتيجة لإزالة الحواجز على تنقل رؤوس الأموال، فإن هذا يؤدي إلى توجه المقترضين من الدولة 1 إلى الدولة 2 لإقراضها نتيجة لمعدل العائد المرتفع وبتدفقات من رأس المال مقدارها NR من الدولة 1 إلى الدولة 2 عند مستوى سعر الفائدة توازني يساوي إلى 5%.

أما حجم الإنتاج الكلي في الدولة 1 الآن فهو مساحة الشكل O_1MCR والذي يضاف إليه مساحة الشكل $RCUN$ الذي يمثل العائد على استثمارات رؤوس الأموال للدولة 1 في الدولة 2، وبهذا يصبح حجم الدخل الوطني الإجمالي في الدولة 1 يساوي مساحة الشكل O_1MCUN ، والشيء الملاحظ هو زيادة حجم الدخل الوطني في الدولة 1 بعد انتقال رؤوس الأموال للدولة 2 بغرض الاستثمار ممثلة في مساحة الشكل CUN .

أما العائد الكلي في الدولة 1 فارتفع أيضاً وأصبح يعادل مساحة الشكل O_1SUN ، بينما انخفض العائد على عوامل الإنتاج الأخرى SMC ، كل هذا أثر على خفض معدل العائد على رأس المال في الدولة 2 من O_2q إلى O_2y ، أما الزيادة في الإنتاج الكلي في الدولة 2 من O_2JBN إلى O_2JCR فيذهب جزء منها يعادل مساحة الشكل $RCUN$ لصالح المستثمر الأجنبي في الدولة 2، والباقي يمثل الربح الصافي المتراكم للدولة 2، أما بالنسبة للعالم ككل، فحرية حركة رؤوس الأموال بين الدولتين يؤدي إلى وصول الإنتاج العالمي إلى حده الأقصى.

وبناء على التحليل السابق فإن كل دولة من الدولتين (1 و2) يوجد فيها راجحون وخاسرون نتيجة لإزالة

العوائق وفتح الباب أمام حركة رؤوس الأموال المالية الدولية.¹

9- تطور الديون الخارجية في الدول النامية: اتسمت تدفقات الديون الخارجية إلى الدول النامية بالارتفاع بشكل عام خلال الفترة 1970-2008 رغم وجود فترات انخفضت فيها قيمة الديون الدولية في الدول النامية (1983-1987 و1998-2003)، فخلال الفترة 1970-1989 سجلت الديون مستوى قياسياً سنة 1982، حيث تجاوزت قيمة 184.361 مليار دولار نظراً لانفجار أزمة المديونية العالمية، حيث بلغت الديون في هذه السنة 16.89 مرة عما كانت عليه سنة 1970 لتتناقص بعدها إلى غاية سنة 1989، أين بلغت قيمة الديون الخارجية 158.794 مليار دولار.

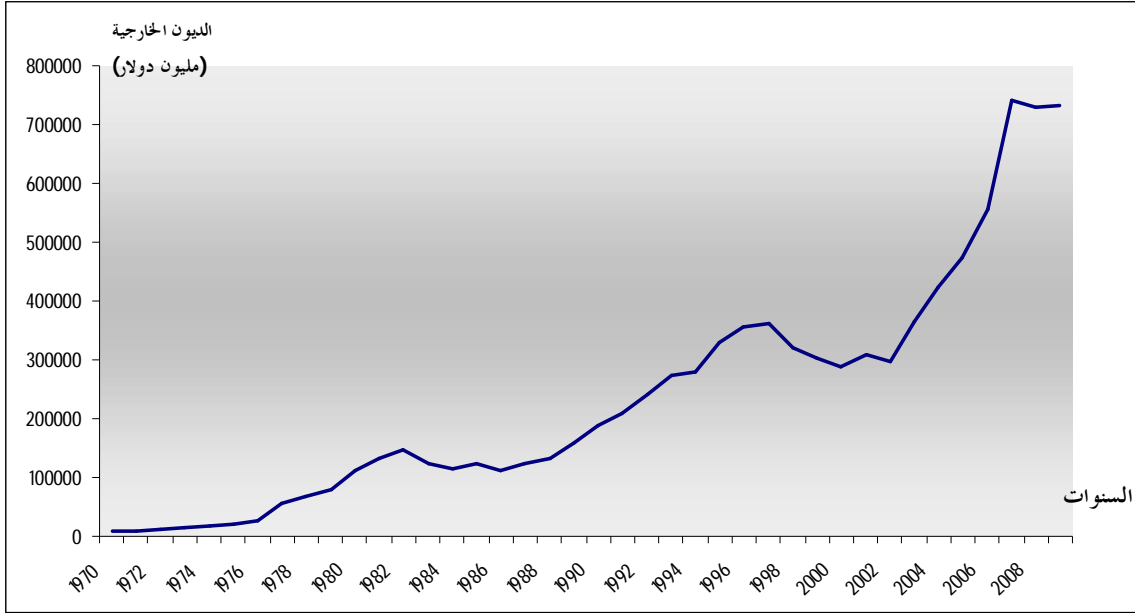
في بداية التسعينات شهدت تدفقات الديون الخارجية إلى الدول النامية تزايداً ملحوظاً نظراً لانتهاج معظم الدول النامية لسياسات الإصلاح الاقتصادي وحاجتها للتمويل الأجنبي عن طريق القروض الدولية، ما تسبب في ارتفاع للمديونية الخارجية في الدول النامية في هذه الفترة، فخلال 10 سنوات تضاعفت قيمة الديون بـ 2.01 مرة، حيث بلغت 319.854 ملياراً دولاراً و303.968 ملياراً دولاراً سنتي 1998 و1990.

شهدت بداية الألفية انخفاضاً في نصيب الدول النامية من الديون الخارجية، حيث نزلت قيمتها إلى 297.152 مليار دولار سنة 2002، لكنها عرفت مساراً تصاعدياً بعد سنة 2003 وبمعدلات سنوية قياسية، إذ

¹ علي عبد الفتاح أبو شرار: "الاقتصاد الدولي، نظريات وسياسات"، نفس المرجع السابق، ص ص: 214-216.

بلغت قيمة الديون 728.418 ملياراً دولاراً سنة 2008 بعد أن كانت لا تتجاوز 365 ملياراً دولاراً سنة 2003 بمعدل نمو بلغ 998% بين السنتين.

الشكل 2-6: تطور الديون الخارجية في الدول النامية خلال الفترة 1970-2008



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على *World Bank, Database 2010*. وباستخدام برنامج *Excel*.

ثانياً: المنح والمساعدات الرسمية: منذ ثمانينات القرن العشرين أخذت الجهات المانحة الثنائية ومتعددة الأطراف تدرج في اتفاقيات المساعدات والمعونات شروطاً متشددة بشكل متزايد مستمدة من سياسة المعونة التي تنتهجها، وذلك بهدف تعزيز فعالية الاستفادة من المساعدات، أما الأسئلة عن نوع المساعدة ومصادرها وغرضها وقنواتها فتعتبر أسئلة مهمة حاسمة في النقاش الأوسع نطاقاً بشأن فعالية المساعدات.

1- مفهوم المنح والمساعدات الرسمية: تعني المساعدات والمنح الدولية الرسمية تلك المساعدات التي تمنحها هيئات حكومية إلى هيئات حكومية أخرى، وكذلك التي تمنحها المنظمات والهيئات الدولية والإقليمية، وتشمل المؤسسات الدولية والمؤسسات الإقليمية كالمح والمساعدات التي يقدمها البنك الدولي وصندوق النقد الدولي وبنوك التنمية الإقليمية وبعض وكالات الأمم المتحدة.¹

يقصد بالمساعدات الرسمية مجموع قيمة المنح والهبات المالية والفنية، وعنصر المنحة لا يقل عن 25%، والتي تتضمنها القروض الميسرة كافة والمقدمة من قبل المصادر الرسمية (الدول والمنظمات الدولية).²

2- أقسام المنح والمساعدات الرسمية: تقسم المساعدات والمنح الرسمية إلى قسمين رئيسيين:³

¹ فليح حسن خلف: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص:233.

² نواز عبد الرحمن الهيتي، منجد عبد اللطيف الخشالي: "مقدمة في المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص:254.

³ نواز عبد الرحمن الهيتي، منجد عبد اللطيف الخشالي: "مقدمة في المالية الدولية"، نفس المرجع السابق، ص:254-255.

أ- **المساعدات الثنائية:** وتتمثل في المساعدات التي تقدمها دولة لدولة أخرى، حيث تقوم الدول المتقدمة بتقديم مساعدات إنمائية في شكل قروض ميسرة ومنح ومساعدات مالية وفنية إلى الدول النامية بمستويات ونسب متفاوتة بموجب اتفاقيات ثنائية.

ب- **المساعدات متعددة الأطراف:** وتتمثل في قيام مؤسسات متعددة الأطراف إقليمية وعالمية بتقديم مساعدات وقروض ميسرة وتجارية للدول النامية.

3- **أشكال المنح والمساعدات الرسمية:** يمكن أن تتخذ المنح والمساعدات والمعونات الرسمية العديد من الأشكال والتي من أهمها:¹

أ- **المساعدات الإنمائية الرسمية:** وتتمثل في القروض والمنح المقدمة بشروط ميسرة بهدف تحقيق وتشجيع التنمية الاقتصادية.

ب- **التدفقات الميسرة:** وتتمثل في القروض الدولية التي تمنح بشروط أكثر ملاءمة من تلك القروض التي تم الحصول عليها بشروط السوق العادي، فهي تختلف عن التدفقات غير الميسرة التي يتم الإقراض بها بشروط أسواق رأس المال أو بشروط قريبة منها.

ج- **المنحة:** وهو تمويل مالي برأس مال أو سلع وخدمات إلى بلد آخر لا يقابله التزام حالي أو مستقبلي بإجراء تحويل مماثل من البلد المتلقي للمنحة إلى البلد المانح.

4- **أسباب قبول المنح والمساعدات الرسمية من طرف الدول النامية:** يوجد ثلاثة أسباب لقبول هذه المساعدات، سبب رئيسي وسببان فرعيان:²

♦ السبب الرئيسي هو السبب الاقتصادي والبعد التنموي، حيث تعتبر المساعدات عنصراً أساسياً وجوهرياً في عمليات التنمية في الدول النامية.

♦ السبب الثاني ينبع من أن تكون هذه المساعدات لأغراض سياسية تستخدم للسيطرة على بعض الدول النامية.

♦ السبب الأخير وهو دافع أخلاقي، ويتمثل في أن تؤمن الدول النامية بأن الدول المتقدمة تعيش في رفاهية، وبالتالي فهي تمد لها يد العون لكي تتقدم اقتصادياً.

5- **أهداف ودوافع المنح والمساعدات الرسمية:** تختلف أهداف ودوافع المساعدات ما بين المانحين والمتلقين، فغالبا ما تطلب هذه المساعدات لدوافع اقتصادية تتلخص في استقرار الموارد لتعزيز التنمية الاقتصادية والاجتماعية، أو لأغراض إنسانية كمحاربة الفقر ومواجهة الكوارث الطبيعية والحروب، أما الدول

¹ فليح حسن خلف: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص: 238.

² ميشيل تودارو: "التنمية الاقتصادية"، مرجع سبق ذكره، ص: 687-688.

المانحة فغالبا ما تقدم المساعدات لأغراض سياسية واقتصادية تحقق من خلالها مصالحها، وتمثل أهم دوافع وأهداف المنح والمساعدات الرسمية فيما يلي:¹

- ♦ تعزيز المصالح التجارية والسياسية والاستراتيجية بين الدول المانحة للمعونة والدول المتلقية لها.
- ♦ الحفاظ على الروابط التاريخية والثقافية وروابط الجوار.
- ♦ تعزيز قدرة الدول النامية على الاستيراد من الدول المتقدمة، وعلى التوسع من خلال تصريف هذا الإنتاج.

♦ مساعدة الدول المتلقية للمعونة على معالجة أوضاعها والمشكلات والصعوبات الاقتصادية التي تواجهها.

♦ الدوافع الإنسانية التي تدفع بعض الدول والهيئات الدولية إلى تقديم المنح والمساعدات الرسمية لمعالجة ظروف وأوضاع خاصة تعيشها بعض الدول النامية.

♦ توفير المساعدات للدول النامية الأقل دخلا بسبب ضعف قدرة هذه الدول على الحصول على التمويل الدولي من خلال أشكال التمويل الأخرى.

6- أساليب تقديم المنح والمساعدات الرسمية: تقدم الدول والمؤسسات المانحة المساعدات بثلاثة أساليب هي كالاتي:²

أ- منح المؤسسات بطريقة آلية: وهذا بناء على احتياجات الدول المتلقية، وقد شاع هذا الأسلوب في عقد السبعينات من القرن العشرين، وهو لا يحقق بصورة دائمة الاستخدام الأمثل للمساعدات الإنمائية المقدمة.

ب- منح المساعدات بطريقة مشروطة: يستخدم هذا الأسلوب في ظل وجود برنامج تنموي في الدول المستفيدة، وقد ساد استخدامه في عقدي الثمانينات والتسعينات من القرن العشرين وذلك لعدم توفر دوافع جادة في الكثير من الأحيان لدى بعض الحكومات المتلقية.

ج- منح المساعدات بطريقة انتقائية: ويستخدم هذا الأسلوب في الوقت الحاضر بعد القيام بدراسات متكاملة لكيفية رفع كفاءة استخدام المساعدات، وإن كان يتسم بصعوبة وضع أولويات وتقويم لمختلف سياسات التنمية للدول المستفيدة من المساعدات.

7- أهم خصائص المنح والمساعدات الرسمية: تتميز المنح والمساعدات الرسمية بخصيتين أساسيتين هما:³

- ♦ أهدافها غير تجارية من وجهة نظر المانحين.
- ♦ اتصافها بشروط تفضيلية بأن تكون معدلات الفائدة وفترة إعادة مدفوعات رأس المال أسهل وأقل صرامة من الأشكال التجارية.

¹ فليح حسن خلف: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 236-237.

² نواز عبد الرحمن الهيتي، منجد عبد اللطيف الحشالي: "مقدمة في المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 258-259.

³ ميشيل تودارو: "التنمية الاقتصادية"، مرجع سبق ذكره، ص: 677.

8- فعالية المساعدات والمنح في مجال النمو في الدول النامية: كادت فرضية التأثير الإيجابي للمساعدات والمنح على النمو أن تلقى اعتراضاً علمياً طوال خمسينات وستينات القرن الماضي، وكان 'Papanek' أول من استخدم معادلة انحدار بين المعونة والنمو سنة 1972، ووجد علاقة ترابط إيجابي بينهما.

وتقدم 'Chenery' و' Carter' سنة 1973 بتطوير نموذج فجوة الوفورات الذي وضع في ستينات القرن العشرين، واستنتج أن المساعدات قادرة على سد فجوة النقد الأجنبي، وتوصل 'Mosley' سنة 1980 إلى نتيجة مفادها أن هناك تأثير إيجابي للمعونات على النمو على المستوى الجزئي وعدم وجود تأثير على المستوى الكلي. وحتى أواسط تسعينات القرن الماضي كانت الصورة الشائعة لأثر المعونة على التنمية صورة قائمة، فقد وجد 'Boone' سنة 1996 أن المعونة لا تُحدث أثراً على النمو، وفي بحث أجري حديثاً (2008) اعتبر 'Roodman' متانة النتائج التجريبية الرئيسية التي توصلت إليها الدراسات في موضوع المعونات والنمو، وبناء على دراسته فهو يعترض على الطرائق السابقة ويستنتج أن الآثار العادية للمعونة على التنمية ضئيلة ضالة يتعذر اقتفاؤها بالطرق الإحصائية، وبالتالي يقترح تعديلات على الطرق المستخدمة في ذلك.¹

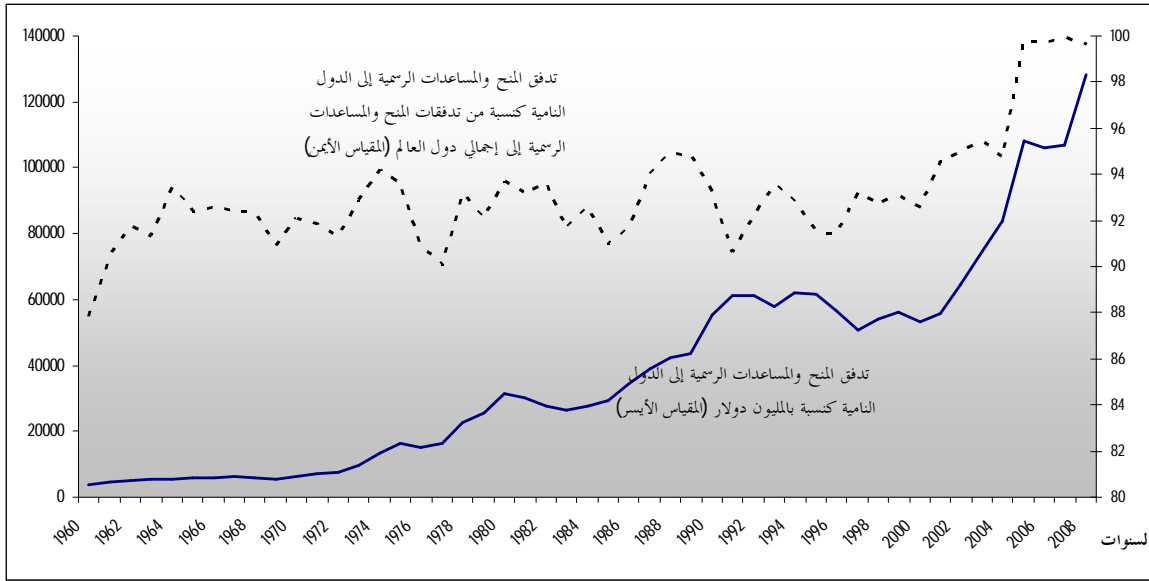
9- تطور المنح والمساعدات الرسمية في الدول النامية: مرت تدفقات المنح والمساعدات الرسمية إلى الدول النامية بمراحل عديدة سواء من خلال شكلها، أو تقديمها ومدتها، فخلال الستينات وبداية عقد السبعينات شكلت المنح والمساعدات الرسمية في الدول النامية الحلقة الأضعف، حيث لم تتجاوز عتبة 10 مليار دولار، وبانفجار أزمة المديونية الخارجية زادت تدفقات المنح والمساعدات إلى الدول النامية للتخفيف من حدة الأزمة، أين وصلت قيمتها سنة 1982 إلى أكثر من 27 مليار دولار، كما تزايدت قيمتها بعد هذه الفترة وبلغت 34 مليار دولار سنة 1986، 42 مليار دولار سنة 1988، 55 مليار دولار سنة 1990.

أدى توجه البلدان النامية إلى سياسات الإصلاح الاقتصادي في بداية التسعينات إلى الاعتماد على القروض الخارجية للتمويل، إضافة إلى المنح والمساعدات الرسمية بدرجة أقل، إذ يلاحظ من خلال الشكل 2-7 انخفاض قيمة المنح والمساعدات الرسمية خلال هذه الفترة 61 ملياراً دولاراً سنة 1991 إلى 56 مليار دولار سنة 1996 و53 مليار دولار سنة 1998، وما يلاحظ خلال الألفية الجديدة هو الارتفاع الكبير في تدفقات المنح والمساعدات الرسمية إلى الدول النامية، أين انتقلت من 53 مليار دولار سنة 2000 إلى 128 مليار دولار سنة 2008، حيث تضاعفت بـ 2.4 مرة وبمعدل نمو سنوي بلغ 2.01% خلال الفترة 2000-2007.

فيما يتعلق بحصة الدول النامية من المنح والمساعدات الإنمائية الرسمية، يلاحظ أن هذه الحصة لم تتزل تحت عتبة 87% خلال الفترة 1960-2008، حيث أن أغلب هذه المنح والمساعدات الإنمائية تقدم إلى الدول النامية وخاصة الدول ذات الدخل المنخفض، وبقيت هذه النسبة محصورة في المجال (90-94%) خلال الفترة 1962-2004، في حين تجاوزت هذه النسبة 99% خلال الفترة 2005-2008.

¹ الأمم المتحدة: "بحوث في العلاقة بين المعونة والنمو"، تقرير التجارة والتنمية، 2008، ص: 142.

الشكل 2-7: تدفقات المنح والمساعدات الرسمية إلى الدول النامية خلال الفترة 1960-2008



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على *World Bank, Database 2010*، وباستخدام برنامج *Excel*.

المطلب الثالث: التغير في احتياطات الصرف وتحويلات المهاجرين.

في الأعوام القليلة الماضية أصبحت التدفقات المالية المرتبطة بتحويلات العاملين في الخارج كإحدى أهم مصادر التمويل الخارجية في الدول النامية، وعلى الرغم من غياب اتفاق عام حول كيفية تقدير تحويلات العمالة بالخارج إلى الدول النامية، إلا أن حجمها أصبح يتزايد بالأضعاف نظراً لانتفاخ الحدود أمام العمالة المهاجرة وتسهيل عمليات تحويل الأرباح إلى البلد الأصلي، من جانب آخر تعتبر احتياطات الصرف مصدر أمان للدول النامية لتغطية الاستيراد، إذ يظهر جلياً ارتفاع هذه الاحتياطات خلال السنوات القليلة الماضية.

أولاً: احتياطات الصرف: تستخدم احتياطات الصرف (الاحتياطات الدولية) في تسوية المعاملات الدولية، وتنامت أهميتها في المحافظة على استقرار الاقتصاد الوطني وضمان أطول مدة ممكنة لتغطية الواردات، فأصبح من اهتمام الدول البحث عن السبل التي تتم من خلالها زيادة الاحتياطات الرسمية.

1- مفهوم احتياطات الصرف: يقصد بالاحتياطات الدولية، تلك الأصول الخارجية المتاحة في أي وقت للسلطات النقدية والخاضعة لسيطرتها لأغراض التمويل المباشر لاختلالات المدفوعات، أو لضبط حجمها بصورة غير مباشرة عن طريق التدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف العملة، أو لأغراض أخرى أو لكل هذه الأغراض مجتمعة.¹

¹ رمزي زكي: "الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري"، دار الكتب المصرية، 1994 ص:73.

2- عناصر الاحتياطات الدولية: إن المفهوم الواسع للاحتياطات الدولية أصبح يشمل في عالمنا المعاصر البنود التالية:¹

♦ رصيد الدولة من الذهب الموجود لدى البنك المركزي، ويتعين أن يكون الذهب في حيازة السلطات النقدية في صورة ذهب نقدي للتأكيد على إتاحتها دائما للبيع والتسليم في أسواق الذهب العالمية حتى يمكن اعتباره جزءا من احتياطات النقد الأجنبي الرسمية.

♦ الاحتياطات الرسمية من العملات الأجنبية القوية، كالدولار والجنيه الاسترليني والأورو والين وغير ذلك من العملات الموجودة لدى البنك المركزي.

♦ حق الدولة للسحب من صندوق النقد الدولي في حدود الشريحة الائتمانية.

♦ حقوق السحب الخاصة التي يخصصها صندوق النقد الدولي للبلد، والمتمثلة في التسهيلات الائتمانية غير المشروطة.

♦ الهبات والمساعدات بالعملة الصعبة، إذ أن مركز الاحتياطات الدولية للدولة يمكن أن يزيد من خلال المعونات والهبات التي تحصل عليها الدولة من الدول الأخرى.

إن الذهب وحقوق السحب الخاصة ووضع الاحتياطات لدى صندوق النقد الدولي هي عبارة عن أصول احتياطية، لأن السلطات النقدية التي تملكها تستطيع الحصول عليها في أي وقت ومن دون شروط، أما الموجودات من العملات الأجنبية (في شكل نقود، ودائع أو سندات) والاستحقاقات الأخرى فهي متوفرة وتمثل جزءا من احتياطات العملة الأجنبية.

3- دوافع الاحتفاظ بالاحتياطات الدولية: تتعدد دوافع وأسباب الاحتفاظ بالاحتياطات الدولية، والتي نذكر من أهمها:²

♦ تكوين مخزون وقائي لحماية الاقتصاد ضد الطوارئ المستقبلية، وبهذا الشكل تكون الاحتياطات الدولية بمثابة صمام أمان يُحتفظ به أو يتم اللجوء إليه عند الضرورة.

♦ من خلال امتلاك السلطة النقدية لاحتياطي الصرف الأجنبي تسعى إلى تعويض تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطات، ويتم ذلك من خلال إدارة هذه الاحتياطات والمحافظة عليها من التآكل وتوظيف جزء منها.

♦ يتيح امتلاك البنك المركزي لاحتياطي الصرف الأجنبي إدارة السياسات النقدية، إذ يحتاج في كثير من الأحيان إلى حجم كبير من العملات الأجنبية يباع وشراء من خلال عمليات السوق المفتوحة وإدارة غطاء النقد واستثمار موجوداته من العملات الأجنبية لدى البنوك المراسلة في الخارج وتوفير العملات الأجنبية للبنوك التجارية من أجل الوفاء بالتزاماتها اتجاه مختلف المتعاملين، وعليه فالاحتياطات هي مصدر للسيولة.

¹ زايري بلقاسم: "إدارة احتياطات الصرف وتمويل التنمية في الجزائر"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 41، شتاء 2008، ص: 11.

² محمدي الطيب أحمد: "إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر، الواقع والمتطلبات"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، جامعة الشلف، 2007-2008، ص: 8.

♦ تأمين واردات البلد من سلع وخدمات، وذلك لمواجهة موجة الزيادة المتوقعة في الواردات وتزايد العجز في الميزان التجاري بعد تحرير التجارة الخارجية.

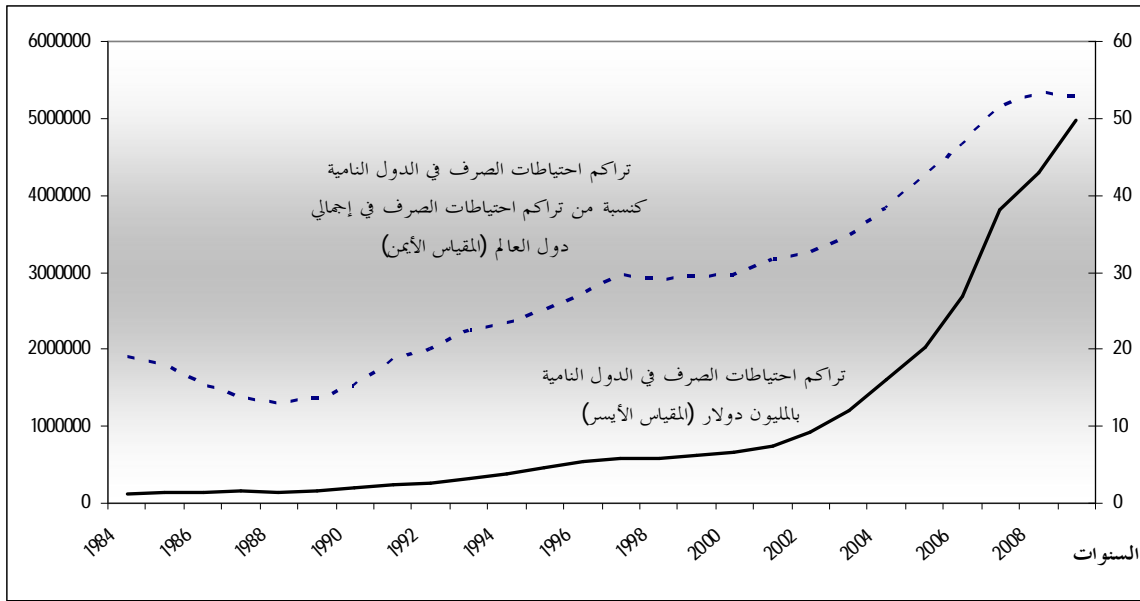
♦ تمويل تحويلات وعوائد المستثمرين الأجانب الذين لهم مشروعات في البلد والتي تنتج للسوق المحلي.
♦ المحافظة على توفير السيولة لتفادي الحالات التي يكون فيها الوصول إلى الاقتراض أو تقليص القروض مكلفاً جداً.

♦ اللجوء إليه في المستقبل القريب لدفع الديون الخارجية وأعبائها.
♦ التدخل في أسواق الصرف وذلك من أجل دعم سياسة سعر الصرف سواء بهدف الحصول على سعر صرف مستقر أو المحافظة على قيمة العملة، ولذلك تمتلك جميع الدول احتياطات دولية بعملة أجنبية مختلفة، ويفضل الخبراء تنوع هذه العملات ما بين العملات الرئيسية المتمثلة في الدولار الأمريكي، اليورو، الجنيه الاسترليني والين الياباني ... إلخ. وذلك بهدف التحوط ضد خسائر تقلبات أسعار الصرف.

♦ تمثل هذه الاحتياطات الدولية خط الدفاع الأول عن قيمة العملة المحلية، وخاصة في ظل انتهاج أحد أشكال سياسة سعر الصرف الثابت، حيث تستخدمها الحكومات في التدخل في أسواق الصرف الأجنبي من حين لآخر لضمان استقرار سعر صرف عملتها عند مستوى محدد مسبقاً، وكذلك لتمويل الاختلالات المحتملة في الحساب الجاري من ميزان المدفوعات مع العجز الخارجي حال حدوثها.

4- تطور احتياطات الصرف في الدول النامية: مر تطور احتياطات الصرف في الدول النامية خلال الفترة 1984-2008. بمرحلتين: مرحلة 1984-1999 حيث شهدت استقرار في تطور الاحتياطات وبلغت قيمها 129 ملياراً دولاراً سنة 1984، 194 ملياراً دولاراً سنة 1990 و620 ملياراً دولاراً سنة 1999، وبلغ معدل النمو السنوي في هذه الفترة 11.51%، حيث بلغت حصة الدول النامية منها 19.04% سنة 1984، 15.19% سنة 1990 و29.46% سنة 1999، أما المرحلة الثانية فتمتد خلال الفترة 2000-2008 حيث شهدت نمواً ملحوظاً وقياسياً في احتياطات الصرف، أين بلغت 664 ملياراً دولاراً سنة 2000، 1608 ملياراً دولاراً سنة 2004 و4295 ملياراً دولاراً سنة 2008، أما معدل النمو السنوي لاحتياطات الصرف خلال هذه الفترة فبلغ 24.47%، وبلغت حصة الدول النامية من احتياطات الصرف 29.46% سنة 2000، 38.30% سنة 2004 و53.33% سنة 2008.

الشكل 2-8: تراكم احتياطات الصرف في الدول النامية خلال الفترة 1984-2008



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على *World Bank, Database 2010*، وباستخدام برنامج *Excel*.

ثانياً: تحويلات المهاجرين: تعتبر التحويلات المالية رهاناً أساسياً في الهجرة الدولية، وذلك على المستويين الكلي والجزئي، بحيث تشكل تحويلات الأموال مصدراً هاماً من العملة الصعبة ودخلاً للكثير من الأسر، ويتكون دخل المهاجر من عناصر مختلفة:¹

♦ **العائد المباشر:** ويتكون بالخصوص من الأجور والمكافآت الناتجة عن النشاط المهني للمهاجر.

♦ **العائد غير المباشر:** ويتكون من التعويضات الممنوحة من طرف صناديق التعويضات العائلية، والتعويضات الاجتماعية والمساعدات الصحية.

1- مفهوم تحويلات المهاجرين: تعرف تحويلات المهاجرين وفق دليل ميزان المدفوعات لصندوق النقد الدولي على أساس أنها تحويلات جارية خاصة تضم السلع والأصول المالية من مهاجرين مقيمين بالخارج لفترة سنة أو أكثر إلى أشخاص (عادة أفراد أسرهم) في دولهم الأصلية، أما العاملين بالخارج لفترة تقل عن سنة (أي غير المقيمين في دول المهجر) فإن تحويلاتهم تمثل دخلاً تم الحصول عليه من العمل لصالح جهة غير مقيمة، وبذلك فإنها تدخل ضمن تعويضات العاملين.²

2- موقع تحويلات المهاجرين من التدفقات الرأسمالية: هناك اتفاق من جانب المؤسسات المالية الدولية المعنية برصد إحصاءات تحويلات المهاجرين على أنها تمثل مكوناً من التحويلات الرأسمالية، والتي تعتبر جزءاً من

¹ محمد الخشاني، محمد بن سعيد: "التحويلات المالية للمهاجرين وأثرها على التنمية في بلدان المشرق العربي الأربعة: سوريا، لبنان، الأردن ومصر"، ملخص تنفيذي للأمم المتحدة، اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، الإسكوا، 2010، ص:4.

² صندوق النقد العربي: "تحويلات العاملين في الخارج والتنمية الاقتصادية في الدول العربية"، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل العاشر، 2006، ص:175.

الحساب الرأسمالي، ويتم الاعتماد في تجميع هذه البيانات على البنك المركزي أو المكاتب الإحصائية الرسمية في الدولة.¹

3- تزايد الاهتمام الدولي بتحويلات المهاجرين: كان ينظر إلى تحويلات المهاجرين كتدفقات مالية بالعملة الأجنبية، تساعد البلدان على تعديل موازينها الاقتصادية خاصة ميزان المدفوعات.

إلى جانب ذلك أصبح ينظر إلى تحويلات المهاجرين على أنها فرصة لتدعيم التنمية في الدول النامية، وتجسدت هذه النظرة في المؤتمر العالمي للسكان المنعقد في القاهرة 1994، إذ تضمن المؤتمر برنامجاً مفاده تشجيع الحكومات لتوجيه التحويلات نحو عملية التنمية، وذلك بتبني سياسات فعالة وتيسير في تحويل الأموال وتوفير فرص وظروف زيادة الادخار والاستثمار الوطنيين.

بعد عقد من الزمن تعاود اللجنة العالمية للهجرة الدولية التأكيد على نفس الاتجاه بكثير من التفصيل، فقد جاء في تقريرها بأن التحويلات هي أموال خاصة ولا يجب التحكم فيها من قبل الدولة، إلا أنه على الحكومات والمؤسسات المالية أن تجعل عملية التحويل أيسر وأقل تكلفة لتشجيع المهاجرين على اتباع القنوات الرسمية في التحويل.

في السنوات الأخيرة أولت مجموعة الدول السبع الكبرى اهتماماً خاصاً بالتحويلات، ففي مارس 2004 أبدى وزراء المالية في هذه البلدان حرصهم على الاستمرار في جهود خفض كلفة تحويلات المهاجرين ودمج التحويلات في النظام المصرفي الرسمي.

بعد ثلاثة أشهر فقط تناول اجتماع قمة الثمانية نفس الموضوع، وأكدت القمة ضرورة تعاون المنظمات الدولية في مجال التحويلات لتحسين بيانات التحويلات منها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي.²

4- أسباب تزايد تحويلات المهاجرين في الدول النامية: تعزى الزيادة الملحوظة في تحويلات العاملين إلى عدة عوامل من بينها:³

♦ تزايد عدد العمالة المهاجرة في العالم، وبشكل خاص فيما بين الدول النامية وما ترتب عنه من زيادة في دخولهم.

♦ انخفاض كلفة خدمات التحويلات في ضوء التحسن في البنية التحتية للصناعة المصرفية المساندة للتحويلات وانتشار شبكاتها عبر العالم، والتحسين النسبي في جميع البيانات المرتبطة بهذه التحويلات في ضوء تزايد الوعي بأهميتها في دفع ومساندة التنمية في الدول النامية، بالإضافة إلى تزايد الاهتمامات الدولية بمكافحة غسل الأموال.

¹ علا الخواجة: "الدور الاقتصادي لتحويلات المهاجرين، بالتطبيق على دول شمال إفريقيا"، ورقة مقدمة لندوة "المغتربون العرب من شمال إفريقيا في المهجر الأوروبي"، من تنظيم: جامعة الدول العربية بالتعاون مع برنامج الدراسات المصرية الإفريقية بجامعة القاهرة، أبريل 2007، ص:9.

² محمد الأمين فارس: "تحويلات العمال المهاجرين إلى المنطقة العربية، السمات والآثار"، اجتماع الخبراء حول الهجرة الدولية والتنمية في المنطقة العربية، التحديات والفرص، للأمم المتحدة، اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، الإسكوا، 2006، ص:4.

³ صندوق النقد العربي: "تحويلات العاملين في الخارج والتنمية الاقتصادية في الدول العربية"، مرجع سبق ذكره، ص:174.

5- واقع تدفق تحويلات المهاجرين إلى الدول النامية: يقدر إجمالي تحويلات العاملين إلى الدول النامية والدول المتقدمة مجتمعة بحوالي 229 ملياراً دولاراً عام 2004، منها نحو 164 ملياراً دولاراً تحويلات العاملين إلى الدول النامية.¹ في حين بلغت 232 ملياراً دولاراً حسب تقديرات البنك الدولي عام 2005، منها 167 مليار دولار تحويلات إلى الدول النامية، حيث ارتفعت تدفقات هذه التحويلات بـ 131 ملياراً دولاراً عن سنة 2000.² في حين بلغت قيمتها 226 ملياراً دولاراً سنة 2006 و325 ملياراً دولاراً سنة 2008.

يشير توزيع تحويلات العاملين إلى الدول النامية حسب الأقاليم إلى أنها توجت بصورة أكبر لدول شرق آسيا والباسيفيك التي تضم الصين، ثم تلتها أمريكا اللاتينية والكاريبية التي من ضمنها المكسيك، وتشكل تحويلات المهاجرين في هاتين المجموعتين حوالي نصف إجمالي التحويلات إلى الدول النامية، وتأتي دول جنوب آسيا التي تضم الهند في المرتبة الثالثة.

تأتي مجموعة الدول العربية المستقبلية لتحويلات العاملين في الخارج في المرتبة الرابعة، حيث تشكل نسبة 15% من إجمالي تحويلات العاملين إلى الدول النامية، وتليها دول أوروبا ووسط آسيا وإفريقيا-جنوب الصحراء. يظهر ترتيب أول عشرين دولة في العالم مستقبلية لتحويلات العاملين في الخارج أن الهند والصين والمكسيك والفلبين استأثرت بقراءة نصف إجمالي تحويلات العاملين إلى الدول النامية في عام 2004، كما يتضمن الترتيب مجموعة من الدول المتقدمة، ويشمل أيضاً ثلاث دول عربية مستقبلية للتحويلات هي لبنان، المغرب ومصر التي يشكل مجموعها نسبة 8% من إجمالي التحويلات إلى الدول النامية.

عند ترتيب أول عشرين دولة في العالم مستقبلية لتحويلات العاملين في الخارج منسوبة إلى الناتج المحلي الإجمالي نجد أن هذه الدول جميعها دولٌ نامية، وتشكل تحويلات العاملين بها نسبة تفوق 10% من الناتج المحلي الإجمالي، ومن بين هذه الدول ثلاث دول عربية هي: لبنان، الأردن وفلسطين.³

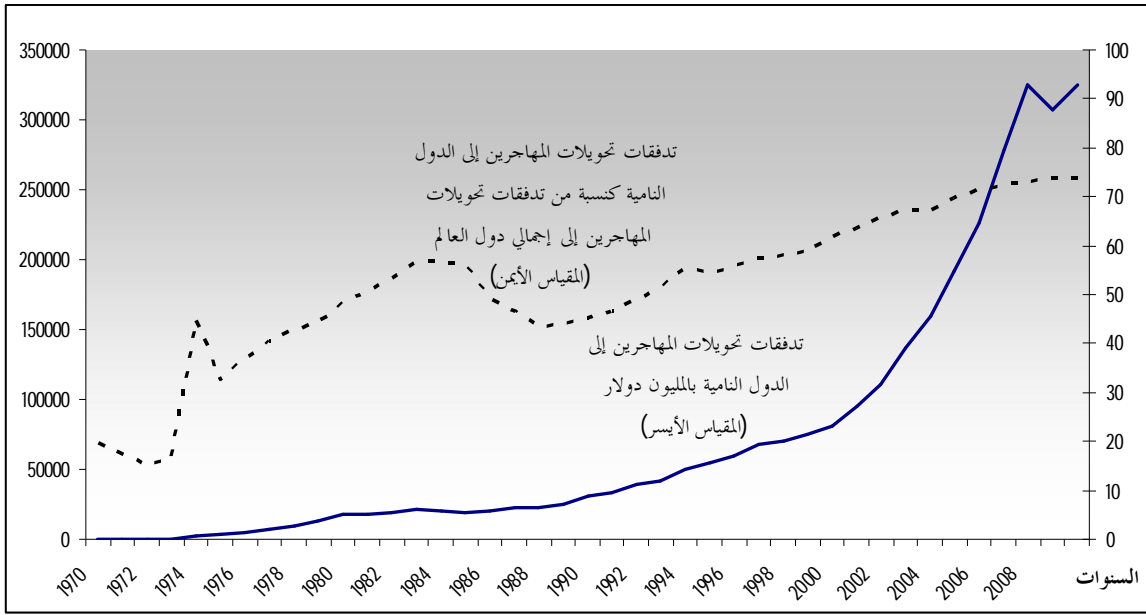
لقد تطورت تحويلات المهاجرين إلى الدول بمعدلات نمو قياسية تجاوزت 40% في بعض السنوات، كما بلغ معدل النمو السنوي المتوسط خلال الفترة 1970-2008 قيمة 22.31%، كما وصلت حصة الدول النامية من تحويلات المهاجرين إلى أكثر من 60% خلال الفترة 2000-2008.

¹ صندوق النقد العربي: "تحويلات العاملين في الخارج والتنمية الاقتصادية في الدول العربية"، نفس المرجع السابق، ص:174.

² محمد الأمين فارس: "تحويلات العمال المهاجرين إلى المنطقة العربية، السمات والآثار"، مرجع سبق ذكره، ص:4.

³ صندوق النقد العربي: "تحويلات العاملين في الخارج والتنمية الاقتصادية في الدول العربية"، مرجع سبق ذكره، ص:177-179.

الشكل 2-9: تدفقات تحويلات المهاجرين إلى الدول النامية خلال الفترة 1970-2008



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على World Bank, Database 2010، وباستخدام برنامج Excel.

المبحث الثالث: الآثار الاقتصادية لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية والتوجه إلى تحرير حساب رأس المال.

من أجل النهوض بمستويات التنمية في الدول النامية زاد اعتمادها على مصادر التمويل الخارجية (الأجنبية)، والتي تمثلت في المنح والإعانات، قروض واستثمارات أجنبية، كما اتجهت العديد من هذه الدول إلى انتهاج سياسات متكاملة للإصلاح الاقتصادي بغرض الاندماج في الاقتصاد العالمي والتحكم في التدفقات الرأسمالية وفي هيكلها تجنباً للأزمات، وفي ظل هذا الوضع وجب على الدول النامية إعادة النظر في إجراءات ومتطلبات تحرير حساب رأس المال، فعلى الرغم من الآثار السلبية التي تتركها تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلا أن هناك آثاراً إيجابية عدة تتمثل أساساً في رفع معدلات النمو الاقتصادي ورفع القدرات الإنتاجية وزيادة معدلات التشغيل وإدخال التقنيات المتقدمة.

المطلب الأول: الآثار الإيجابية لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

تشهد البلدان النامية سنوياً تدفقات مرتفعة لرؤوس الأموال، ونظرياً تعود هذه التدفقات بالنفع على الدول التي تشارك مباشرة في هذه المعاملات وعلى الاقتصاد العالمي ككل، كتوجيه المدخرات إلى الاستثمارات المنتجة، كما يؤدي تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى داخل الدول آثاراً إيجابية عدة أهمها: زيادة التكوين الرأسمالي، تحسين ميزان المدفوعات، خلق فرص جديدة للعمل وزيادة معدل النمو الاقتصادي، بالإضافة إلى آثار إيجابية أخرى.

أولاً: تمهيد الاستهلاك وزيادة الاستثمار: يتم تمهيد الاستهلاك من قبل المستهلكين من خلال تخطيط استهلاكهم لأكثر من فترة وتمكنهم من توزيع الموارد بين الفترات، إضافة إلى الافتراض وقت الشدة والإقراض وقت الرفاه، فضلاً عن الدور الذي تلعبه الأسواق المالية وتدفقاتها على استهلاك الأفراد ورفاهيتهم. تمثل تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية عاملاً مهماً للدخار المحلي الذي عادة ما يكون غير كاف لتمويل المشاريع الاستثمارية في الدول النامية، إضافة إلى تحسين إنتاجية الاستثمار من خلال تحويل الموارد المالية إلى الأنشطة الأكثر ربحية.¹

تفترض معايير العقلانية الاقتصادية أن الدولة تحصل على الأموال الأجنبية لتمويل الاستثمار لا الاستهلاك، وأن يُستخدم هذا الاستثمار على نحو كفاء، وبدرجة تؤدي إلى زيادة الإنتاج والإنتاجية وزيادة الصادرات.²

ثانياً: آثار التدفقات الرأسمالية على النمو الاقتصادي: نظرياً يمكن القول أن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية لها تأثير إيجابي فعال على النمو الاقتصادي من خلال عدة قنوات، سواء أثر ذلك على الاستثمار المحلي ثم الناتج

¹ أحمد طلفاح: "التدفقات المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص 26-27.

² هزاع مفلح: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص: 41.

ثم معدل النمو الاقتصادي، أو أثر ذلك على نقل التكنولوجيا وتجديد الهياكل وتدريب الموارد البشرية وأثر ذلك على إنتاجية العامل وعلى النمو الاقتصادي.

وفي دراسة لآثار الاستثمارات الأجنبية المباشرة على النمو الاقتصادية بالمملكة العربية السعودية، اتضح أن هناك علاقة تكامل مترامن بين الاستثمار الأجنبي المباشر ومعدل النمو الاقتصادي، إضافة إلى أن الاستثمار الأجنبي المباشر يساهم في النمو الاقتصادي في الأجل القصير، ولكن بشكل ضعيف، وهذا باستخدام نموذج تصحيح الخطأ.¹

وفي دراسة أخرى تم البحث عن الارتباط بين النمو الاقتصادي ورصيد الحساب الجاري، وطبقت على 51 بلد غير صناعي، وانتهت الدراسة إلى أن الارتباط إيجابي، وأن البلدان النامية التي اعتمدت على نحو أقل على التمويل الخارجي حققت نمواً أسرع على المدى الطويل، وهذا ينفي فرضية أن التمويل الخارجي يسهم دوماً في تحقيق معدلات مرتفعة للنمو الاقتصادي.²

ثالثاً: زيادة معدل التكوين الرأسمالي: معظم البلدان النامية تعاني من نقص رؤوس الأموال اللازمة لتحقيق التنمية الاقتصادية بسبب انخفاض دخلها الوطني وانخفاض الادخار، مما يضطرها إلى تعويض هذا النقص إما باللجوء إلى القروض الخارجية أو استقطاب الاستثمارات الأجنبية.

تظهر أهمية التدفقات الرأسمالية الأجنبية في زيادة معدل التكوين الرأسمالي من الزيادة المستمرة في تدفق هذه الأموال إلى البلدان النامية، فقد ارتفعت هذه التدفقات أربعة أمثال مستواها في الفترة الممتدة بين 1980-1985 و1992-1993، حيث بلغ نصيب البلدان النامية 32% من إجمالي الاستثمار الأجنبي المباشر في العالم خلال الفترة من 1992-1994، مقابل 20% في النصف الأول من الثمانينات.³

رابعاً: تعزيز درجة الالتزام ونوعية السياسات الاقتصادية الكلية وتحسين الكفاءة والاستقرار المالي: وذلك من خلال رفع تكلفة القيام بالأخطاء على مستوى السياسات الاقتصادية الكلية ومنفعة الإجراءات الملائمة، وبالتالي التقليل من عدد الأخطاء وتعزيز سبل التحوط من الأزمات، إضافة إلى أن الالتزام يحقق الاستقرار الاقتصادي الذي يساعد على استمرار النمو الاقتصادي. كما تساهم التدفقات المالية خاصة إذا اصطحبت بدخول البنوك الأجنبية وتعزيز دورها في:⁴

- ♦ ضغط لتحسين شفافية وانسياب المعلومات وتحسين وسائل الرقابة وتعزيز المنافسة بين البنوك.
- ♦ اقتحام أفضل لأسواق رأس المال العالمية.

¹ بندر بن سالم الزهراني: "الاستثمارات الأجنبية المباشرة ودورها في النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، دراسة قياسية للفترة 1970-2000"، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، 2004، ص: 87.

² إسوار براساد، راغورام راجان، أرفيند سوبرامانيان: "مفارقة رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 44، العدد 1، مارس 2007، ص: 17.

³ جويل بيرغسمان، زيا وفانغ شين: "الاستثمار الأجنبي المباشر في البلدان النامية، الإنجازات والمشكلات"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 32، العدد 4، ديسمبر 1995، ص: 6.

⁴ أحمد طلفاح: "التدفقات المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص: 31-32.

خامسا: خلق فرص عمل جديدة: لا شك أن البطالة تشكل أحد أهم الدوافع والأسباب التي تجعل الدول تتنافس على استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، وخاصة الاستثمارات الأجنبية وذلك للتخلص من البطالة أو على الأقل الحد من تفاقمها.

والبطالة هي الحالة التي يكون فيها الشخص قادرا على العمل وراغبا فيه ويبحث عنه ولا يجد فرصة للعمل عند معدلات الأجور السائدة.¹

إن رؤوس الأموال الأجنبية تساهم في خلق فرص للعمل في الدول المضيفة لها، وبالتالي تساهم في حل مشكلة البطالة في هذه الدول، لذا فهي موضع ترحيب من جانب الدول المتقدمة والدول النامية على السواء.

يمكن أن تساهم الاستثمارات الأجنبية في خلق فرص للعمل، وذلك في ضوء الاعتبارات التالية:²

♦ وجود الشركات العابرة للقارات يشجع المواطنين المحليين على إنشاء مشروعات لتقديم الخدمات اللازمة أو المواد الخام اللازمة للشركات الأجنبية.

♦ تحصيل الضرائب من الاستثمارات الأجنبية سوف يساعد الدولة على التوسع في إنشاء مشاريع استثمارية جديدة، وبالتالي امتصاص البطالة.

ففي تونس مثلا ساهمت الشركات الاستثمارية والتي بلغ عددها 1991 شركة خلال الفترة 1973-2000 في توفير 174535 فرصة عمل، ساهمت الشركات الأوروبية وحدها والتي يبلغ عددها 1743 شركة في توفير 156819 فرصة عمل.³

فضلا عن مساهمة الاستثمارات الأجنبية في خلق فرص جديدة للعمل، فإنها تساهم أيضا في تنمية وتدريب واستغلال الموارد البشرية في البلدان النامية، مما يؤدي إلى رفع مستوى إنتاجية العمالة وزيادة مستويات الأجور.⁴

سادسا: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وسد الفجوات: تساهم تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في سد الفجوات الادخارية لتمويل الاستثمارات اللازمة، وسد فجوات النقد الأجنبي اللازم للاستيراد، وسد الفجوة بين الإيرادات العامة والنفقات العامة عن طريق حصيلة الضرائب من نشاط المشروعات الاستثمارية، تلك أن هذه الاستثمارات تؤدي إلى حدوث انتعاش في النشاط الاقتصادي، مما يؤدي بدوره إلى زيادة حصيلة الضرائب المدفوعة للدولة مقابل الزيادة في أرباح ودخل المنشآت.⁵

¹ حودة عبد الخالق، كريمة كريم: "أساسيات التنمية الاقتصادية"، دار النهضة العربية، 1997، ص:253.

² عبد السلام أبو قحف: "نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية"، مؤسسة شباب الجامعة، 1989، ص:174-175.

³ أمينة مكادا: "تأسيس استراتيجية فاعلة لجذب المستثمرين، تقنيات ترويج الاستثمار في الدول العربية"، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار 2001، ص:110.

⁴ نبيل حشاد: "الجات ومنظمة التجارة العالمية، أهم التحديات في مواجهة الاقتصاد العربي"، الهيئة المصرية العامة للكتاب، 2001، ص:137.

⁵ نزيه عبد المقصود مبروك: "الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية"، مرجع سبق ذكره، ص:407.

سابعاً: تحسين ميزان المدفوعات: يعتبر ميزان المدفوعات من أهم المؤشرات الاقتصادية التي تساعد راسمي السياسات الاقتصادية في توجيه وإدارة الاقتصاد الوطني، نظراً لأن الإجراءات المتخذة ترتبط بحالة ميزان مدفوعات الدولة.

وميزان مدفوعات الدولة ما هو إلا بيان يسجل جميع العمليات التي تتم بين المقيمين في بلد معين وغير المقيمين به خلال فترة معينة من الزمن عادة ما تقدر بالسنة.¹

نظراً للعجز المستمر في موازين مدفوعات معظم الدول النامية، استوجب الأمر تمويل العجز بطريقتين: إما باللجوء إلى الاقتراض من الخارج، أو استقطاب الاستثمارات الأجنبية.

ونظراً لخطورة النوع الأول كان لابد من اللجوء إلى الاستثمارات الأجنبية التي يمكن أن تسهم في زيادة الاستثمار الإجمالي، وبالتالي نمو الناتج المحلي، ويمكن أن يكون لها دور إيجابي في تحسين ميزان المدفوعات طالما أن حجم انسيابها إلى البلدان النامية يزيد عن حجم تصدير الفوائد والأرباح إلى الخارج.²

يمكن القول أن رؤوس الأموال الأجنبية يمكن أن تساهم في تحسين ميزان المدفوعات في البلدان النامية من خلال أنها:³

♦ تؤدي رؤوس الأموال الأجنبية إلى توفير رؤوس الأموال والتكنولوجيا والخبرات، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطاقة الإنتاجية بما يحقق فائضاً للتصدير.

♦ تعمل المشروعات الاستثمارية الأجنبية على إنتاج سلع قابلة للتصدير بمواصفات تسويقية عالمية تجعلها أكثر قدرة على حسن تصريف منتجاتها بالسعر الملائم.

فعلى سبيل المثال ساهمت الاستثمارات الأجنبية في الأرجنتين في الفترة من 1992 إلى 1999 في زيادة الصادرات بنسبة 8.2% كمتوسط للفترة، وزاد حجم الصادرات بنسبة 9.4% كمتوسط للفترة،⁴ كما ساهمت الاستثمارات الأجنبية في زيادة صادرات دول شرق وجنوب شرق آسيا والصين على وجه الخصوص، وهذا ما أبرزه تقرير الاستثمار في العالم 2001.⁵

ثامناً: نقل وتوفير التكنولوجيا: تعد التكنولوجيا موضوع الساعة دون جدال، فهو موضوع يهم كل دول العالم بصفة عامة والدول النامية بصفة خاصة، ولعل من أهم الأسباب التي أدت إلى الاهتمام بها هي الفجوة التكنولوجية بين الدول المتقدمة والدول النامية.

¹ كامل بكري: "الاقتصاد الدولي"، الدار الجامعية، 2003، ص:178.

² نزيه عبد المقصود مبروك: "الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية"، مرجع سبق ذكره، ص:435.

³ نزيه عبد المقصود مبروك: "الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية"، نفس المرجع السابق، ص:438.

⁴ Pedro Pou : "Les réformes structurelles en Argentine pendant les années 90", Finances & Développement, volume37, N°:01, mars2000, P:15.

⁵ رضا عبد السلام: "محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في عصر العولمة، دراسة مقارنة لتجارب كل من شرق وجنوب آسيا وأمريكا اللاتينية مع التطبيق على مصر"، دار السلام، 2002، ص:103.

وتعرف التكنولوجيا بأنها العمليات والتقنيات والمكائن والأعمال المستخدمة لتحويل المدخلات (مواد، معلومات وأفكار) إلى مخرجات (منتجات وخدمات).¹

إن رغبة البلدان النامية في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وسعيها منها للنهوض بركب التقدم التكنولوجي، جعل الكثير منه يتجه إلى تشجيع الاستثمارات الأجنبية وجذب الشركات عابرة للقارات كأحد وسائل بلوغ الأهداف.²

فالاستثمارات الأجنبية المباشرة أصبحت وسيلة هامة لنقل تكنولوجيا الإنتاج، المهارات، القدرات الابتكارية والأساليب التنظيمية والإدارية،³ وفي نفس الوقت تساهم في تنمية أنشطة البحث والتطوير في الدول المضيفة، وهذا ما حدث في الصين، حيث تعتبر علاقتها بالشركات الكبرى خير دليل على هذه الميزة.⁴

وفي دراسة أجريت على 56 شركة عابرة للقارات (34 شركة أمريكية، 16 شركة أوروبية و6 شركات يابانية) تعمل في المكسيك، البرازيل، الهند، جنوب إفريقيا، مصر، التايوان وهونغ كونغ، ظهر أن 31 شركة أمريكية تقوم بممارسة بعض أنشطة البحوث والتنمية للمنتجات والتسويق خارج الدولة الأم، وأن جميع الشركات الأوروبية تمارس أنشطة البحوث والتنمية خارج الدولة الأم، إضافة إلى أن معظم البحوث يغلب عليها الجانب التطبيقي، وتجري هذه البحوث في 30 دولة نامية.⁵

تاسعا: دفع عجلة التنمية الاقتصادية: احتل موضوع التنمية الاقتصادية أهمية كبرى خاصة بعد الحرب العالمية الثانية، سواء على مستوى الفكر التنموي أو على مستوى عمليات التنمية ذاتها في الدول النامية، ويرجع ذلك إلى حصول الكثير من البلدان النامية على استقلالها بعد سنوات طويلة من الاستعمار.

وتعرف التنمية الاقتصادية على أنها التوسع الاقتصادي المقصود، والذي لا يمكن أن يحدث بدون تدخل الدولة، ويقضي بالضرورة تغيير الهيكل الاقتصادي للمجتمع، وعلى ذلك تصبح المؤشرات الكمية غير كافية لقياس درجة التنمية، وينطبق هذا المفهوم على البلدان المتخلفة.⁶ أو هي العملية التي من خلالها تتحقق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي على مدار الزمن، والتي تحدث من خلال تغييرات في كل من هيكل الإنتاج ونوعية السلع والخدمات المنتجة، إضافة إلى إحداث تغيير في هيكل توزيع الدخل لصالح الفقراء.⁷

إن الاستثمارات الأجنبية تساهم في التنمية الاقتصادية للبلد المستقطب لها من خلال:⁸

¹ غسان قاسم اللامي: "إدارة التكنولوجيا، مفاهيم ومدخل، تقنيا، تطبيقات عملية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص:23.

² عبد السلام أبو قحف: "نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية"، مرجع سبق ذكره، ص:201.

³ Padma Mallampally, Karl Sauvart : "L'investissement direct étranger dans les pays en développement", *Finances & Développement*, volume 36, N°:01, mars 1999, P:36.

⁴ Prakash Loungani, Assaf Razin : "L'investissement direct étranger est-il bénéfique aux pays en développement?", *Finances & Développement*, volume 38, N°:02, juin 2001, P:7.

⁵ نزيه عبد المقصود مبروك: "الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية"، مرجع سبق ذكره، ص:452.

⁶ محمد مدحت مصطفى، سهير عبد الظاهر أحمد: "النماذج الرياضية للتخطيط والتنمية الاقتصادية"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، 1999 ص:40.

⁷ محمد عبد العزيز عجمية، عبد الرحمن يسري أحمد: "التنمية الاقتصادية والاجتماعية ومشكلاتها"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص:52.

⁸ نزيه عبد المقصود مبروك: "الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية"، مرجع سبق ذكره، ص:469-470.

♦ قيام المستثمر الأجنبي بتمهيد ورصف الطرق المؤدية إلى مصنعه، ومد شبكات الكهرباء والماء والصرف الصحي والاتصالات، فضلاً عن توسيع نطاق السوق المحلي وفتح أسواق عالمية جديدة أمام المنتجات المحلية، إضافة إلى قيام الصناعات المساعدة التي تمد المشروعات الأجنبية باحتياجاتها.

♦ استخدام الاستثمارات الأجنبية إلى البلدان النامية يعد علاجاً لبعض الظواهر، كهجرة العمال والعلماء إلى الخارج، وهجرة أصحاب رؤوس الأموال، كما تقوم الدولة بتنفيذ جزء أكبر من مشروعات التنمية من خلال ما تقتطعه من ضرائب على الاستثمارات الأجنبية.

عاشرا: آثار إيجابية أخرى: إضافة إلى ما سبق هناك آثار أخرى لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية هي:

♦ تسمح حركة الاستثمارات الأجنبية المباشرة واستثمارات المحافظ المالية بالابتعاد عن القروض، وبالتالي الحد من زيادة حجم المديونية الخارجية.

- ♦ تخفيف تكلفة التمويل بسبب المنافسة بين الوكلاء الاقتصاديين.¹
- ♦ تطوير مستوى الخدمات المالية وتحسين نوعيتها واتباع أساليب حديثة في الإدارة.
- ♦ إن وجود بنوك أجنبية قوية محلياً سيساهم في الحد من هروب رؤوس الأموال في اندلاع الأزمات.
- ♦ تسعير الخدمات المالية بشكل يتماشى مع الأسعار الدولية لهذه الخدمات.²
- ♦ تزايد القوة الشرائية للبلد والحصول على جزء من العوائد التي يحققها رأس المال الأجنبي، ومثلها الضرائب المفروضة على أرباح الاستثمارات الأجنبية المباشرة أو التأمينات.³

المطلب الثاني: الآثار السلبية لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وسياسات التحكم فيها.

بالرغم من المنافع المتحققة من وراء هذه التدفقات، إلا أنها أثارت اهتمام خبراء الاقتصاد نظراً لآثارها السلبية على الاستقرار الاقتصادي، مما يتطلب استخدام سياسات للتحكم في تدفقها أو تغيير هيكلها.

أولاً: الآثار السلبية لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية: ففي مقابل الآثار الإيجابية للتدفقات الرأسمالية هناك أعباء وآثار سلبية تترتب عليها، أهمها: مدفوعات خدمة الاستثمارات الأجنبية، تلوث البيئة، التوزيع الجغرافي غير العادل لها، ارتفاع معدلات التضخم والسيطرة على اقتصاديات الدول النامية.

1- مدفوعات خدمة الاستثمارات الأجنبية المباشرة: تشكل هذه المدفوعات عبئاً كبيراً على البلدان النامية التي تستضيف هذه الاستثمارات، وبصفة عامة تمثل مدفوعات خدمة الاستثمارات الأجنبية فيما يلي:

أ- الأرباح المحولة للخارج: خلال الفترة 1978-1980 تدفق إلى البلدان النامية استثمارات تقدر بحوالي 6 مليار دولار أسفرت عن أرباح وفوائد ورسوم تدفقت إلى البلدان المتقدمة قدرها 13 مليار دولار.

¹ عثمان أبو حرب: "الاقتصاد الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص: 166.

² أحمد طلفاح: "التدفقات المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص: 34.

³ هزاع مفلح: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص: 275.

ب- مدفوعات خدمة نقل التكنولوجيا: أظهرت إحدى الدراسات¹ أن البلدان النامية تتحمل أعباء كبيرة نتيجة خدمة نقل التكنولوجيا، إذ بينت الدراسة التي شملت 16 دولة نامية أن مجموع ما دفعته هذه الدول خلال السنوات الأخيرة من ستينات القرن العشرين وصل إلى 825 مليون دولار، وهو ما مثل 0.41% من إجمالي ناتجها المحلي، ونسبة 5% من إجمالي صادراتها خلال هذه الفترة.

2- ضياع بعض الموارد المالية على الدول النامية: قدر صندوق النقد الدولي أن حوالي 10% من إيرادات الموازنة الكلية للدول المستضيفة للاستثمارات الأجنبية يمكن أن تقل بسبب المزايا الضريبية التي تمنحها.

3- رؤوس الأموال الأجنبية وزيادة الاستهلاك: إذ أن الاستثمارات الأجنبية تجلب أنماط استهلاك لا تتواءم مع خصائص البلدان النامية ومتطلبات التنمية فيها، مما يؤدي إلى ارتفاع الميل الحدي للاستهلاك وانخفاض الميل الحدي للاادخار وما يترتب عليه من تمويل التنمية في هذه الدول.²

4- الآثار على معدل التضخم: إن زيادة تراكم رأس المال الأجنبي يؤدي إلى توسع القاعدة النقدية للبلد المستورد لرأس المال، وبالتالي ارتفاع الضغوط التضخمية.³

5- الاستثمارات الأجنبية و تلوث البيئة: تعتبر مشكلة التلوث البيئي من أهم القضايا التي يهتم بها العالم اليوم نظرا لمخلفاتها وآثارها السلبية، ومن بين العوامل التي تسهم في مشكلة التلوث البيئي الاستثمارات الأجنبية القادمة إلى الدول النامية نظرا لما تخلفه هذا الصناعات من غازات سامة، الأمر الذي يؤدي بها إلى دفع تكاليف باهظة اجتماعيا واقتصاديا ناجمة عن تلوث المياه والهواء وظهور الأمراض بسبب الصناعات الملوثة للبيئة.

6- التركيز الجغرافي للتدفقات الرأسمالية: إذ أن تحركات رؤوس الأموال تتحرك مع الدورة الاقتصادية، وبالتالي يصعب الحصول على الأموال وقت الشدة، إضافة إلى الحصة الضعيفة التي تحوزها الدول النامية.⁴

7- رؤوس الأموال الأجنبية والسيطرة على اقتصاديات الدول النامية: إن مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر تملك من القدرات المالية والتنظيمية وربما السياسية ما يمكنها من السيطرة على اقتصاديات البلدان النامية وإخضاعها لشروطها بما يتفق ومصالحها كمؤسسات تعمل فقط من أجل الحصول على الأرباح، وهذه السيطرة يمكن أن تتحول إلى سيطرة سياسية تؤثر على حرية الدولة في اتخاذ قراراتها الاقتصادية والسياسية.⁵

¹ قدمت هذه الدراسة في مؤتمر التجارة والتنمية التابع للأمم المتحدة (الأنكتاد)، الذي عقد في مدينة سنتياغو بالشيلي في الفترة ما بين 13 أبريل إلى 21 ماي 1972.

² نزيه عبد المقصود مبروك: "الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية"، مرجع سبق ذكره، ص: 479-490.

³ عرفان تقي الحسيني: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص: 275.

⁴ أحمد طلفاح: "التدفقات المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص: 35.

⁵ نزيه عبد المقصود مبروك: "الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية"، مرجع سبق ذكره، ص: 505.

8- الآثار على سعر الصرف الحقيقي: قد تؤدي تدفقات رأس المال إلى الداخل إلى توسع مفرط في الطلب الإجمالي، وهذا التوسع ينعكس في ضغوط تضخمية، ورفع سعر الصرف الحقيقي، وزيادة عجز الحساب الجاري.¹

9- الضغوط المتزايدة على السياسات الاقتصادية الكلية: إذ تؤدي التدفقات الرأسمالية إلى ارتفاع سريع في المجاميع النقدية، الضغوط التضخمية، ارتفاع قيمة العملة وتدهور الميزان التجاري، إضافة إلى صعوبة إدارة الاقتصاد الكلي، مما يجعل صانعي القرار أمام مشكلة الثلاثية المستحيلة²، كما تفقد الثقة في نظام الصرف المتبع في ظل التدفق الحر لرؤوس الأموال.³

ثانياً: السياسات الملائمة للتأثير على هيكل تدفقات رؤوس الأموال: تشير التجارب إلى أن الاستجابة الملائمة للتدفقات الرأسمالية بين الدول تعتمد على أسباب هذه التدفقات نفسها، وعلى درجة المرونة التي تسمح بها البنية المؤسسية المحلية، وطبيعة السياسات القائمة، فالبلدان التي تتبع سياسة اقتصادية كلية متوازنة نسبياً تجد من السهولة اتخاذ الإجراءات المرتبطة بمعالجة الاختلالات الناجمة عن التدفقات الرأسمالية عبر الحدود مقارنة بتلك التي تتخذ سياسات غير مرتبطة وغير مواتية، فبخصوص السياسات المعتمدة لمعالجة الضغوط التضخمية التي تولدها التدفقات الرأسمالية فإنها تستند على نظام الصرف السائد، وكذا الرقابة على التدفقات.⁴

هناك أدوات للسياسة الاقتصادية تستخدم للتأثير على هيكل التدفقات المالية، حيث تعتمد كفاءة كل إجراء أو سياسة من هذه السياسات على مدى هذه التدفقات (طويلة أو قصيرة الأجل)، هيكل وتكوين هذه التدفقات، مرونة الإجراءات، إضافة إلى تطور أسواق المال المحلية.

1- سياسات التعقيم: يمثل التعقيم كافة الوسائل التي تحد من نمو الائتمان كعمليات السوق المفتوح، رفع معدل الخصم، زيادة متطلبات الاحتياطي بالنسبة لجميع الودائع المصرفية، والتعقيم هو خط الدفاع الأول ضد الآثار غير المرغوب فيها للزيادة في تدفقات رأس المال، ويمكن تنفيذه بسرعة، وهو يحول دون زيادة العجز في الحساب الجاري، بينما يحتجز مبالغ كبيرة في صورة احتياطات رسمية مما يجد من تأثر البلد عند مواجهة انعكاس التدفقات الرأسمالية.⁵

أ- قياس درجة التعقيم: تقاس درجة التعقيم بمعامل التعقيم α في العلاقة التالية:

$$\Delta L = \alpha \Delta R$$

حيث: L هي حجم الأصول المحلية الصافية للبنك المركزي، و R هي حجم الأصول الأجنبية الصافية.

¹ أليخاندر لويز نجيا: "التدفقات الضخمة لرأس المال، الأسباب والنتائج ورد فعل السياسة"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 36، العدد3، سبتمبر 1999، ص:30.

² تمثل هذه الثلاثية: سعر الصرف والسياسة النقدية وحركة رؤوس الأموال.

³ أحمد طلفاح: "التدفقات المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص:36-37.

⁴ عرفان تقي الحسيني: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص:280.

⁵ سوزان سكالدر: "الزيادة الكبيرة في تدفقات رأس المال، أهي نعمة أم نقمة"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 31، العدد، مارس 1994، ص:21.

يمكن قياس درجة التعقيم أيضا من خلال نسبة الاحتياطات الأجنبية إلى القاعدة النقدية R/M ، حيث أن ارتفاع R/M يدل على وجود سياسة تعقيم نشطة.¹

ب- إيجابيات وسلبيات سياسة التعقيم: تعتبر سياسة التعقيم وسيلة سريعة للحد من الآثار التضخمية وتأثيرها على سعر الصرف، كما يمكن لهذه السياسة أن تسبب ارتفاعاً في أسعار الفائدة المحلية مما يسمح بالمزيد من تدفقات رؤوس الأموال، كما يمكن أيضا أن تتسبب في ارتفاع دين الحكومة، خاصة إذا كانت الفائدة المدفوعة على الأصول المباعة أكبر من تلك التي تجنيها الحكومة من الأصول التي يجوزها.

تتطلب سياسة التعقيم سوقا مالية متطورة، كما أنه من الضروري أن تكون الأصول المحلية المباعة في عملية التعقيم ذات آجال ليست بالقصيرة وإلا فسيتم تسيلها بسرعة، مما يمكن أن تسبب أزمة سيولة بنكية.²

ج- تجارب دولية لسياسة التعقيم: لقد حدث التعقيم على نطاق واسع في كل من الشيلي، كولومبيا ومصر، وهي البلدان التي كان فيها التقييد الأولي لشروط الائتمان قد قام بدور هام في جذب التدفقات المالية، وفي تلك البلدان اتخذ التعقيم شكل الزيادة في متطلبات الاحتياطي وعمليات السوق المفتوح، ومع دوام التدفقات عمدت غالبية الحكومات إلى التقليل من اعتمادها على التعقيم، وقد حدث هذا بصفة عامة عندما أصبحت تكاليف التعقيم أكبر من المكاسب التي يمكن أن تحققها السياسة.³

2- سياسة سعر الصرف: أبقى غالبية البلدان على أسعار صرف ثابتة أو قاعدة ثابتة لسعر الصرف، كما ارتأت الحكومات تأمين سعر الصرف الحقيقي القابل للاستمرار بمستوى ليس أعلى بكثير من مستواه الحقيقي قبل زيادة التدفقات.

أ- سياسة سعر الصرف المرن: اتبعت معظم البلدان سعر الصرف المرن نتيجة لعدم القدرة على الدفاع عن سعر الصرف الثابت أمام حرية تدفق رؤوس الأموال من وإلى الخارج، ففي حالة سعر الصرف المرن فإن التدفقات الكبيرة من الخارج تؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة المحلية، وبالتالي التأثير على تنافسية الصادرات ووضعية الميزان التجاري.⁴

ب- تجارب دولية في تطبيق سياسة سعر الصرف: لقد لجأت إسبانيا والشيلي وكولومبيا والمكسيك إلى الرفع الاسمي لقيمة العملة أو إدخال تعديل على المسار المعلن بشأن سعر الصرف، وكان كل بلد من هذه البلدان - عدا المكسيك - قد استجاب في البداية لزيادة التدفقات، فلجأت إسبانيا إلى تثبيت سعر الصرف، وفي المقابل تحركت الشيلي والمكسيك إلى درجة أكبر من المرونة وإن كانت محدودة.⁵

¹ أحمد طلفاح: "التدفقات المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 52-53.

² أحمد طلفاح: "التدفقات المالية الدولية"، نفس المرجع السابق، ص ص: 54-56.

³ سوزان سكدالر: "الزيادة الكبيرة في تدفقات رأس المال، أهى نعمة أم نقمة"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 21-22.

⁴ أحمد طلفاح: "التدفقات المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 57-59.

⁵ سوزان سكدالر: "الزيادة الكبيرة في تدفقات رأس المال، أهى نعمة أم نقمة"، مرجع سبق ذكره، ص: 22.

3- سياسة مالية صارمة (انكماشية): إذا كان لابد للأساس النقدي أن يتغير، فإن السياسة المالية الصارمة أو التقشفية يمكن أن تحد من الآثار التضخمية للتدفقات الخارجية، حيث توصل كل من 'Corbo' و 'Hernandez' سنة 1996 إلى أن هذه السياسة تعتبر من أنجح السياسات للحد من الآثار التضخمية للتدفقات الأجنبية، إلا أن الإشكالية الوحيدة هي أن السياسة المالية يمكن أن تأخذ وقتاً طويلاً نظراً لدراساتها والمصادقة عليها.¹

تبرز تايلند كاستثناء في هذا المجال، حيث تأرجح العجز في موازنة الحكومة في السنة التي سبقت التدفق إلى فائض مالي بلغ ذروته بعد ذلك بأربع سنوات، وكان هذا التحسن انعكاساً لتدابير مالية وتحسن دوري في الإيرادات.²

4- الرقابة على تدفقات رؤوس الأموال: تظهر الدراسات الحديثة أن الرقابة على رؤوس الأموال كانت بصورة عامة في أكثر صورها فعالة، وذلك للحد من حرية التحويل بكل من الحساب الجاري وحساب رأس المال، إلا أن تطبيق حرية التحويل بالحساب الجاري في كل من البلدان المتقدمة والبلدان النامية خلق قنوات مستترة لتدفقات رؤوس الأموال، حيث استطاعت هذه القنوات أن تولد تدفقات كبيرة لرؤوس الأموال على نطاق واسع.

أ- مبررات الرقابة على رؤوس الأموال الأجنبية: لقد استند فرض الرقابة على رؤوس الأموال بواسطة معظم البلدان إلى المبررات التالية:³

- ♦ المساعدة في إدارة أزمات ميزان المدفوعات أو عدم استقرار أسعار الصرف التي تتولد عن تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي تتميز بشدة التقلب.
- ♦ التيقن من أن المدخرات المحلية في البلدان النامية تستخدم في تمويل الاستثمارات المحلية وليس في تملك الأصول الأجنبية، وكذا الحد من ملكية الأجانب لعوامل الإنتاج المحلية.
- ♦ تقوية قدرات السلطات على تحصيل الضرائب على الأعمال المالية وعلى الدخل والثروة.
- ♦ منع تدفق رؤوس الأموال من زعزعة الجهود المبذولة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي والحفاظ على برامج الإصلاح الهيكلي.

ب- فعالية الرقابة على رؤوس الأموال: في مطلع السبعينات أدى انهيار نظام بريتون وودز إلى خلق إمكانية لإجراء تصحيحات كبيرة في أسعار الصرف، واصطحب ذلك تدفقات واسعة لرؤوس الأموال تغلبت حتى على أكثر النظم شمولاً للرقابة على رؤوس الأموال.

خلال الثمانينات، ساعدت التطورات على زيادة الحوافز وتقليل تكاليف انتقال الأرصدة عبر الحدود، مما أسهم في التقليل من فعالية الرقابة على رؤوس الأموال.

¹ أحمد طلفاح: "التدفقات المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 60-61.

² سوزان سكاذر: "الزيادة الكبيرة في تدفقات رأس المال، أهي نعمة أم نقمة"، مرجع سبق ذكره، ص: 22.

³ دونالد ماثيوس، ليليانا روخاس-سواريز: "تحرير حساب رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 29، العدد 4، ديسمبر 1992، ص: 41.

كان للتغيرات الهيكلية في النظام المالي الدولي والعوامل الأخرى التي أدت إلى تقليل فعالية الرقابة على رؤوس الأموال أثر ملموس على الجهود المبذولة من أجل تحقيق الاستقرار الاقتصادي والإصلاحات الهيكلية، إذ تزايد حجم رؤوس الأموال الهاربة، مما أثر على صعوبة تطبيق السياسات المالية والنقدية، إضافة إلى صعوبة تحصيل الضرائب على العمليات المالية.¹

5- معدل الاحتياطي الإجباري: الهدف من هذه السياسة هو الحد من قدرة البنوك على توزيع الائتمان وعلى ضخ السيولة في الاقتصاد، خاصة إذا مرت التدفقات المالية عبر النظام المصرفي، إلا أن الإشكالية تكمن في أن هذه السياسة تتعارض مع سياسة التحرير المالي وبرامج الإصلاح الاقتصادي مما يمكن أن يؤثر على مصداقية الحكومة في تطبيق مثل هذه البرامج.

6- سياسات أخرى: هناك سياسات أخرى يمكن استخدامها للتأثير على التدفقات الرأسمالية من بينها:²

أ- الصرامة والحزم في الإدارة الاقتصادية: وذلك من خلال المحافظة على التوازنات الكلية والحرص على الشفافية في اتخاذ الإجراءات اللازمة لتفادي الصدمات، إضافة إلى مراقبة تطورات سعر الصرف والحد من تقلباته، وذلك من خلال التأكد من أن تسعيره يتناسب مع الأساسيات الأخرى للاقتصاد.

ب- الإدارة الجيدة للديون قصيرة الأجل بالعملة الأجنبية: حيث بينت الأزمات الأخيرة أن ارتفاع نسبة الديون الخارجية قصيرة المدى إلى الاحتياطي الأجنبي تعتبر مؤشرا على الهشاشة المالية للاقتصاد واحتمال نشوب أزمات.

ج- سياسة الرقابة والتحوط للنظام البنكي: وذلك من خلال دعم الرقابة التحوطية والمراقبة المستمرة للوضع المالي للبنوك، وبالخصوص متابعة الالتزامات الخارجية بالعملة الأجنبية والتأكد من أن تقلبات أسعار الصرف لا تؤثر على الوضع المالي للاقتصاد.

د- العمل على تحرير التجارة الخارجية وحساب رأس المال: إذ أن تحرير التجارة الخارجية يمكن أن يحد من ارتفاع قيمة العملة المحلية المصاحب للتدفقات الكبيرة من الخارج، كما أن تحرير حساب رأس المال يمكن أن يمتص السيولة داخل الاقتصاد من خلال تمكين العملاء من امتلاك أرصدة بالعملات الأجنبية.

إن التنبؤ بمستقبل رأس المال العالمي لا بد أن يرتبط باتجاهات العرض والطلب على الادخارات العالمية، فجانبا العرض يتحدد بالعوامل الديموغرافية ونمو الدخل والادخار الحكومي، أما جانب الطلب فهو دالة لنمو قوة العمل والإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج.

تحدث المخاوف عند تجاوز الطلب للعرض، ومع صعوبة التكهن بأفات التبعات التي تتركها التدفقات الدولية الراهنة لرأس المال على الأطراف المعنية، إلا أن ذلك سيقابله اليقين بإمكانية تجاوز المشاكل التي ستواجه رأس المال العالمي بناء على السياسات الاقتصادية (خاصة المالية منها)، التي يمكن أن تتخذها الدول الكبرى

¹ دونالد ماثيوس، ليليانا ريوخاس-سواريز: "تحرير حساب رأس المال"، نفس المرجع السابق، ص: 41.

² أحمد طلفاح: "التدفقات المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص: 71-75.

والنامية على حد سواء من خلال الاتفاق على القيام بمجموعة من الإصلاحات بما تكفل كفاية حصول الدول النامية على التدفقات المناسبة من رؤوس الأموال الدولية، مكوناتها وتوقيتها، وبالتالي إمكانية التنبؤ بها، هذا في حالة توقع حصول عجز في تدفقات رؤوس الأموال، وقد اقترح "Tubin" فرض ضريبة على المعاملات الدولية في العملات سميت بـ "ضريبة توبين" وهناك دافعان لهذا المقترح:¹

- ♦ زيادة الوزن الذي يعطيه المضاربون للاستثمارات طويلة الأجل بالقياس مع التدفقات السريعة.
- ♦ إعطاء السياسة النقدية المحلية درجة أكبر من الاستقلالية، وذلك بوضع شرائح أكبر بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل على العملات المختلفة.

المطلب الثالث: متطلبات التوجه إلى تحرير حساب رأس المال.

حاولت الكثير من البلدان النامية في العقود الماضية زيادة دور قوى السوق في تحرير أسعار الفائدة وتخصيص الائتمان، وكان الدافع لهذه الإصلاحات الرغبة في تحسين كفاءة النظام المالي واستقراره، وطبقا للتطورات الداخلية والخارجية التي زادت من صعوبة الإبقاء على النظام المالي المحكوم، غير أن الانتقال إلى عملية تحرير حساب رأس المال كجزء من عملية التحرير المالي لم تؤد بالشكل المطلوب في بعض الدول، وذلك لعدم توفر متطلبات التحرير.

- أولاً: معاملات حساب رأس المال ومبررات التقييد:** تتلخص أهم المعاملات في حساب رأس المال فيما يلي:²
- ♦ المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر، وتشمل التحرير من القيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الداخل والمتجه إلى الخارج.
 - ♦ المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية (الأسهم والسندات والأوراق الاستثمارية والمشتقات وغيرها).
 - ♦ المعاملات المتعلقة بأصول الثروة العقارية، أي المعاملات الخاصة ببيع وشراء العقارات التي ستتم محليا بواسطة غير المقيمين، أو شراء عقارات في الخارج بواسطة مقيمين.
 - ♦ المعاملات الخاصة بالائتمان التجاري والمالي والضمانات والكفالات والتسهيلات المالية.
 - ♦ المعاملات المتعلقة بالبنوك التجارية، والتي تشمل ودائع غير المقيمين واقتراض البنوك من الخارج (تدفقات إلى الداخل) وعلى القروض والودائع الأجنبية (تدفقات إلى الخارج).
 - ♦ المعاملات المتعلقة بتحركات رؤوس الأموال الشخصية، وتشمل المعاملات الخاصة بالودائع، القروض، الهدايا، المنح، تسويات الديون...

¹ عرفان تقي الحسيني: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص: 268-270.

² شذا جمال خطيب، صغفق الركبي: "العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص: 31-32.

تقوم الدول بتقييد العمليات المتعلقة بحساب رأس المال لحماية من المخاطر التي تخلقها تدفقات رؤوس الأموال الدولية، فالرقابة على رؤوس الأموال تعتبر أكثر أهمية خاصة في ظل نظام سعر الصرف الثابت، وذلك لصعوبة تبني هذا النظام في ظل حرية تدفقات رؤوس الأموال، فنجد أن حسابات رؤوس الأموال في الدول الصناعية منغلقة نسبياً في ظل نظام التثبيت (نظام بريتون وودز)، إضافة إلى أن حرية تدفقات رؤوس الأموال في الدول ذات الأنظمة المصرفية الضعيفة قد تخلق أزمات، وهذا ما شهدته العديد من الدول النامية، في حين نجد أن دول أخرى تطبق تقييداً على رؤوس الأموال غير المستقرة، بينما تسمح برؤوس الأموال المستقرة كالاستثمارات الأجنبية المباشرة.¹

ثانياً: حساب رأس المال ومتطلبات تحريره: المقصود بتحرير حساب رأس المال إلغاء الحظر على معاملات الحساب والحسابات المالية لميزان المدفوعات، والتي تشمل المعاملات المتعلقة بمختلف أشكال رأس المال، مثل الديون والأسهم، الاستثمار الأجنبي المباشر والثروات، وعليه فإن تحرير حساب رأس المال يرتبط كذلك بإلغاء القيود على معاملات النقد الأجنبي والضوابط الأخرى المتعلقة بهذه المعاملات.²

يعرف تحرير حساب رأس المال بأنه حرية تحويل التدفقات المالية والنقدية العابرة لحدود الدول والخارجة منها في إطار التكامل المالي والاقتصادي العالمي، وعادة ما تكون طويلة الأجل كالاستثمارات الأجنبية المباشرة والقروض طويلة الأجل، أو تكون على شكل تدفقات قصيرة الأجل.³

تشير التجارب الدولية أن الاستمرار في تحرير حساب رأس المال وتقليل المخاطر المقترنة به يتطلب توفر شروط وانتهاج سياسات معينة قبل تقرير فتح حسابات رأس المال، فإذا لم تستوف الدولة هذه الشروط المسبقة فإن تدفقات رأس المال قد تجعل من الصعب تحقيق الاستمرار في انفتاح حساب رأس المال:⁴

1- الإصلاح المالي: وذلك بتقليل العجز المالي، إذ أن العجز المالي الممول بطبع النقود يحفز هروب رؤوس الأموال للخارج لتجنب الضريبة التي يفرضها التضخم على الأرصدة الحقيقية للنقود.

2- سياسة مالية مصاغة بعناية: وذلك بتقليل الاختلافات بين أحوال الأسواق المالية المحلية والدولية، وبأن تواكب أسعار الفائدة المحلية أسعار الفائدة السائدة في الأسواق المالية العالمية، وتدعيم النظام المالي المحلي من أجل المنافسة مع المؤسسات الخارجية.

3- تقوية أمن وسلامة النظام المالي المحلي: وذلك باستخدام تقنيات وأدوات مالية جديدة، ومصادر تمويل جديدة كذلك، وذلك لزيادة ضغوط المنافسة وتحسين الإشراف على النظام المالي المحلي.

¹ M. Ayhan Kose et Eswar Prasad : "La libéralisation du compte de capital", *Finances & Développement*, volume 41, N°:03, Septembre 2004, P:50.

² شذا جمال خطيب، ضعف الركبي: "العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص ص:31-32.

³ يوسف عثمان إدريس: "تحرير حساب رأس المال، المزايا والمخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص:1.

⁴ دونالد ماثيوس، ليليانا روخاس-سواريز: "تحرير حساب رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص:41.

4- تجنب فرض الضرائب الطاردة لرؤوس الأموال: وهذا ما أظهرته تجارب البلدان الصناعية التي تتوفر على حسابات رأس مال منفتحة، وذلك لتحقيق الانسجام بين الضرائب على النظام المالي المحلي والضرائب السائدة في البلدان الأخرى، ومن ثم تجنب الحوافز القوية لنقل الأرصدة إلى الخارج.

5- إزالة القيود التي تحد من مرونة الأسعار والأجور: حيث انعكس التفاوت في أسعار الأصول على العمالة والنتاج والثروة في الاقتصاديات التي تمنع تعديل الأجور والأسعار وأسعار الفائدة، ويمكن أن يلعب إلغاء أو تقليص الإجراءات دورا مهما في السماح للاقتصاد بالتكيف على نحو مُسيّر إزاء الصدمات الخارجية.

6- عوامل أخرى: إضافة إلى المتطلبات السابقة هناك عوامل أخرى يجب توفرها لنجاح عملية تحرير حساب رأس المال، من أهمها:¹

♦ بناء مستويات كافية من الاحتياطات الأجنبية حيث تساعد في التخفيف من الآثار الدورية السالبة للتقلبات والتغيرات في ميزان المدفوعات، وتعزيز الثقة في السياسات المحلية وسياسة سعر الصرف.

♦ تبني السياسات التي تعمل على تخفيض الالتزامات الخارجية.

♦ المحافظة على معدلات التضخم في حدود مقبولة.

♦ تخفيض العجز في الحساب الجاري.

♦ تخفيض القيود الجمركية والعمل على إصلاح أنظمة التجارة وتسهيل الانفتاح على الاقتصاد العالمي.

ثالثا: إجراءات تحرير حساب رأس المال: إن تجربة تحرير حساب رأس المال أفرزت سلسلة من الأزمات المالية، مما تطلب إيجاد إجراءات لتخفيض المخاطر وتخفيض الآثار الناتجة عن عملية التحرير، ويمكن أن تجلب هذه الإجراءات بعض المنافع وبعض المخاطر، وعلى الدولة اختيار الإجراءات الملائمة التي تتميز بمكاسب أكثر وخسائر أقل ويمكن ذكر هذه الإجراءات فيما يلي:

1- الاستقرار السياسي والحكم الرشيد: حيث تتوقف قدرة بلد ما على استيعاب الآثار السالبة للتحرير على نوعية الإدارة والحكم، إذ أن أسلوب الحكم الجيد يعطي البلد البيئة المشجعة للتدفقات المالية.

2- التحكم في التغيرات الاقتصادية: وذلك بالعمل على تخفيض عجز الموازنة وتخفيض المديونية الخارجية مع تجنب الديون قصيرة الأجل بالعملة الأجنبية ورفع الاحتياطات الكافية من النقد الأجنبي لمواجهة الالتزامات الخارجية.²

3- إجراءات التنظيم التحوطية: والتي تمثل بشكل عام الأعمال الرسمية (القوانين، القواعد التنظيمية، السياسات والإجراءات المعتمدة رسمياً) التي تعزز سلامة المؤسسات المالية وتحمي المستثمرين من الغش والممارسات غير القانونية.³

¹ يوسف عثمان إدريس: "تحرير حساب رأس المال، المزايا والمخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص: 5-6.

² يوسف عثمان إدريس: "تحرير حساب رأس المال، المزايا والمخاطر"، نفس المرجع السابق، ص: 9.

³ باري جونستون: "تسلسل الإجراءات لتحرير حساب رأس المال" مجلة التمويل والتنمية، المجلد 35، العدد 4، ديسمبر 1998، ص: 20.

- 4- تطوير السياسات الخاصة بالأسواق المحلية: وذلك برفع كفاءة الوساطة المالية بين الادخار والاستثمار المحليين وتحسين كفاءتها من حيث الاتساع ودرجة التعمق والإشراف الجيد عليها.
- 5- الخصخصة: وذلك من خلال تحرير أو خصخصة المؤسسات العامة والمصارف وزيادة كفاءتها وقدراتها على المنافسة والتعمق المالي والبنية التنظيمية العالية والرصد والمتابعة والرقابة للقطاع المصرفي.
- 6- استقلالية البنوك المركزية: وذلك يجعلها قادرة على تجميع تدفقات النقد الأجنبي وفق الاستراتيجيات والخيارات الفعالة، والرقابة على السياسة النقدية لتفادي التقلبات التي تحدثها التدفقات المالية.
- 7- تشجيع المنافسة: من خلال الانفتاح التجاري والاقتصادي لأنشطة التجارة الخارجية وعدم استخدام الإعفاءات الضريبية كأدوات لجذب رؤوس الأموال الأجنبية والتي تسبب تشوهات اقتصادية.¹
- 8- إجراءات السرعة والتسلسل: لزيادة فائدة تحرير حساب رأس المال إلى أقصى حد، وفي نفس الوقت تقليل المخاطر إلى أقصى حد، يجب التفكير جيدا في السرعة والتسلسل في عملية التحرير.
- ♦ إن وجهة النظر التقليدية للتسلسل تؤكد أهمية تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي، وطبقا لهذا الرأي يجب أن يحدث تحرير حساب رأس المال في فترة متأخرة من الإصلاح الاقتصادي.
- ♦ أما وجهة النظر البديلة فتبرز القيود التي تقف في وجه الإصلاح، وتفضل هذه الواجهة التحرير المبكر لحساب رأس المال الذي من الممكن أن يكون عاملا مساعدا لإصلاحات اقتصادية أوسع.
- ♦ ترى وجهة نظر متوسطة أن تحرير حساب رأس المال يجب أن يكون أسلوب معالجة متزامن ومتكامل وشامل للإصلاح الاقتصادي، ومن وجهة النظر هذه يكون التنسيق بين الإصلاحات في القطاعات الخارجية والداخلية.

إن مزايا وتكاليف ومخاطر كل من هذه الاستراتيجيات الثلاث تختلف من بلد إلى آخر تبعا لظروف كل منها ولأهدافها الاقتصادية، فرغم أن بعض القواعد بشأن تسلسل تحرير حساب رأس المال هي قواعد مُغرية بسبب بساطتها إلا أن تطبيقها عمليا أمر صعب، لذا قد يفيد إبقاء القيود على بعض المعاملات الرأسمالية كأساس في كسب الوقت لإجراء إعادة الهيكلة، وإقرار المعايير التحوطية والإشرافية والترتيبات اللازمة وتطوير الأدوات النقدية اللازمة.²

رابعا: استراتيجيات تحرير حساب رأس المال: تعتمد هذه الاستراتيجيات على تجارب الدولة وبيئتها الاقتصادية والاجتماعية، ومن أهمها:³

♦ طريقة فتح حساب رأس المال المعتمد على التمييز بين المقيمين وغير المقيمين، ومثال ذلك تجربة كل من جنوب إفريقيا والهند، حيث اتخذت كلاهما إلغاء الرقابة على صفقات الحساب الجاري، إلغاء رقابة النقد الأجنبي

¹ يوسف عثمان إدريس: "تحرير حساب رأس المال، المزايا والمخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص: 9-10.

² باري جونستون: "تسلسل الإجراءات لتحرير حساب رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص: 23.

³ يوسف عثمان إدريس: "تحرير حساب رأس المال، المزايا والمخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص: 8-9.

على غير المقيمين، إلغاء رقابة النقد الأجنبي على الاستثمار الأجنبي المباشر، السماح لشركات التأمينات وصناديق المعاشات ووحدات الضمان والمؤسسات المالية الأخرى بالحصول على الاستثمارات الأجنبية.

♦ إتباع سياسة تحرير التدفقات الرأسمالية الداخلة أولاً، ثم الخارجة وإدارة رأس المال المفتوح، ووضع حدود التركيبية الزمنية للتدفقات ومنع آثار التدفقات السريعة على السياسة النقدية وسعر الصرف كما حدث في تجربة الشيلي، كولومبيا وماليزيا.

♦ التحرير والرقابة المتزامنين للتدفقات الداخلة والخارجة كما في تجربة البرازيل.

خامساً: مزايا ومخاطر تحرير حساب رأس المال: هناك جدل واسع حول العائد الاقتصادي الذي تحصل عليه الدول النامية من جراء تحرير حساب رأس المال، والذي يلاحظ أنه غير موزع بالتساوي بين الدول، فنجد من أهم مزايا تحرير حساب رأس المال:¹

♦ زيادة فعالية استخدام رأس المال العالمي، وذلك بتقارب أسعار الفائدة العالمية.

♦ الاستفادة من الوساطة المالية العالمية، وهذا ما يُنمّي الأنظمة المالية المحلية.

♦ تسهيل فرص الدخول إلى الأسواق الدولية في ما يتعلق باستثمار رأس المال.

♦ تمويل عجز ميزان المدفوعات، وزيادة تراكم الاحتياطات الأجنبية.

تتميز التدفقات الرأسمالية بعدم الاستقرار، وهذا ما أثبتته الأزمات المالية العالمية، وتختلف المخاطر المتوقعة الناجمة عن تحرير حساب رأس المال من دولة إلى أخرى ويمكن إيجاز هذه المخاطر كالتالي:

♦ إحداث اضطرابات في الأسواق المالية والتي تسببها التدفقات قصيرة الأجل.

♦ التوسع في عرض النقود، وهذا ما يؤدي إلى التضخم وارتفاع سعر الصرف الحقيقي.

♦ تنشيط عمليات غسل الأموال خاصة في ظل تطور التحويلات الالكترونية.

♦ حدوث مشاكل تتمثل أساساً في هروب رؤوس الأموال إلى الخارج.

♦ عدم مقدرة الأسواق المالية في الدول النامية على تحمل مخاطر الوساطة المالية للتدفقات المالية نتيجة استخدامها لتقنيات غير متطورة للتحكم في التدفقات.

سادساً: تجارب الدول النامية في تحرير حساب رأس المال: تعد المكسيك والمملكة المتحدة ونيوزيلندا أمثلة للبلدان التي حققت استمراراً في تحرير حساب رأس المال، وهو ما يعكس جزئياً إلغاء أشكال الرقابة على رأس المال في ظل الإصلاحات الاقتصادية، وثمة بلدان أخرى كبلدان المخروط الجنوبي²، فشلت في تحقيق الاستمرار في تحرير حساب رأس المال في أواخر السبعينات، وتالت الارتفاعات الحادة في أسعار الصرف الحقيقية لهذه الدول مصحوبة بانخفاضات بطيئة نسبياً في معدلات التضخم.³

¹ يوسف عثمان إدريس: "تحرير حساب رأس المال، المزايا والمخاطر"، نفس المرجع السابق، ص: 3-8.

² بلدان المخروط الجنوبي: الأرجنتين، الأوروغواي والشيلي.

³ دونالد ماثيوس، ليليانا روخاس-سواريز: "تحرير حساب رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 29، العدد 4، ديسمبر 1992، ص: 43.

1- التجربة المكسيكية: توضح التجربة المكسيكية أهمية الاتساق بين السياسات الاقتصادية والإصلاحات الهيكلية في دعم جهود تحرير حساب رأس المال، وقد كان تحرير حساب رأس المال في المكسيك عملية تدريجية في منتصف الثمانينات، واصطحب البرنامج الاقتصادي الشامل الذي بدأت السلطات المكسيكية تطبيقه في ديسمبر 1987 بارتفاع سعر الصرف الحقيقي وزيادة حادة في أسعار الفائدة على البيزو والدولار لصالح الأصول المقومة بالبيزو، واستجابت الحكومة المكسيكية سريعاً لتطبيق برنامج الإصلاح الذي يتضمن التحرير التدريجي لحساب رأس المال، والذي ساعد على تحسين مصداقية سياسة سعر الصرف والتقليل من أسعار الفائدة الحقيقية.¹

إن توجه المكسيك إلى الإصلاحات الاقتصادية ومنها تحرير حساب رأس المال وتعويم البيزو كان له أثر إيجابي على زيادة تدفقات رؤوس الأموال، خاصة رؤوس الأموال الخاصة، حيث انتعشت التجارة والاستثمارات الأجنبية مع تطبيق نظام سعر الصرف المرن وتبني المكسيك سياسة إهلاك الديون الخارجية، وما أسهم أكثر في هذا الانتعاش بعد أزمة 1994-1995 هو دخول اتفاقية "النافتا"² حيز التنفيذ.³

2- التجربة الهندية: قامت الهند بعد أزمتها سنة 1991 بترتيب الأوضاع المالية بصورة سليمة، وباشرت عملية التحرير التدريجي، ونتيجة لذلك قامت بتحرير تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات المحفظة، ثم تلاها تحرير التدفقات الأخرى، وتم تطبيق نظام سعر الصرف المرن في إطار التعويم الموجه.

بالرغم من تبني سياسة التحرير والاتجاه نحو تقليل الدين الخارجي استطاعت الهند تحويل تدفقات الديون قصيرة الأجل إلى ديون طويلة الأجل، إذ أظهرت التجربة الهندية أهمية اتباع النهج التدريجي للتحرير في إطار برامج الإصلاح المسبقة للقطاع المالي وكذا الاستقرار في الإصلاح والهيكلية التدريجية في القطاع المالي.⁴

3- التجربة الإندونيسية: أزالته إندونيسيا السيطرة على تدفقات رأس المال في نهاية الثمانينات، ويستشهد بها كأهم تجربة في تحرير حساب رأس المال قبل الحساب الجاري، وبقيت إندونيسيا محتفظة ببعض السيطرة على بعض معاملات حساب رأس المال على مدار التسعينات، حيث كانت فترة الإصلاحات فترة قصيرة من أواخر الثمانينات إلى منتصف التسعينات، وهو ما تطلب تطوير القطاع المالي والأسواق المالية المحلية مما تسبب في أزمة 1997، حيث انتهجت السلطات الهندية سياسات رقابية رداً على التدفقات الرأسمالية الكبيرة واستدعى ذلك تقديم برنامج من طرف صندوق النقد الدولي يتضمن تعويم سعر الصرف لتجنب أخطار تدفقات رأس المال قصيرة الأجل.⁵

¹ دونالد ماثيوس، ليليانا روخاس-سواريز: "تحرير حساب رأس المال"، نفس المرجع السابق، ص: 42.

² اتفاقية التجارة الحرة لدول أمريكا الشمالية.

³ ألفريدو كوفيفاس، أليخاندر ورنر: "تجربة المكسيك مع نظام سعر الصرف المرن"، مداخلة مقدمة في ندوة "نظم وسياسات سعر الصرف"، معهد السياسات الاقتصادية -صندوق النقد العربي- بالتنسيق مع صندوق النقد الدولي، 16-17 ديسمبر 2002، ص: 128-132.

⁴ يوسف عثمان إدريس: "تحرير حساب رأس المال، المزايا والمخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص: 12.

⁵ *The IMF's Approach to Capital Account Liberalization, Evaluation Report, 2005, P:14.*

4- التجربة البرازيلية: تميز اقتصاد البرازيل في بداية التسعينات بارتفاع معدل التضخم، الرقابة على الأجور والأسعار، الرقابة القوية على السياسة النقدية، ارتفاع الضرائب والإنفاق المالي الكبير، أدت هذه الأوضاع إلى توقع ارتفاع معدل التضخم وتفاوت أسعار الصرف التي شجعت التدفقات الرأسمالية الكبيرة، إذ ارتفع حجمها بشدة مما خلق حالة اللاتوازن.

قام البنك المركزي بالثبيت التدريجي لقيمة الدولار الحقيقي، وارتفعت تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وأسعار الفائدة المحلية مما حثَّ السلطات على القيام بإجراءات لاحتواء آثار التدفقات قصيرة الأجل عن طريق تقييد التدفقات الأجنبية لتخفيض تكاليف أسعار الصرف وتقليل الطلب الكلي، كما تم تعديل التشريعات والنظم المصرفية، وتطبيق مزيد من الرقابة على رأس المال لتقوية آجال وتركيبة التدفقات الداخلة بربط الاستثمارات في أصول محددة وزيادة الضرائب على مستويات معينة من التدفقات الداخلة.

من الدروس المستفادة من هذه التجربة عدم إصلاح الاقتصاد الكلي خاصة السياسة المالية، كما أنه من الصعب الرقابة الفاعلة على تدفقات رأس المال ومكوناته في ظل تفاوت أسعار الصرف والأسواق المالية المعقدة.¹

5- التجربة الكولومبية: ارتفعت تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل في بداية التسعينات، حيث بلغت أكثر من 7% من الناتج المحلي الإجمالي، وذلك نتيجة لتطبيق برامج الإصلاح والانفتاح الاقتصادي بتحرير التجارة الخارجية وإلغاء الرقابة على النقد الأجنبي وأسعار الصرف، وتشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر والسياسة النقدية المحكمة.

انتهج البنك المركزي سياسة نظام التعويم للبيزو سنة 1999، والتدخل لزيادة الاحتياطات وتخفيض التدفقات قصيرة الأجل، ولتقليل الضغوط وآثار التدفقات الداخلة على أسعار الصرف تدخلت الحكومة جزئياً بتحرير التدفقات عن طريق عمليات السوق المفتوح، ونتيجة لذلك تعرض البنك المركزي لخسائر كبيرة، واستمر ارتفاع أسعار الصرف مما أدى إلى تخفيض التدفقات الداخلة، بالإضافة إلى ذلك تم تسهيل تدفقات رأس المال إلى الخارج وتقوية الأنظمة المالية وفرض ضرائب إضافية لصفقات الحساب الجاري لأغراض المضاربة، وفرض نظام الاحتياطات المطلوبة على الاقتراض الخارجي.

تمثلت الدروس المستفادة من هذه التجربة في تقييم نظام سعر الصرف في كولومبيا خلال فترة تحرير حساب رأس المال الذي كان يسير نحو المزيد من المرونة وغياب السياسة المالية الصارمة الذي عقّد من مهمة السياسة النقدية في الرقابة على التضخم وأسعار الصرف. إضافة إلى أن تطوير وظائف القطاع المالي وتحديث أنظمتها كانت وراء برنامج التحرير المالي.²

¹ يوسف عثمان إدريس: "تحرير حساب رأس المال، المزايا والمخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص: 12-13.

² يوسف عثمان إدريس: "تحرير حساب رأس المال، المزايا والمخاطر"، نفس المرجع السابق، ص: 13.

خلاصة الفصل الثاني:

إن تركيز البلدان النامية بشدة على التعجيل بالتنمية الاقتصادية من أجل زيادة دخل الفرد بأسرع ما يمكن دفعها إلى الاستعانة برؤوس الأموال الأجنبية، وتدفق هذه الأخيرة سواء في شكل نقدي أو في شكل استثمارات من شأنه أن يخلق أثارا سلبية على غرار الآثار الإيجابية، فزيادة حجم رؤوس الأموال المتدفقة يؤدي إلى زيادة الناتج الوطني، وبالتالي ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي، كما أنها تقلل من حدة التضخم الذي يصاحب عادة التنمية نتيجة زيادة القوة الشرائية الناتجة عن التشغيل، إضافة إلى آثار أخرى أهم، كسد عجز ميزان المدفوعات الناجم عن زيادة حجم الواردات عن الصادرات، والحصول على التكنولوجيا المصاحبة للاستثمارات الأجنبية.

إن رؤوس الأموال الأجنبية المتدفقة إلى الدول النامية قد تأخذ عدة أشكال أهمها الاستثمارات الأجنبية، هذه الأموال تكون ذات مصادر رسمية أو خاصة، وكلاهما يختلفان في التأثير وتكلفة التمويل، فالعبرة ليست في مصدر التمويل ونوعه بل في الكيفية التي يتم بها تخصيصه واستخدامه، فهي التي تؤدي إلى مقدرة الدولة على سداد أعباء هذا التمويل، فالتمويل الخارجي يصبح تمويلا سهلا مهما بلغت الأعباء والالتزامات الخارجية التي تترتب عنه إذا ما تم تخصيصه في إنتاج السلع القابلة للتصدير واستخدامه بكفاءة عالية.

إن الآثار الإيجابية لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول النامية وما آلت إليه التحولات الاقتصادية دفع العديد من هذه الدول إلى تبني سياسة الانفتاح الاقتصادي، فعلى غرار التحرير التجاري قامت هذه الدول بتحرير حساب رأس المال كجزء من التحرير المالي وجعل رأس المال يتحرك دون قيود، ومن أهم التجارب الرائدة في هذا المجال تجارب دول أمريكا اللاتينية ودول جنوب شرق آسيا في التسعينات، وهو ما أثبت عدم فعالية آليات التحكم في التدفقات الرأسمالية، فرأس المال الأجنبي مصدر هام للتمويل إذا ما رافق ذلك كفاءة الاستخدام والتوجيه الاستراتيجي له.

الفصل الثالث

دراسة قياسية لسلوك رؤوس الأموال الأجنبية في ظل
أنظمة الصرف المتبعة في كل من تونس، الجزائر والمغرب

تمهيد

إن سعي الدول النامية في السنوات الحالية والقادمة إلى استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية وتحفيز عودة رؤوس الأموال الوطنية المهاجرة يتوجب بذل الجهود وتوفير الحوافز الاستثمارية، وهو ما يتمثل أساسا في المزيد من الإصلاح على المستوى الكلي والجزئي، ومن أهم المعطيات الاقتصادية التي تدخل ضمن عملية الإصلاح، أنظمة الصرف وكيفية إدارة سعر الصرف وآلية تقديره.

بدأت بعض دول المغرب العربي في تطبيق برامج الإصلاح الاقتصادي منذ منتصف الثمانينات حتى بداية التسعينات من أجل تحرير الاقتصاد الوطني في ظل إفرات العولمة الاقتصادية، تخفيض أعباء المديونية وتحرير أسعار الفائدة وأسعار الصرف، هذه الأخيرة التي سيتم التركيز عليها بإبراز فعاليتها في نجاح تجارب الإصلاح وأثرها على جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وبالخصوص الاستثمار الأجنبي المباشر، وعلى هذا الأساس سيتم دراسة تجارب ثلاث دول مغاربية في هذا المجال، تونس التي تتبع نظام التعويم المدار منذ سنة 1994، الجزائر التي تتبع نظام التعويم المدار كذلك منذ سنة 1995، والمغرب التي تتبع نظام ربط الدرهم بسلة من العملات منذ سنة 1996، حيث سيتم دراسة سلوك رؤوس الأموال الأجنبية في ظل هذه الأنظمة باستخدام أساليب قياسية لتوضيح السلوك الإحصائي لهذه المتغيرات واتجاهاتها.

وسيتم دراسة هذا الموضوع في هذا الفصل من خلال ثلاثة مباحث:

- المبحث الأول:** سلوك رأس المال الأجنبي خلال فترة التعويم المدار (1994-2008) في تونس.
- المبحث الثاني:** سلوك رأس المال الأجنبي خلال فترة التعويم المدار (1995-2008) في الجزائر.
- المبحث الثالث:** سلوك رأس المال الأجنبي خلال فترة التثبيت (1996-2008) في المغرب.

المبحث الأول: سلوك رأس المال الأجنبي خلال فترة التعويم المدار (1994-2008) في تونس.

اتجهت تونس في ظل الإصلاح الاقتصادي إلى تحرير سعر الصرف مع جعل الدينار التونسي عملة قابلة للتحويل في أسواق العملات الأجنبية، كما قامت بافتتاح سوق جديدة للصرف الأجنبي في مارس 1994،¹ وتبّع تونس سياسة التعويم المدار للعملة اعتباراً من سنة 1994.

المطلب الأول: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في ظل أنظمة الصرف المتبعة في تونس.

أصبح سعر الصرف وآلية تحديده متغيراً مهماً لتشجيع رؤوس الأموال الأجنبية على التدفق إلى الاقتصاد التونسي، وهذا ما يفسره تطور تدفق هذه الأموال خاصة بعد الإصلاحات الاقتصادية التي قامت بها السلطات التونسية وتبني نظام سعر الصرف العائم المدار (المسير إدارياً).

أولاً: أنظمة الصرف التي مرت بها تونس: خلال الفترة 2 ماي 1929 إلى غاية 6 سبتمبر 1939 كان الفرنك التونسي مربوطاً بالذهب، ثم طُبق نظام الرقابة على الصرف في هذا التاريخ إلى غاية جوان 1943، ثم تم ربط الفرنك التونسي بالدولار والجنيه الاسترليني ليتم التخلي عن هذا الربط في 6 ديسمبر 1944، وربط الفرنك التونسي بعد ذلك بالفرنك الفرنسي إلى غاية 26 جانفي 1948، وهو التاريخ التي تم فيه تحديد الفرنك التونسي على أساس الفرنك الفرنسي مع هوامش تقلب بحدود $\pm 2\%$ ، كما طبقت تونس سعر صرف متعدد خلال الفترة من أبريل 1949 إلى غاية 1 نوفمبر 1958.²

تم إحداث معهد الإصدار الوطني المستقل في عام 1958، حيث جسّم مبادئ السيادة للسياسة النقدية والاستقلال المالي بواسطة إصدار الدينار التونسي بتاريخ 1958/12/30 على أساس سعر تكافؤ مع الذهب يساوي 2.11588 غرام من الذهب الخالص، كما قامت تونس بوضع حدّ لتبعية منطقة الفرنك الفرنسي في سنة 1961 وأعدت صياغة سياستها في مجال الصرف والمدفوعات الخارجية التي تعتمد على المراقبة الشديدة والمخصصة لدعم الاقتصاد، كما قامت في 28 سبتمبر 1964 بإجراء تخفيض بنسبة 20% بسبب الاستقرار الذي عرفه الدينار، والذي ألحق ضرراً بالقدرة التنافسية الخارجية للمنتجات التونسية وتفاقم اختلال المدفوعات الخارجية.

وعقب انهيار نظام بريتون وودز في سنة 1971 تخلت تونس عن الذهب واختارت المارك الألماني كأداة للتصحيح، خاصة مع تعميم نظام الصرف المرن الجديد، وعدم الاستقرار الذي عرفته العملة الفرنسية خلال الفترة 1973-1978، بعد ذلك تم ربط الدينار منذ أبريل 1978 بسلة متكونة من ثلاث عملات،³ هي الفرنك

¹ حمدي عبد العظيم: "الإصلاح الاقتصادي في الدول العربية بين سعر الصرف والموازنة العامة"، مرجع سبق ذكره، ص: 228-229.

² Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff: "THE MODERN HISTORY OF EXCHANGE RATE ARRANGEMENTS: A REINTERPRETATION", Working Paper 8963, NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, Cambridge, June 2002, PP:100.

³ بربري محمد أمين: "سياسة التحرير التدريجي للدينار وانعكاساتها على تطور وضعية عناصر ميزان المدفوعات الجزائري خلال الفترة 1990-2003"، مرجع سبق ذكره، ص: 125.

الفرنسي، المارك الألماني والدولار الأمريكي. توسعت هذه السلة في 1981 لتشمل الليرة الإيطالية، الفرنك البلجيكي، والجولدر الهولندي، والبيزيتا الإسبانية.¹

رغم هذا التعديل ازدادت الأوضاع أكثر تعقيداً، ففكرت السلطة التونسية بإعادة صياغة السياسة الاقتصادية الكلية والمتناسقة بطريقة تعتمد على سياسة سعر الصرف كأداة يمكن أن تشكل عامل تحسين القدرة التنافسية للمنتج التونسي عند التصدير، فلم تكتف بعمليات المتعاملين التجاريين مع تونس في تحديد سعر الدينار التونسي، ولكنها أخذت في الاعتبار عملات البلدان المنافسة، وخاصة عملات بلدان حوض البحر المتوسط.²

شرعت تونس في تخفيض عملتها في سنة 1986 إلى غاية 1989. وفي عام 1992 تم الوصول إلى التحويل الجاري لسعر الصرف.³ وذلك من خلال ما تم تقريره يوم 19 أوت 1986 من تخفيض قيمة الدينار بنسبة 10%، واستمر انزلاق الدينار خلال الفترة 1987-1989، كما اندرجت هذه المنهجية منذ سنة 1987 في إطار سياسة واضحة ومتناسقة للتعديل أطلق عليها اسم "برنامج الإصلاح الهيكلي"، الذي يعتمد على إعادة إرساء آليات السوق للاقتصاد الوطني لتضمن التعديل السريع والضروري لقيمة الدينار، وحتى يصبح هذا الأخير عاملاً لتشجيع الصادرات ومكبهاً للواردات، وذلك بهدف الحد من خلل المدفوعات الخارجية.

في نهاية سنة 1989 اقترب الدينار من قيمته الحقيقية وأصبح بذلك قادراً على القيام بدور إيجابي في دعم استقرار الاقتصاد، وتم تعزيز هذا المسار بقابلية التحويل الجاري للدينار في ديسمبر 1992، وفي مارس 1994 تم إنشاء سوق للصرف ما بين البنوك معلنة بذلك عن تبني نظام التعويم المدار لـ 24 عملة للتسوية تتحدد أسعارها وفق العرض والطلب عليها من قبل البنوك.⁴ وقد ترتب على ما سبق تحسن سعر صرف الدينار التونسي حتى بلغ 0.9508 ديناراً للدولار الواحد في نهاية عام 1995 و0.9912 ديناراً للدولار عام 1994 وذلك 1.0466 ديناراً للدولار عام 1993، وتوضح إحصائيات صندوق النقد الدولي أن سعر الصرف الفعلي الحقيقي قد ارتفع إلى 2.1 عام 1995 مقابل 0.5 فقط عام 1994 و1.2 عام 1993.⁵

وإثر تعديل جوان 1997 أصبحت البنوك حرة في تحديد سعر صرف الدينار الحاضر، وتتعامل بحرية مع البنوك الأجنبية وفيما بينها. بعدها جاءت سوق الصرف الآجل لتعزيز سوق الصرف بالحاضر قصد تطويرها

¹ بن بوزيان محمد، زياني الطاهر: "الأورو وسياسة سعر الصرف في الجزائر: دراسة مقارنة مع تونس والمغرب"، الملتقى الوطني الأول حول: الاقتصاد الجزائري في الألفية الثالثة، جامعة البليدة، 21-22 ماي 2002، ص:9.

² بربري محمد أمين: "سياسة التحرير التدريجي للدينار وانعكاساتها على تطور وضعية عناصر ميزان المدفوعات الجزائري خلال الفترة 1990-2003"، مرجع سبق ذكره، ص:125.

³ بن بوزيان محمد، زياني الطاهر: "الأورو وسياسة سعر الصرف في الجزائر: دراسة مقارنة مع تونس والمغرب"، مرجع سبق ذكره، ص:9.

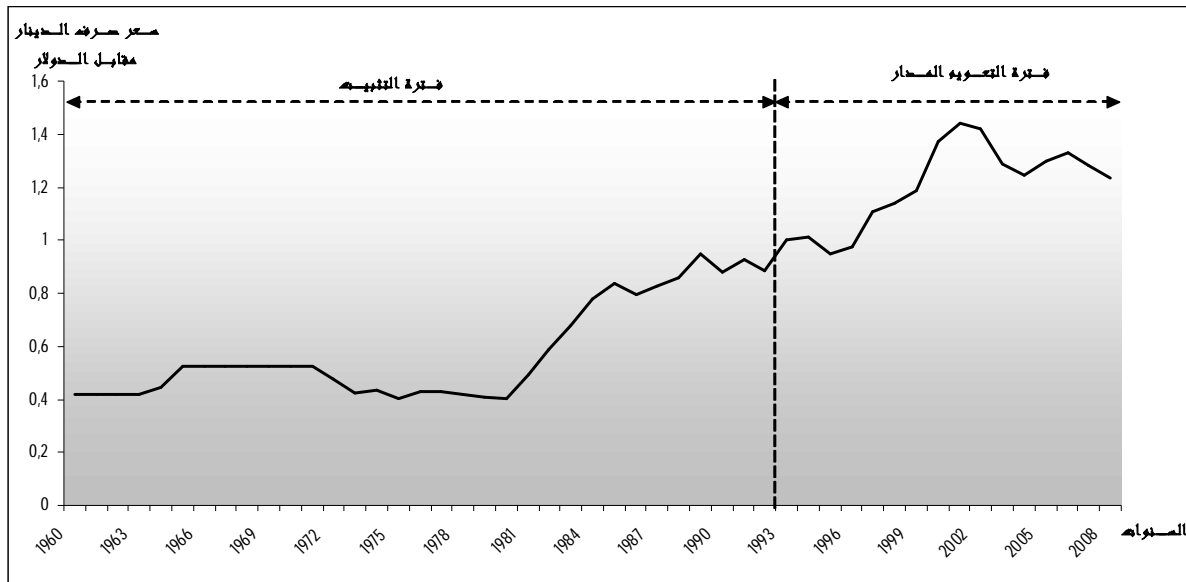
⁴ بربري محمد أمين: "سياسة التحرير التدريجي للدينار وانعكاساتها على تطور وضعية عناصر ميزان المدفوعات الجزائري خلال الفترة 1990-2003"، مرجع سبق ذكره، ص:126.

⁵ حمدي عبد العظيم: "الإصلاح الاقتصادي في الدول العربية بين سعر الصرف والموازنة العامة"، مرجع سبق ذكره، ص:229.

بصفة مطابقة لمتطلبات التصرف من قبل العاملين في حقل العمليات لأجل، حيث بدأت هذه السوق نشاطها في جويلية 1997، وفي هذا الإطار يتدخل البنك المركزي في السوق ليعدل سيولتها أو التسعيرات في حالة حدوث تقلبات هامة في أسعار الصرف، ويضع على ذمة البنوك السيولة اللازمة لضمان الملاءمة بين العرض والطلب.¹

تؤكد السلطات التونسية على استعمال هذه الآلية لسعر الصرف لإبقاء المنافسة الخارجية، وذلك من خلال عزل سعر الصرف بشكل كبير عن ضغوط السوق وجعله تحت سيطرة كبيرة، فبعدما كانت تونس تستهدف سعر صرف حقيقي مستقر غادرت في سنة 2000 هذه القاعدة، وذلك لتطوير واعتماد مجموعة من المؤشرات الاقتصادية لتوجيه سياسة سعر الصرف.²

الشكل 3-1: تطور سعر صرف الدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 1960-2008



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على World Bank, Database 2010، وباستخدام برنامج Excel.

ثانياً: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في ظل أنظمة الصرف التي مرت بها تونس: اعتباراً من سنة 1994 اهتمت تونس بإعادة تنظيم السوق المالية وتطوير وتنمية البورصة التونسية لكي تلعب دوراً هاماً في جذب المدخرات وتمويل الاستثمارات وتنشيطها ونجاح عملية الخصخصة، وقد صدر قانون في عام 1995 يتيح للأجانب وغير المقيمين اقتناء الأسهم التونسية سواء المقيدة في الأسواق المالية أو غير المقيدة، وقد أدى ذلك إلى زيادة إجمالي حجم التداول بالمليون دينار تونسي حتى بلغت قيمته 919 مليوناً ديناراً تونسياً عام 1995 مقابل 90

¹ بربري محمد أمين: "سياسة التحرير التدريجي للدينار وانعكاساتها على تطور وضعية عناصر ميزان المدفوعات الجزائري خلال الفترة 1990-2003"، مرجع سبق ذكره، ص:126.

² Philippe D. Karam: "Exchange Rate Policies in Arab Countries: Assessment and Recommendations", Economic Policy Institute, Arab Monetary Fund, Abu Dhabi, December 2001, P:13.

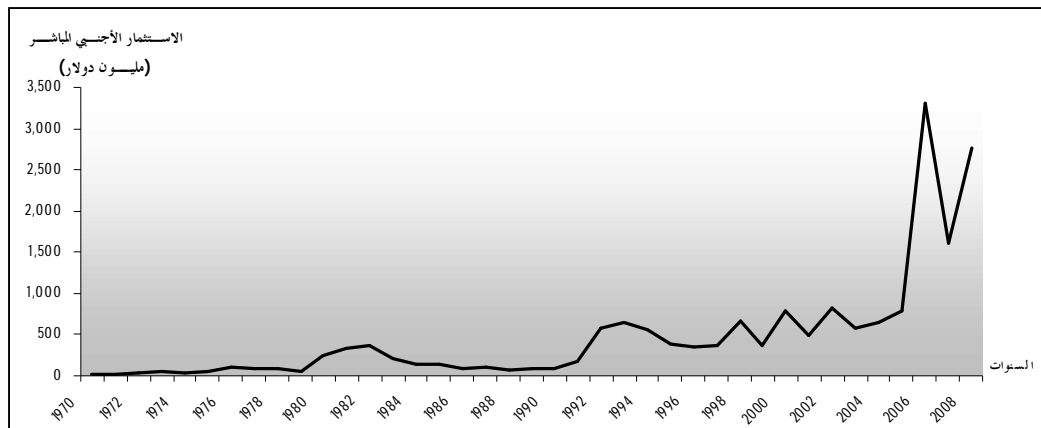
مليون دينار سنة 1991، كما ارتفع عدد شركات الاستثمار من 23 شركة إلى 107 شركة خلال نفس الفترة وقد ترتب على ذلك ارتفاع نسبة رأس مال السوق إلى إجمالي الناتج المحلي من 0.5% إلى 20% خلال نفس الفترة.¹ أما فيما يتعلق بالرقابة على رأس المال، فقد كانت هناك سيطرة شاملة على مختلف بنود حساب رأس المال في بداية التسعينات ليسمح بعدها بتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال مجموعة من الحوافز، إضافة إلى التحرير الجزئي لاستثمارات الحوافز المالية في عام 1995.²

1- تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر: من خلال الشكل 3-2 نلاحظ أن حجم الاستثمار الأجنبي المباشر المتدفق إلى تونس خلال فترة تثبيت سعر الصرف لم يبلغ مستوى كبيراً، حيث بلغ ذروته سنة 1982 بـ 370.6900 مليون دولار، أما عن معدل النمو السنوي لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر فقد كانت متفاوتة، حيث بلغت أقصاها 400.87% بين سنتي 1979 و1980.

خلال فترة التعويم المدار سجل تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى تونس تطوراً ملحوظاً، ففي السنوات الأولى من الإصلاح الاقتصادي في تونس ارتفع حجم الاستثمار من 172.8 مليون دولار سنة 1991 إلى 583.6 مليون دولار سنة 1992. معدل نمو سنوي بلغ 237.73%، وخلال هذه الفترة بلغ تدفق الاستثمار أقصاه سنة 2006 بـ 3311.8 مليون دولار، كما أن معدل النمو السنوي تجاوز 323% بين سنتي 2005 و2006.

بالنظر إلى معدل النمو المتوسط خلال الفترتين (فترة التثبيت وفترة التعويم المدار) نجد أن هناك تفاوتاً ملحوظاً، حيث سجل المعدل نسبة 40.84% خلال فترة ما قبل التعويم المدار ونسبة 31.78% خلال فترة التعويم المدار، فمن جانب القيم الاسمية لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر نجد أن نظام التعويم المدار المرفق بالإصلاحات الاقتصادية كان فعالاً في استقطاب هذه النوع من التدفقات، أما من جانب النمو السنوي لهذه التدفقات فلم يكن هذا النظام فعالاً بحكم المعدل المحصل عليه.

الشكل 3-2: تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى تونس خلال الفترة 1970-2008



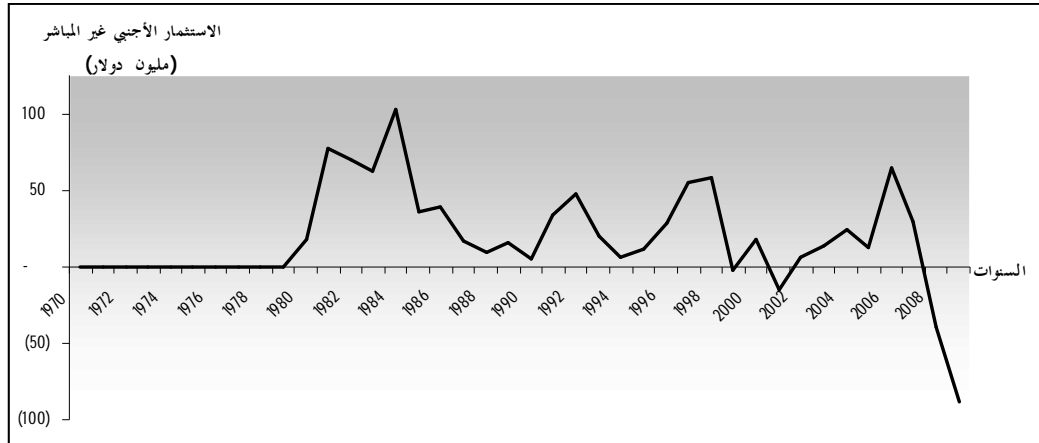
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الإحصائيات الواردة في الملحق رقم 01 وباستخدام برنامج Excel.

¹ حمدي عبد العظيم: "الإصلاح الاقتصادي في الدول العربية بين سعر الصرف و الموازنة العامة"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 228.

² Thomas Vlassopoulos Nicholas Tsaveas , Heather Gibson : "Capital flows, Capital account libéralisation and méditerrananean countries", Working Paper No.33, BANK OF GREECE, February 2006, P:34.

2- **تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر:** تميزت تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى تونس بالتذبذب خلال الفترتين (الشكل 3-3)، حيث قاربت قيمته 103 مليون دولار سنة 1984، ووصلت إلى 64.84 مليون دولار سنة 2006، وسجلت معدل نمو سنوي بلغ أقصاه بين سنتي 1990 و1991 بـ 636.20% خلال الفترة الأولى و435% بين سنتي 2005 و2006 في فترة التعويم المدار.

الشكل 3-3: تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى تونس خلال الفترة 1970-2008

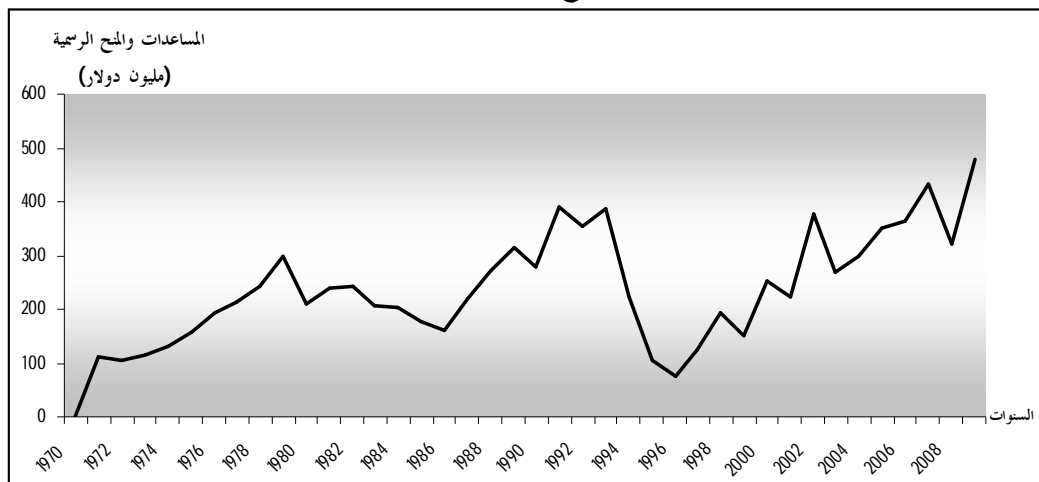


المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الإحصائيات الواردة في الملحق رقم 01 وباستخدام برنامج Excel.

بتفحص المعدل المتوسط لنمو التدفقات نجد أنه خلال فترة ما قبل التعويم المدار بلغ المعدل نسبة 65.46% في حين بلغ نسبة ضعيفة في فترة التعويم المدار بحوالي 13%.

3- **تدفقات المنح والمساعدات الرسمية:** يوضح الشكل 3-4 تدفقات المنح والمساعدات الرسمية إلى تونس حيث تشابه سلوك هذه التدفقات خلال الفترتين، فارتفعت من 112.85 مليون دولار سنة 1971 إلى 391 مليون دولار سنة 1991، بمعدل نمو سنوي متوسط بلغ 7.20%، في حين ارتفعت هذه التدفقات خلال فترة التعويم المدار من 74.71 مليون دولار سنة 1996 إلى حوالي 431 مليون دولار سنة 2007 بمعدل نمو سنوي قارب 6.6%.

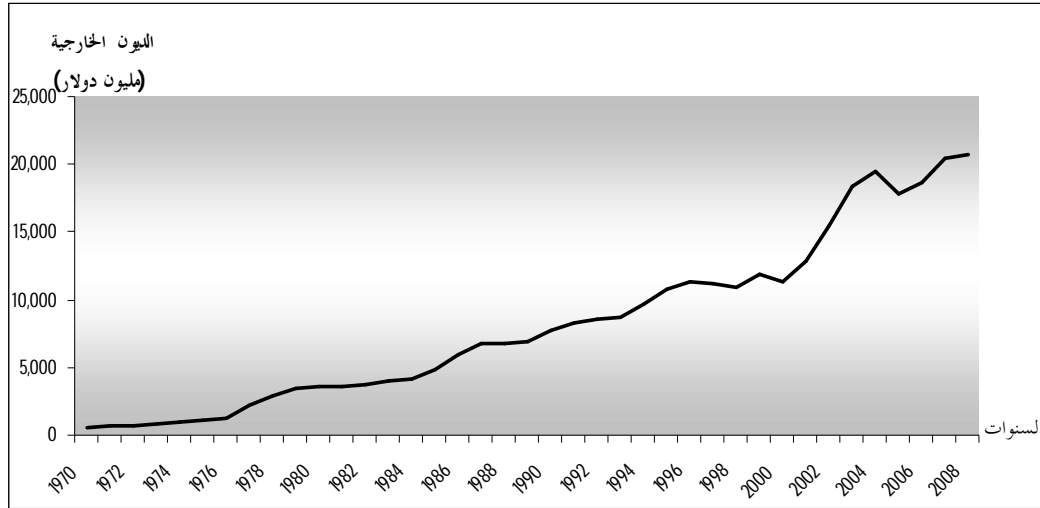
الشكل 3-4: تدفق المساعدات والمنح الرسمية إلى تونس خلال الفترة 1970-2008



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الإحصائيات الواردة في الملحق رقم 01 وباستخدام برنامج Excel.

4- تطور الديون الخارجية: شهدت الديون الخارجية في تونس تطورا ملحوظا منذ أواخر السبعينات من القرن العشرين، ويظهر ميل اتجاهها العام في الشكل 3-5 أين قارب 10.45% خلال الفترة 1970-2008، وبلغت الديون الخارجية أقصاها سنة 2008 بحوالي 20.8 مليار دولار بعدما بلغت سنة 1994 قيمة 9.6 مليار دولار وقيمة 598.62 مليون دولار سنة 1970، وبلغ معدل نموها السنوي 13.17% خلال فترة التثبيت و6.29% خلال فترة التعويم المدار.

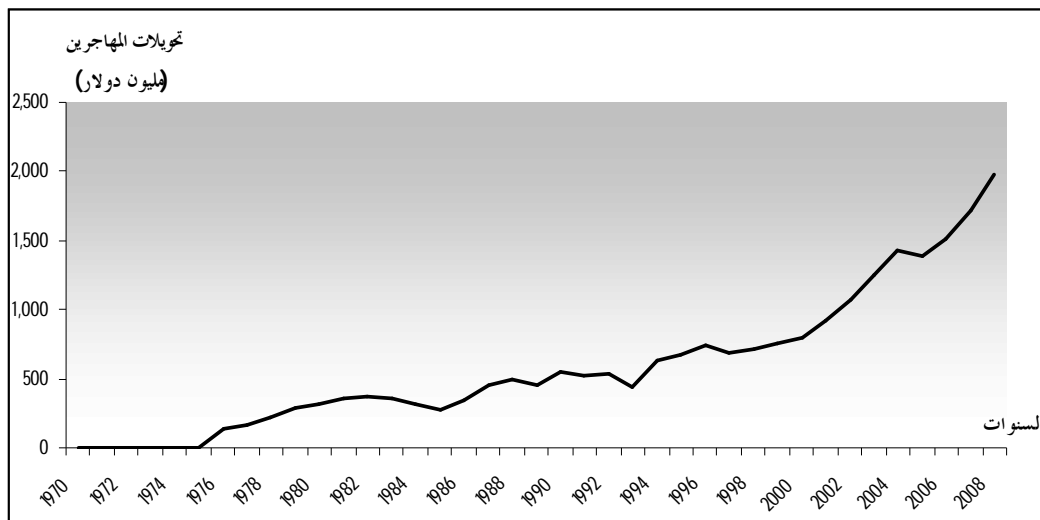
الشكل 3-5: تطور الديون الخارجية في تونس خلال الفترة 1970-2008



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الإحصائيات الواردة في الملحق رقم 01 وباستخدام برنامج Excel.

5- تدفقات تحويلات المهاجرين: فيما يتعلق بتحويلات المهاجرين إلى تونس فإنها شهدت تطورا ملحوظا وازدادت بوتيرة سنوية بلغت 10.90% خلال فترة التعويم المدار بعدما كانت نسبة التطور 8.18% خلال الفترة ما قبل التعويم المدار، وبلغت تحويلات المهاجرين أقصاها سنة 2008 بـ 1.976 مليار دولار بعدما بلغت 628 مليون دولار سنة 1994 و142 مليون دولار سنة 1976.

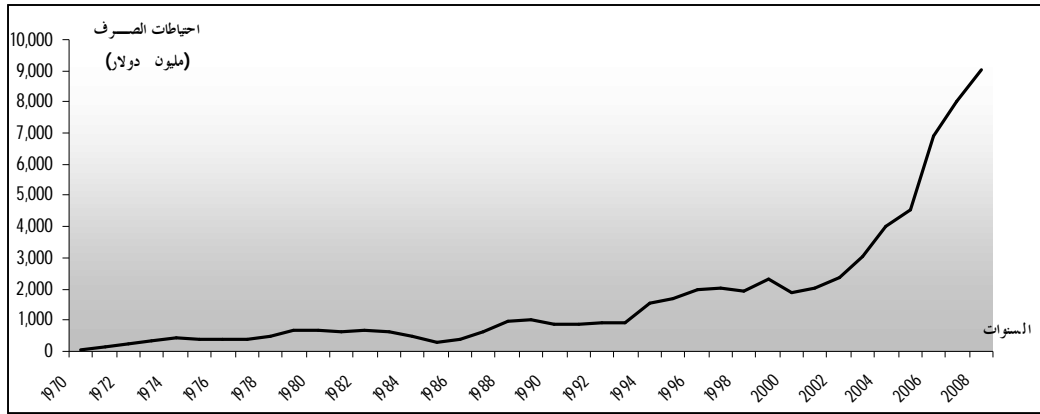
الشكل 3-6: تدفقات تحويلات المهاجرين إلى تونس خلال الفترة 1970-2008



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الإحصائيات الواردة في الملحق رقم 01 وباستخدام برنامج Excel.

6- تطور احتياطات الصرف: فيما يخص احتياطات الصرف فقد كانت ضعيفة بالقيمة، حيث بلغت أقصاها 1.036 مليار دولار سنة 1989 لتتخفف بعدها إلى 866.0473 مليون دولار سنة 1991، وتغيرت خلال هذه الفترة بمعدل سنوي متوسط بلغ 17.92% في حين بلغ هذا المعدل نسبة 17.98% خلال فترة التعويم المدار، هذه الفترة التي شهدت ارتفاعاً كبيراً في قيمة الاحتياطات حيث انتقلت من 1.544 مليار دولار سنة 1994 إلى حوالي 9.039 مليار دولار سنة 2008 إذ تضاعفت بـ 5.85 مرة، وما يلاحظ من ذلك أن توجه تونس إلى نظام التعويم المدار كان له أثر إيجابي على تراكم احتياطات الصرف، وهذا ما يوضحه الشكل 3-7.

الشكل 3-7: تطور احتياطات الصرف في تونس خلال الفترة 1970-2008



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الإحصائيات الواردة في الملحق رقم 01 وباستخدام برنامج Excel.

المطلب الثاني: علاقة سعر الصرف بتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

يعد الاستقرار شرطاً أساسياً في دراسة وتحليل السلاسل الزمنية، ففي حالة غياب صفة الاستقرار فإن الانحدار الذي نحصل عليه يكون زائفاً بالرغم من النسبة المرتفعة لمعامل التحديد وتحقق معنوية المعلمات المقدرة، ففي حالة تحقق خاصية التكامل في السلاسل الزمنية لهذه المتغيرات من نفس الدرجة فإنه من المستحسن تطبيق طريق التكامل المتزامن.

أولاً: دراسة وصفية للسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة: تتم هذه الدراسة الوصفية من خلال عرض أهم الخصائص الإحصائية للمتغيرات المدروسة، المتوسط، الانحراف المعياري، أقصى وأدنى قيمة إضافة إلى الوسيط.

1- سلسلة سعر الصرف (TCH): تتكون السلسلة TCH من 15 مشاهدة، تمتد من سنة 1994 إلى سنة 2008، بمتوسط وقيمة عظمى 1.217827 وقيمة صغرى 0.9458 سجلت سنة 1995، بينما يُنصف هذه السلسلة وسيط قيمته 1.2455، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 0.155585¹.

2- سلسلة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية (SFVR): تتكون السلسلة SFVR من 15 مشاهدة، تمتد من سنة 1994 إلى سنة 2008، بمتوسط وقيمة عظمى 17588.90 وقيمة صغرى 26798.56 سجلت سنة 2008 وقيمة صغرى 11644.81

¹ أنظر الملحق رقم 44.

سجلت سنة 1994، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 14668.60، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 1.5740.264¹

ثانيا: اختبار استقرارية سلاسل المتغيرات المدروسة عند المستوى: تبنى دراسة الاستقرارية على مجموعة من المراحل بداية بفحص دوال الارتباط الذاتي، تحديد درجة التأخير ثم إجراء اختبار *ADF*، وفي حالة عدم تحقق خاصية الاستقرارية يتم اللجوء إلى الفروق من الدرجة الأولى ثم الثانية... وإجراء الاختبار بعد كل مرحلة إلى أن تستقر المتغيرات.

1- اختبار معنوية دوال الارتباط الذاتي واختبار *Ljung-Box*: بفحص دالة الارتباط الذاتي لسلسلة سعر الصرف *TCH* يتضح أن المعامل المحسوب من أجل الفجوة 1 يختلف معنويا عن الصفر (خارج مجال الثقة)²، واختبار *Ljung-Box* يثبت ذلك، إذ أن إحصائية *LB* المحسوبة (آخر قيمة في العمود *Q-Stat*) ($LB = 30.07$) أكبر من القيمة الجدولية ($\chi^2_{0.05;15} = 24.996$)، وبالتالي نرفض فرضية العدم القائلة بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0 : P_1 = P_2 = \dots = P_{10} = 0$)، ونقبل الفرض البديل $H_0 : P_1 \neq 0, \dots, P_{10} \neq 0$. وبفحص دالة الارتباط الذاتي لسلسلة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية (*SFVR*) يتضح أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوتين 1 و2 تختلف معنويا عن الصفر (خارج مجال الثقة)³، واختبار *Ljung-Box* يثبت ذلك، إذ أن إحصائية *LB* المحسوبة (آخر قيمة في العمود *Q-Stat*) ($LB = 49.02$) أكبر من القيمة الجدولية ($\chi^2_{0.05;15} = 24.996$)، وبالتالي نرفض فرض العدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0 = P_1 = P_2 = \dots = P_{10} = 0$).

2- تحديد درجة التأخير: يتم تحديد درجة التأخر بالاعتماد على أدنى قيمة لمعيار *Akaike* و *Schwartz*.
أ- تحديد درجة التأخير في السلسلة *TCH*: ومن خلال نتائج الجدول 3-1 يتضح أن درجة التأخير هي: $P=4$ في النموذجين الثالث والثاني، أما النموذج الأول فدرجة التأخير هي: $P=0$.
الجدول 3-1: تحديد درجة التأخير في السلسلة *TCH*.

النموذج الأول		النموذج الثاني		النموذج الثالث		درجة التأخير
<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	
2.0042-	2.0500-	1.9958-	2.0871-	-1.8096	-1.9466	$P=0$
1.9397-	2.0266-	2.3159-	2.4463-	-2.1213	-2.2952	$P=1$
1.8966-	2.0178-	2.1740-	2.3356-	-2.0055	-2.2076	$P=2$
1.7232-	1.8679-	1.9390-	2.1199-	-1.7220	-1.9391	$P=3$
1.3672-	1.5185-	2.4123-	2.5939-	-2.1821	-2.3939	$P=4$

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

¹ أنظر الملحق رقم 44.

² أنظر الملحق رقم 04.

³ أنظر الملحق رقم 04.

ب- تحديد درجة التأخير في السلسلة $SFVR$: من خلال نتائج الجدول 2-3 يتضح أن درجة التأخير هي: $P=0$

الجدول 2-3: تحديد درجة التأخير في السلسلة $SFVR$

النموذج الأول		النموذج الثاني		النموذج الثالث		درجة التأخير
<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	
18.1295	18.0839	18.2943	18.2030	18.0624	17.9324	$P=0$
18.2701	18.1832	18.4560	18.3256	18.24428	18.07045	$P=1$
18.5721	18.7509	18.7683	18.6066	18.38635	18.18431	$P=2$
18.8743	18.7296	19.0580	18.8771	18.54808	18.33104	$P=3$
19.1298	18.9785	19.3226	19.1411	18.79889	18.58708	$P=4$

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

3- اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF : يتم استخدام اختبار ADF لمعرفة الاستقرار، بعد تحديد درجة

التأخير لهذه السلسلة باستخدام معياري *Schwartz* و *Akaike*.

أ- نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة TCH : من خلال نتائج الجدول 3-3 يتضح أن سلسلة

سعر الصرف TCH غير مستقرة عند المستوى.

الجدول 3-3: نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة TCH ¹.

السلسلة	النموذج	درجة التأخير	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
TCH	3	4	b	-	-	0.9931	نقبل فرضية العدم، أي أن مقدر معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي نرفض فرضية أن تكون السلسلة من النوع TS .
			φ	-1.55	-3.99	-	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.
	2	4	c	-	-	0.0325	معامل الثابت يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي نرفض فرضية العدم، إذ أن السلسلة من نوع DS بانحراف.
			φ	-3.18	-3.21	-	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، ومنه فالسلسلة TCH غير مستقرة.
	1	0	φ	-0.51	-1.96	-	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة غير مستقرة.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

¹ أنظر الملحق رقم 05.

ب- نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور *ADF* لسلسلة *SFVR*: من خلال نتائج الجدول 3-4 يتضح أن سلسلة سعر الصرف *SFVR* غير مستقرة عند المستوى.

الجدول 3-4: نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور *ADF* لسلسلة *SFVR*¹.

السلسلة	النموذج	درجة التأخير	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
<i>SFVR</i>	3	0	b	-	-	0.07	نقبل فرضية العدم، أي أن مقدر معامل الاتجاه العام لا يختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي نرفض فرضية أن تكون السلسلة من النوع <i>TS</i> .
							نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.
	2	0	c	-	-	0.0325	معامل الثابت يختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي نرفض فرضية العدم، إذ أن السلسلة من نوع <i>DS</i> بانحراف.
							نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، ومنه فالسلسلة <i>SFVR</i> غير مستقرة، وهي من النوع <i>DS</i> .
1	0	ϕ	1.89	-1.96	-	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة غير مستقرة.	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

ثالثاً: اختبار استقرارية سلاسل المتغيرات المدروسة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى: بما أن السلاسل الخام غير مستقرة يتم اللجوء إلى اختبار استقرارية الفروق من الدرجة الأولى.

1- اختبار معنوية دوال الارتباط الذاتي واختبار *Ljung-Box*: بفحص دالة الارتباط الذاتي للسلسلة *D(TCH)* يتضح أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات k حيث $k > 0$ لا تختلف معنوياً عن الصفر (داخل مجال الثقة)²، واختبار *Ljung-Box* يثبت ذلك، إذ أن إحصائية *LB* المحسوبة (آخر قيمة في العمود *Q-Stat*) ($LB = 7.5452$) أقل من القيمة الجدولية ($\chi^2_{0.05;14} = 23.685$)، وبالتالي نقبل فرض العدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0 = P_1 = P_2 = \dots = P_{10} = 0$).

¹ أنظر الملحق رقم 07.

² أنظر الملحق رقم 04.

وبفحص دالة الارتباط الذاتي للسلسلة $D(SFVR)$ يتضح أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات k حيث $k > 0$ لا يختلف معنويًا عن الصفر (داخل مجال الثقة)¹، واختبار $Ljung-Box$ يثبت ذلك، إذ أن إحصائية LB المحسوبة (آخر قيمة في العمود $Q-Stat$) ($LB = 5.40$) أقل من القيمة الجدولية ($\chi^2_{0.05;14} = 23.685$) وبالتالي نقبل فرض العدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0 = P_1 = P_2 = \dots = P_{10} = 0$).

2- تحديد درجة التأخير: يتم تحديد درجة التأخير بالاعتماد على أدنى قيمة لمعيار $Akaike$ و $Schwartz$.

أ- تحديد درجة التأخير في السلسلة $D(TCH)$: من خلال نتائج الجدول 3-5 يتضح أن درجة التأخير هي: $P=2$ في النموذج الثالث، أما النموذجين الأول والثاني فدرجة التأخير هي: $P=0$.

الجدول 3-5: تحديد درجة التأخير في السلسلة $D(TCH)$

النموذج الأول		النموذج الثاني		النموذج الثالث		درجة التأخير
<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	
2.1258-	2.1693-	19637-	2.0507-	2.0234-	2.1538-	$P=0$
2.0700-	2.1508-	1.9237-	2.0450-	2.0834-	2.2451-	$P=1$
1.9405-	2.0490-	1.7287-	1.8734-	2.7348-	2.9156-	$P=2$
1.5944-	1.7154-	1.3782-	1.5295-	1.8216-	2.0031-	$P=3$
1.4120-	1.5216-	1.1727-	1.3042-	2.9821-	2.44525-	$P=4$

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

ب- تحديد درجة التأخير في السلسلة $D(SFVR)$: من خلال نتائج الجدول 3-6 يتضح أن درجة التأخير هي: $P=0$.

الجدول 3-6: تحديد درجة التأخير في السلسلة $D(SFVR)$

النموذج الأول		النموذج الثاني		النموذج الثالث		درجة التأخير
<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	
18.4711	18.4276	18.2728	18.1859	18.3671	18.2368	$P=0$
18.6137	18.5329	18.5690	18.4478	18.6567	18.4951	$P=1$
18.8869	18.7784	18.8402	18.6955	18.9916	18.8107	$P=2$
19.2097	19.0886	19.0928	18.9415	19.2350	19.0535	$P=3$
19.5486	19.4390	19.4621	19.3306	19.6397	19.4836	$P=4$

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

3- اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF : يتم استخدام اختبار ADF لمعرفة الاستقرار، بعد تحديد درجة التأخر لهذه السلسلة باستخدام معيار $Akaike$ و $Schwartz$.

أ- نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة $D(TCH)$: من خلال نتائج الجدول 3-7 السلسلة $D(TCH)$ مستقرة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى، وهذا يعني أن سلسلة TCH متكاملة من الدرجة الأولى

عند مستوى معنوية 5%. $TCH \rightarrow I(1)$ 5%

¹ أنظر الملحق رقم 04.

الجدول 3-7: نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة $D(TCH)$.¹

القرار	الاحتمال	القيمة الحرجة	إحصائية المعامل	المعامل	درجة التأخير	النموذج	السلسلة
مقدر معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي نرفض فرضية أن تكون السلسلة من النوع TS .	0.2656	-	-	b	2	3	$D(TCH)$
نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.	-	3.92-	1.88-	φ			
معامل الثابت لا يختلف معنويا عن الصفر، نقبل فرضية العدم، إذ أن السلسلة $D(TCH)$ من نوع DS بدون انحراف.	0.5428	-	-	c	1	2	
نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.	-	3.12-	2.32-	φ			
نقبل الفرضية البديلة بعدم وجود جذر وحدوي.	-	1.96-	2.29-	φ	1	1	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج $Eviews4$.

ب- نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة $D(SFVR)$:

الجدول 3-8: نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة $D(SFVR)$.²

القرار	الاحتمال	القيمة الحرجة	إحصائية المعامل	المعامل	درجة التأخير	النموذج	السلسلة
مقدر معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي نرفض فرضية أن تكون السلسلة من النوع TS .	0.82	-	-	b	0	3	$D(SFVR)$
نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.	-	3.82-	1.84-	φ			
معامل الثابت يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي نرفض فرضية العدم، إذ أن السلسلة من نوع DS بانحراف.	0.04	-	-	c	0	2	
نقبل الفرضية البديلة بعدم وجود جذر وحدوي.	-	3.12-	4.61-	φ			
نرفض فرضية العدم بعدم وجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة مستقرة.	-	1.96-	3.42-	φ	0	1	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج $Eviews4$.

¹ أنظر الملحق رقم 06.

² أنظر الملحق رقم 08.

من خلال نتائج الجدول 3-8 يتضح أن السلسلة $D(SFVR)$ مستقرة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى، وهذا يعني أن سلسلة $SFVR$ متكاملة من الدرجة الأولى عند مستوى معنوية 5%. $SFVR \rightarrow I(1)$5%
رابعا: اختبار علاقة التكامل المتزامن لـ (Engle-Granger): بعد دراسة السلاسل الزمنية من ناحية الاستقرار، وُجد أن هذه السلاسل مستقرة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى، ومن خلال ذلك فإن إمكانية وجود مسار مشترك بين هذه المتغيرات واردة في المدى الطويل، وللتأكد من ذلك سوف نقوم باختبار $(Engle-Granger)$.

يكون اختبار التكامل المتزامن لـ $(Engle-Granger)$ على مرحلتين، تقوم المرحلة الأولى على تقدير علاقة الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى، في حين تقوم المرحلة الثانية على اختبار استقرارية حد الخطأ ε_t لمعادلة الانحدار المقدرة، ففي حالة استقرارية حد الخطأ عند المستوى أي متكامل من الدرجة "0" $(I(0))$ فهذا يعني وجود علاقة تكامل متزامن بين المتغيرين.

1- تقدير العلاقة الانحدارية بين $SFVR$ و TCH : تأخذ العلاقة الانحدارية شكل المعادلة التالية:

$$SFVR = \hat{\alpha} + \hat{\beta}.TCH$$

بعد إجراء عملية التقدير حصلنا على النتائج التالية:¹

$$SFVR = -3716.09 - 17494.28 TCH$$

$$F = 3.77(0.0741)..... R^2 = 0.2248 DW = 2.85$$

2- اختبار استقرارية البواقي: نقوم باختبار استقرارية بواقي النموذج المقدر من خلال اختبار معنوية دوال الارتباط الذاتي، واختبار الاستقرارية باستخدام اختبار ADF .

أ- اختبار معنوية دوال الارتباط الذاتي واختبار $Ljung-Box$: بفحص دالة الارتباط الذاتي يتضح أن المعامل المحسوب من أجل الفجوة 1 يختلف معنويا عن الصفر (خارج مجال الثقة)²، واختبار $Ljung-Box$ يثبت ذلك، إذ أن إحصائية LB المحسوبة (آخر قيمة في العمود $Q-Stat$) $(LB = 33.26)$ أكبر من القيمة الجدولية $(\chi^2_{0.05;15} = 24.996)$ ، وبالتالي نرفض فرض العدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر $(H_0 = P_1 = P_2 = = P_{10} = 0)$ ، كما أن احتمال إحصائية $Q-Stat$ أصغر من 0.05 $(prob = 0.00 < 0.05)$ ، وبالتالي فإن البواقي ليست عبارة عن تشويش أبيض، كما أن احتمال إحصائية $prob(JB) = 0.65 > 0.05$ ، وبالتالي فالبواقي تتبع التوزيع الطبيعي.³

ب- تحديد درجة التأخير: يتم تحديد درجة التأخير بالاعتماد على أدنى قيمة لمعيار $Akaike$ و $Schwartz$ ، ومن خلال نتائج الجدول 3-9 يتضح أن درجة التأخير هي: $P=0$.

¹ أنظر الملحق رقم 09.

² أنظر الملحق رقم 10.

³ أنظر الملحق رقم 11.

الجدول 3-9: تحديد درجة التأخير في سلسلة البواقي ε_t

النموذج الأول		النموذج الثاني		النموذج الثالث		درجة التأخير
<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	
18.9188	18.8732	19.0296	18.9383	18.9698	18.8329	$P=0$
19.1510	19.0640	19.3037	19.1733	19.0775	18.9037	$P=1$
19.4444	19.3232	19.6152	19.4535	19.1835	18.9815	$P=2$
19.6826	19.5379	19.8275	19.6466	19.4844	19.2674	$P=3$
19.9230	19.7717	20.1458	19.9642	19.6625	19.4507	$P=4$

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

ج- اختبار *ADF*: يتم اختبار استقرارية البواقي باستخدام اختبار "ديكي-فولر".

الجدول 3-10: نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور *ADF* لسلسلة ε_t ¹.

القرار	الاحتمال	القيمة الحرجة	إحصائية المعامل	المعامل	درجة التأخير	النموذج	السلسلة
مقدر معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي نرفض فرضية أن تكون السلسلة من النوع <i>TS</i> .	0.10	-	-	<i>b</i>	0	3	ε_t
نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.	-	3.79-	1.29-	φ			
معامل الثابت لا يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية العدم، إذ أن السلسلة من نوع <i>DS</i> بدون انحراف.	0.34	-	-	<i>c</i>	0	2	
نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.	-	3.10-	0.24-	φ			
نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.	-	1.96-	0.38-	φ	0	1	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

سلسلة البواقي ε_t غير مستقرة، وهي غير متكاملة من الدرجة "0".

من خلال النتائج السابقة يتضح أنه ليس هناك علاقة تكامل مشترك في المدى الطويل بين سعر صرف الدينار التونسي وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى تونس.

خامسا: اختبار علاقة التكامل المتزامن لـ "*JOHANSEN*": يقوم اختبار التكامل المتزامن لـ *JOHANSEN* على تحديد درجة التأخر ثم اختبار رتبة التكامل المتزامن.

1- تحديد درجة التأخير: نقوم أولاً بتحديد درجة التأخر، ويتم هذا التحديد باستخدام معايير *Akaike* و *Schwartz* و *Log-likelihood*. وبالاعتماد على المعايير السابقة وجد أن التأخير هو: $P=4$.

¹ أنظر الملحق رقم 12.

الجدول 3-11: تحديد درجة التأخير.

Log-likelihood	Schwartz	Akaike	التأخير
-108.5404	16.63680	16.36292	$P=1$
-96.88951	16.87912	16.44454	$P=2$
-86.26778	17.27702	16.71130	$P=3$
-60.92655	15.00138	14.35028	$P=4$

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

2- اختبار رتبة التكامل المتزامن: وُجد في المرحلة السابقة أن التأخير المقبول لشعاع الانحدار الذاتي VAR هو

$P=4$ ، وسنجري الاختبار على النموذج $VAR(1)$.¹

الجدول 3-12: اختبار رتبة التكامل المتزامن بين TCH و $SFVR$.

عدد أشعة التكامل	القيم الذاتية $Eigenvalue$	$Trace$	القيم الحرجة 5%	القيم الحرجة 1%
$r=0$	0.535408	12.19871	15.41	20.04
$r=1$	0.157824	2.232967	3.76	6.65

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

يلاحظ من الجدول أنه عند الرتبة $r=0$ فإن القيمة المحسوبة " $Trace$ " تساوي 12.19871، وهي أقل من القيم الحرجة (15.41) و(20.04) عند مستوى معنوية 5% و1% على التوالي، وبالتالي عدم وجود علاقة تكامل متزامن بين المتغيرين في المدى الطويل، ومنه لا يمكن تقدير نموذج تصحيح الأخطاء.

سادسا: التحليل الإحصائي والاقتصادي لنتائج الدراسة: لقد أثبتت الدراسة القياسية غياب علاقة التكامل المشترك في المدى الطويل بين سعر صرف الدينار التونسي وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى تونس، حيث أن سلوك تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية لا يتجه باتجاه سلوك أسعار الصرف خلال فترة التعويم المدار، مما ينفي فرضية أن تخفيض قيمة العملة سوف يحفز تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل، وما يمكن استنتاجه من هذه النتائج أن متغير سعر الصرف في تونس لا يمثل المرسة الحقيقية لجذب لرؤوس الأموال الأجنبية، وبالتالي فإن آلية تحديد سعر الصرف في ظل نظام التعويم المدار لم تكن فعالة بشكل كبير في جذب رؤوس الأموال الأجنبية إلى تونس.

من خلال ما سبق يمكن استنتاج أن توجه تونس إلى إدارة سعر الصرف ساهم ولو بنسبة قليلة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية إليها، ويرجع الباقي إلى العوامل الأخرى، كالجهد التي تقوم بها السلطات التونسية في تهيئة مناخ استثماري جذاب، وما يمكن توضيحه أن تدفقات تحويلات المهاجرين إلى تونس يشكل نسبة معتبرة من إجمالي التدفقات، حيث تقارب الاستثمار الأجنبي المباشر وتكون بنسبة كبيرة تدفقات المنح والمساعدات والاستثمار الأجنبي غير المباشر.

¹ أنظر الملحق رقم 13.

المطلب الثالث: الاتجاهات المستقبلية لسعر الصرف وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في تونس.

نقوم في هذه المرحلة بعملية التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لكل من سعر صرف الدينار التونسي وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية المتدفقة إليها، ونستخدم في ذلك طريقتين للتنبؤ: طريقة "Box et Jenkins" وطريقة التمهيد الآسي.

أولاً: التنبؤ باستخدام طريقة "Box et Jenkins": بعد تفحص دوال الارتباط الذاتي والجزئية لسلسلي سعر الصرف وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وجدنا أن النموذج يوافق المتوسطات المتحركة المتكاملة بالانحدار الذاتي $ARIMA$.

1- سلسلة سعر الصرف: بعد إجراء عدة اختبارات تم اختيار النموذج الأفضل والذي يوافق

$$DTCH_t = \varepsilon_t + 0.67\varepsilon_{t-1} \quad ARIMA(0.1.1)^1$$

بعد تقدير النموذج نقوم باختبار صلاحيته بعدة اختبارات كالتالي:

- ◆ احتمال إحصائية "ستودنت" أقل من 0.05، وبالتالي معنوية معالم النموذج.
- ◆ حسب إحصائية JB نلاحظ أن $prob(JB) = 0.97 > 0.05$ ، وبالتالي البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.
- ◆ حسب إحصائية DW نلاحظ أن $DW = 2.02$ ، وهي تقع في مجال استقلالية الأخطاء [1.36, 2.64] وبالتالي عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وبذلك تتحدد صلاحية النموذج للتنبؤ.

2- سلسلة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية: بعد إجراء عدة اختبارات تم اختيار النموذج الأفضل والذي

يوافق $ARIMA(1.1.1)^2$. وبالتالي يمكن كتابة النموذج على الشكل التالي:

$$DSFVR_t = 0.85DSFVR_{t-1} + \varepsilon_t - 2.24\varepsilon_{t-1}$$

بعد تقدير النموذج نقوم باختبار صلاحيته بعدة اختبارات كالتالي:

- ◆ احتمال إحصائية "ستودنت" أقل من 0.05، وبالتالي معنوية معالم النموذج.
- ◆ حسب إحصائية JB نلاحظ أن $prob(JB) = 0.94 > 0.05$ ، وبالتالي البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.
- ◆ حسب إحصائية DW نلاحظ أن $DW = 1.83$ ، وهي تقع في مجال استقلالية الأخطاء [1.36, 2.64]، وبالتالي عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وبذلك تتحدد صلاحية النموذج للتنبؤ.

بعد التأكد من صلاحية كلا النموذجين حصلنا على نتائج التنبؤ في الجدول 3-13، وهي ممثلة بيانيا في الشكل 3-8، حيث يلاحظ اتجاه قيمة الدينار التونسي إلى الانخفاض في السنوات السبع القادمة، وذلك بمعدل انخفاض سنوي قيمته 0.6391%، في حين أن هناك تطورا هاما ستشهده تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، إذ أن

¹ أنظر الملحق رقم 34.

² أنظر الملحق رقم 35.

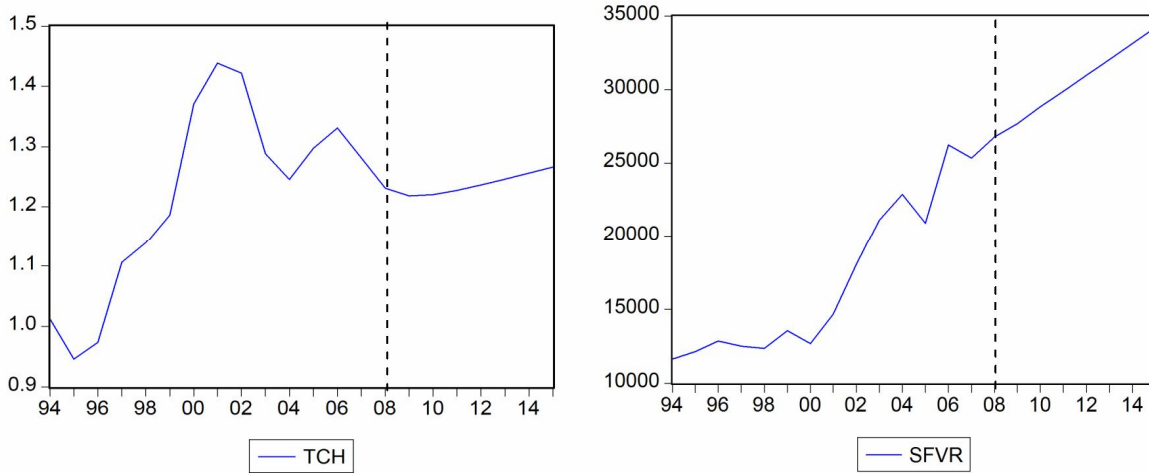
معدل نموها سيصل إلى 3.5993%، وهذه النتائج تؤكد عدم وجود علاقة التكامل المشترك التي اختبرت في المراحل السابقة.

الجدول 3-13: التنبؤ بقيم *TCH* و *SFVR* خلال الفترة 2009-2015 باستخدام طريقة "Box et Jenkins"

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
سعر الصرف <i>TCH</i>	1,21878	1,22071	1,22778	1,23673	1,24637	1,25627	1,26625
تدفقات رؤوس الأموال <i>SFVR</i>	27678.49	28842.51	29888	30982.95	32057.26	33140.19	34219.52

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *SPSS10*.

الشكل 3-8: التنبؤ بقيم *TCH* و *SFVR* خلال الفترة 2009-2015 باستخدام طريقة "Box et Jenkins"



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

3- اختبار *Show Forecast*: من خلال نتائج الجدولين 3-14 و 3-15 يلاحظ أن احتمال إحصائية فيشر أكبر من 0.05، أي أن النموذج ثابت في السنوات السبع الأخيرة، وهو ما يعني أن التنبؤات بعد سنة 2008 ستكون دقيقة بدرجة كبيرة، خاصة التنبؤات المتعلقة بتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

الجدول 3-14: اختبار *Show Forecast* لسلسلة سعر الصرف.

Chow Forecast Test: Forecast from 2003 to 2008			
F-statistic	1.334221	Probability	0.354233
Log likelihood ratio	10.67493	Probability	0.098958

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

الجدول 3-15: اختبار *Show Forecast* لسلسلة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

Chow Forecast Test: Forecast from 2003 to 2008			
F-statistic	0.066666	Probability	0.997552
Log likelihood ratio	1.000488	Probability	0.985594

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

ثانيا: التنبؤ باستخدام طريقة التمهيد الآسي لـ "HOLT-WINTERS": لقد أثبتنا عند دراسة الاستقرارية أن معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويا عن الصفر، وإضافة إلى أن البيانات سنوية فإننا سنتجنب شرط الموسمية، وعليه فالطريقة الأنجع للتنبؤ بالقيم المستقبلية هي طريقة "Holt-Winters" غير الموسمية:

1- تحديد قيم المعلمات α و β : يمكن تلخيص النتائج في الجدول التالي:¹

الجدول 3-16: قيم المعلمات α و β في طريقة التمهيد الآسي لـ "HOLT-WINTERS"

SFVR	TCH	
0.73	1.00	α
0.17	0.18	β

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

2- التنبؤ: بعد تعويض قيم المعلمات المتحصل عليها في النموذج لكل سلسلة حصلنا على القيم التنبؤية في الجدول 3-17، وهي موضحة في الشكل 3-9 حيث توضح السلسلة المثلثة (باللون الأحمر) السلسلة الأصلية، وتمثل السلسلة (باللون الأخضر) السلسلة الممهدة، إضافة إلى اتجاه القيم التنبؤية.

من خلال النتائج المحصل عليها يلاحظ اتجاه قيمة الدينار التونسي إلى الارتفاع في السنوات السبع القادمة، وستكون نسبة الارتفاع في المتوسط السنوي تقدر بـ 0.43%، أما فيما يتعلق بتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية فستتجه إلى الارتفاع وسيكون معدل نموها يقدر بـ 4.14% سنويا.

من خلال الاختلاف الكبير في نسبي تغير كل من سعر صرف الدينار التونسي وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى تونس تتأكد نتائج الدراسة المتوصل إليها سابقا والمتمثلة في غياب علاقة التكامل المشترك بين المتغيرين في المدى الطويل، وهذا يدل على أن سلوك تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى تونس لا يسلك سلوك سعر صرف الدينار التونسي.

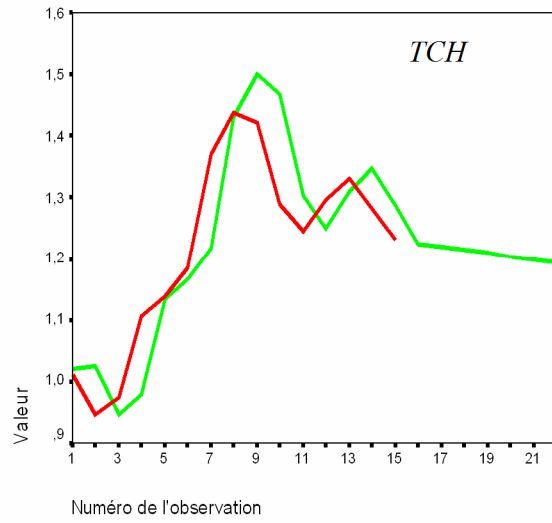
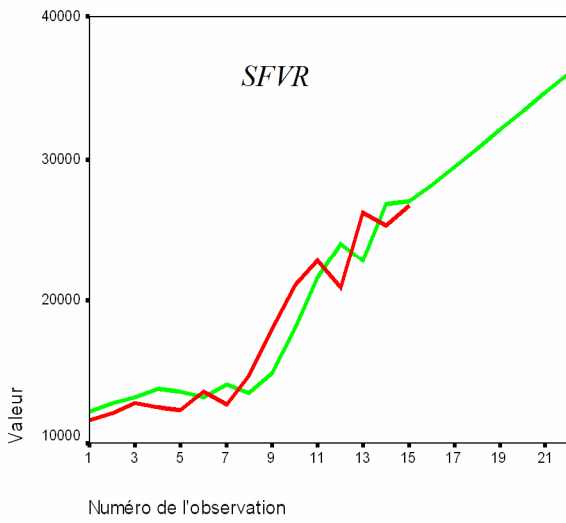
الجدول 3-17: التنبؤ باستخدام طريقة التمهيد الآسي لـ "HOLT- WINTERS"

SFVR	TCH	السنة
28172,20	1,22561	2009
29466,88	1,22032	2010
30761,57	1,21502	2011
32056,25	1,20973	2012
33350,94	1,20444	2013
34645,62	1,19915	2014
35940,30	1,19386	2015

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *SPSS10*.

¹ أنظر الملحق رقم 36.

الشكل 3-9: التنبؤ باستخدام طريقة التمهيد الأسّي لـ "HOLT- WINTERS"



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS10.

المبحث الثاني: سلوك رأس المال الأجنبي خلال فترة التعويم المدار (1995-2008) في الجزائر.

تطلب تطبيق نموذج الصناعات المصنعة في الجزائر توفير رؤوس أموال ضخمة عجزت الخزينة العمومية على توفيرها إذ كانت تهيمن على الوضعية المالية الجزائرية خلال فترة التخطيط المركزي، ومع تعرض الاقتصاد الجزائري لهزات عنيفة في منتصف الثمانينات أصبح القيام بإصلاحات اقتصادية حتمية لا مفر منها، وتضمنت القوانين والتشريعات ضرورة فتح المجال أمام رأس المال الأجنبي لمشاركته في الاقتصاد الوطني.

المطلب الأول: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في ظل أنظمة الصرف المتبعة في الجزائر.

عرف الاقتصاد الجزائري تطبيق عدة نظم لسعر الصرف ارتبطت ارتباطا وثيقا بكل مرحلة من مراحل التنمية بداية من سعر الصرف الثابت وصولا إلى سعر الصرف المرن المدار، حيث تنامت إجراءات تشجيع رأس المال الأجنبي للتدفق إلى الجزائر في إطار كل نظام من النظم المتبعة.

أولا: أنظمة الصرف التي مرت بها الجزائر: ربط الفرنك الجزائري بالفرنك الفرنسي منذ عام 1878 إلى غاية نوفمبر 1942 أين تم تحويل ربط الفرنك إلى الدولار والجنيه الاسترليني، ليتم بعدها العودة إلى منطقة الفرنك وربط الفرنك الجزائري بالفرنك الفرنسي في 6 ديسمبر 1944 إلى غاية 1964.¹

ابتداء من سنة 1962 مرت الجزائر بنظامين أساسيين لسعر الصرف هما نظام التثبيت من 1962 إلى 1994 والذي اندرجت تحته عدة أشكال للتثبيت، ونظام التعويم المدار خلال الفترة 1994 إلى الآن.²

1- نظام ثبات سعر الصرف (1962-1994): تم في هذه المرحلة اتباع نظام سعر الصرف الثابت بحيث كان التثبيت في الفترة الأولى من سنة 1962 إلى سنة 1973 بالنسبة لعملة واحدة، أما في المرحلة الثانية الممتدة من سنة 1964 إلى سنة 1973 فتم تثبيت العملة إلى سلة من العملات شملت أقوى العملات في العالم.

أ- الانتماء لمنطقة الفرنك (1962-1963): في هذه الفترة كانت الجزائر منتدبة في منطقة الفرنك، والتي تتميز بقواعد الصرف التالية:³

- ♦ مراقبة الصرف أثناء العمليات التجارية مع الدول الخارجة عن منطقة الفرنك.
- ♦ حرية التجارة الخارجية وحركة رؤوس الأموال .

غادرت الجزائر هذه المنطقة بعدما واجهت المخاطر التي ترتبت عن هجرة رؤوس الأموال والاختلالات التي سادت ميزان مدفوعاتها، ثم بعد ذلك انتهجت الجزائر سياسة نقدية ومصرفية مستقلة.

¹ Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff: "THE MODERN HISTORY OF EXCHANGE RATE ARRANGEMENTS: A REINTERPRETATION", Previous Référence, PP:54.

² أي سنة 2008 وهي الفترة التي تحدد على أساسها حدود الدراسة.

³ عبد العزيز مقراني: "محاولة محاكاة أثر تخفيض الدينار الجزائري على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع الاقتصاد الكمي، جامعة الجزائر، 2007-2008، ص: 56.

ب- التثبيت بالنسبة إلى الفرنك الفرنسي (1964-1973): في أول أبريل 1964 كانت أول مراحل السياسة النقدية إدراج عملة وطنية مستقلة (الدينار الجزائري)، معرفة بالتبادل الثابت مع الفرنك الفرنسي أي 1 دينار جزائري يساوي 1 فرنك فرنسي، وبقيمة ذهبية تقدر بـ 180 ملغ، بينما تقاس باقي قيم العملات بتعادلهما مع الفرنك الفرنسي من خلال نظام بريتون وودز، إلا أنه كان لهذه السياسة نتائج سلبية منها انخفاض قيمة الفرنك بالنسبة للدولار، الشيء الذي أدى إلى تدهور الدينار بالنسبة لباقي العملات الرئيسية.

لكن مع هذا الوضع أقدمت الجزائر بداية من سنة 1973 إلى تغيير سياساتها المصرفية، ذلك نظرا لنتائج النظام السابق وتقلبات العملات فيها.

ج- نمط الثبات بالنسبة لسلة من العملات (1973-1994): من خلال نتائج النظام المصرفي السابق قررت الجزائر إلى تغييره إلى نظام مصرفي آخر بداية من سنة 1973، يتم من خلاله قياس العملة الوطنية بدلالة سلة من العملات تتكون من 14 عملة وذلك لتفادي الوقوع في النتائج السلبية للنظام السابق المرتبط بعملة واحدة وتحمل الصدمات النقدية لسلة 14 عملة مختلفة.

للإشارة فإن هذا النظام يعتمد على ترجيح عملات السلة بدلالة حصة العملات في المبادلات التجارية، باعتبار العملة كوحدة قياس ووسيلة للدفع في نفس الوقت، كما توزع هذه العملات وفق الديون الخارجية وأعبائها، وفي هذا الإطار تعتبر العملة كاحتياطي للقيمة.¹

تميزت هذه السياسة بمحاولة تعديل سعر الصرف لإقصاء القيمة الزائدة للدينار للتقرب من قيمته التوازنية، تعديل سعر الصرف بدأ بـ: التخفيض الزاحف (انحدار التعادل) غير المعلن عنه ثم بعدها تخفيض رسمي.

د- الانزلاق التدريجي: قامت هذه الطريقة على تنظيم انزلاق تدريجي ومراقب، وطبق خلال فترة طويلة نوعا ما، من نهاية سنة 1987 إلى غاية سبتمبر 1992،² وهو مقياس تم اتخاذه من طرف السلطات والغرض منه التخفيض المستمر وغير المعلن لقيمة العملة الوطنية، حيث انتقل سعر صرف الدينار من 4,85 دينار جزائري للدولار الواحد في الثلاثي الثاني من عام 1987 إلى 12,19 لعام 1990 بتخفيض نسبته 160% مقارنة بعام 1987،³ ليصل إلى 17.7 دينار جزائري نهاية مارس 1991.⁴

هـ- التخفيض الأول الرسمي: في سبتمبر 1991 قامت السلطات النقدية بأول تخفيض رسمي للدينار بالنسبة للدولار الأمريكي بنسبة 22%، كذلك انتقل سعر الدينار من 18,5 دينار للدولار إلى 22,5 دينار،⁵ ولقد تميز سعر

¹ عبد العزيز مقراني: "محاولة محاكاة أثر تخفيض الدينار الجزائري على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية"، نفس المرجع السابق، ص: 57.

² بلعوز بن علي: "محاضرات في النظريات و السياسات النقدية"، ديوان المطبوعات الجامعية، 2006، ط2، ص: 218.

³ عبد العزيز مقراني: "محاولة محاكاة أثر تخفيض الدينار الجزائري على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية"، مرجع سبق ذكره، ص: 61.

⁴ بلعوز بن علي: "محاضرات في النظريات والسياسات النقدية"، مرجع سبق ذكره، ص: 218.

⁵ عبد العزيز مقراني: "محاولة محاكاة أثر تخفيض الدينار الجزائري على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية"، مرجع سبق ذكره، ص: 61.

صرف الدينار بالاستقرار حول هذه النسبة لغاية شهر مارس من سنة 1994، ولكن قبل إبرام الاتفاق الجديد مع صندوق النقد الدولي أجري تعديل طفيف لم يتعد نسبة 10%¹.

كان يهدف هذا التخفيض إلى التقريب بين سعر الدينار في السوق الرسمي والسوق الموازي، فالفارق الذي كان 5% في سنوات الثمانينات انتقل إلى 2% في عام 1991.

خلال الفترة 1991 إلى 1994 كان المعدل السنوي المتوسط لتدهور الدينار حوالي 4%، يحمل السعر الرسمي للدينار قيمة 24 دينار للدولار، لكن هذا الاستقرار النسبي لم يعكس القوى الحقيقية للاقتصاد، ارتفع التضخم بالنسبة للشركاء التجاريين، ويرجع ذلك إلى تطبيق البلد للسياسات المالية التوسعية نسبيا خلال هذه الفترة.

♦ تلاشي ضبط الميزانية والذي يؤدي إلى العجز (عجز بـ 8,7% بالنسبة للإنتاج الداخلي الخام عام 1993).

♦ تغيير (M_2) كان بنسبة 23,9% في عام 1992 و 21,2% في 1993، هذا ما نتج عنه زيادة حقيقية للدينار بـ 50% ما بين أكتوبر 1991 ونهاية 1993، الفارق بين الصرف الرسمي والصرف الموازي ارتفع بـ 4% في بداية 1994.²

و- التخفيض الثاني الرسمي: بعد التخفيض الرسمي الأول، قامت السلطات النقدية بتخفيض ثاني بـ 40,17% بدأ في 1994.³ حيث أصبح معدل صرف الدينار يوم 10 أبريل 1994 يساوي 36.0075 دينار جزائري لكل دولار⁴ هذا التخفيض يمثل أحد المعالم الرئيسية لبرنامج الاستقرار على المستوى الكلي (برنامج التعديل الهيكلي) في ماي 1994 المدرج من صندوق النقد الدولي، وكان هذا منطلقاً لـ: تحويل الدينار والتحرير الجزئي للتجارة وغط الصرف.⁵

2- نظام التعويم المدار (العائم المسير) (من 1994 إلى يومنا هذا): بعد تخفيض 1994 تم اعتماد نمط الصرف الموجه، فاشتغل أولاً بخصص تثبيت و بعدها بالسوق ما بين البنوك للصرف.

أ- التثبيت من سبتمبر 1994 إلى ديسمبر 1995: إنها التعليم رقم 61-94 لـ 28 سبتمبر 1994 التي أدرجت نظام التثبيت وهو تحديد قيمة الدينار بالنسبة للعملات الصعبة الأجنبية عن طريق تخصيص رمز مناقصة للبنوك التجارية، هذا النظام يعتمد على حصص أسبوعية ثم يومية منظمة ومرؤوسة من طرف بنك الجزائر.

عند افتتاح كل حصة، يعلن بنك الجزائر عن سعر صرف سقفي (يساوي دائما سعر إقفال الحصة السابقة)، والمبالغ المعروضة تحدد بدلالة الأهداف المرتبطة بسعر الصرف المطلوب.

¹ بلعوز بن علي: "محاضرات في النظريات والسياسات النقدية"، مرجع سبق ذكره، ص: 218.

² عبد العزيز مقراني: "محاولة محاكاة أثر تخفيض الدينار الجزائري على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية"، مرجع سبق ذكره، ص: 61.

³ عبد العزيز مقراني: "محاولة محاكاة أثر تخفيض الدينار الجزائري على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية"، نفس المرجع السابق، ص: 62.

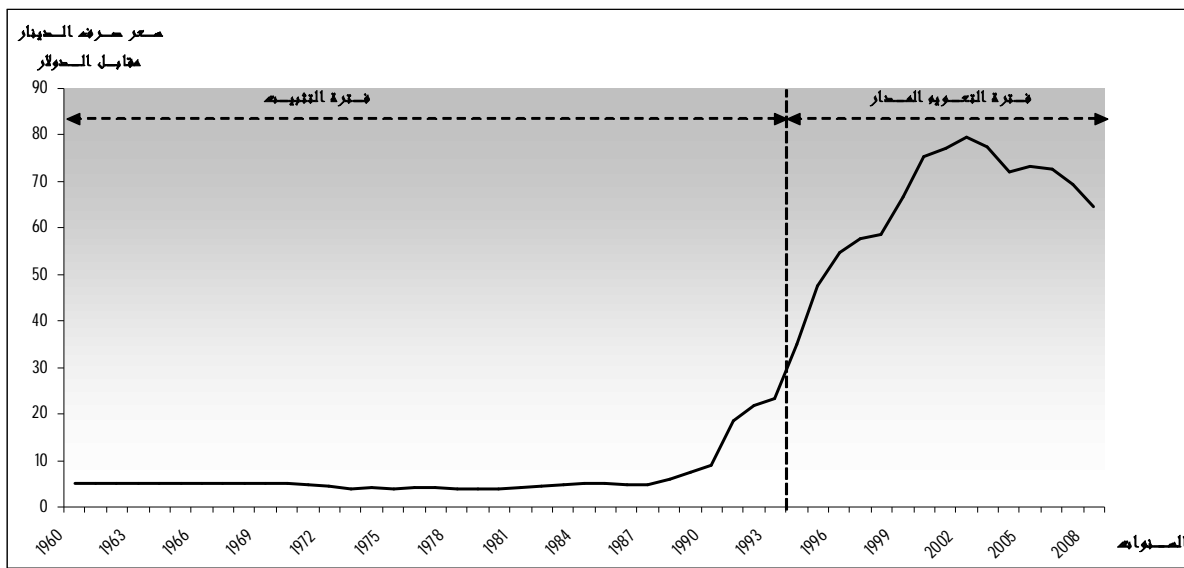
⁴ علّة محمد: "الدولة وعدم استقرار مشاكل النقد، وأثر الدولار على الاقتصاد الجزائري"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع التحليل الاقتصادي، جامعة الجزائر، 2002-2003، ص: 138.

⁵ عبد العزيز مقراني: "محاولة محاكاة أثر تخفيض الدينار الجزائري على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية"، مرجع سبق ذكره، ص: 62.

يسجل ممثل بنك الجزائر كل أوامر الشراء ثم يقارنه بذلك المعروض من طرف بنك الجزائر في حالة العرض أكبر أو يساوي الطلب، فإن سعر الصرف الذي يُغلق به سيكون أدنى من بين الأسعار المعروضة. في حالة ما إذا كان العرض أقل من الطلب، يتم إجراء عدة دورات، يُعيد بنك الجزائر تعديل العرض وسعر الصرف المعروض لبيع العملات الأجنبية ومن جهة أخرى كل بنك يعيد مراجعة طلبه وسعر الصرف. هذه الدورات تدوم حتى يتم تحديد سعر الصرف التوازني، وتم إلغاء هذا النظام واستبداله بنظام السوق بين البنوك للصرف في سبتمبر 1995.

ب- سوق الصرف ما بين البنوك 1996: في إطار تحرير التجارة الخارجية ونمط الصرف المعتمد منذ 1994 في إطار برنامج التعديل الهيكلي، أقام بنك الجزائر عن طريق التعليم رقم: 08-95 لـ 23 ديسمبر 1995 الخاصة بسوق الصرف سوق ما بين البنوك للصرف من خلال هذه التعليم، جاء بالسوق المفتوحة للبنوك والمؤسسات المالية الوسيطة المعتمدة والمرخص لها بمبادلة العملات الصعبة فيما بينها، ويحتفظ بوضعيات الصرف الواجب احترامها دائما¹.

الشكل 3-10: تطور سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 1960-2008



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على *World Bank, Database 2010*، وباستخدام برنامج *Excel*.

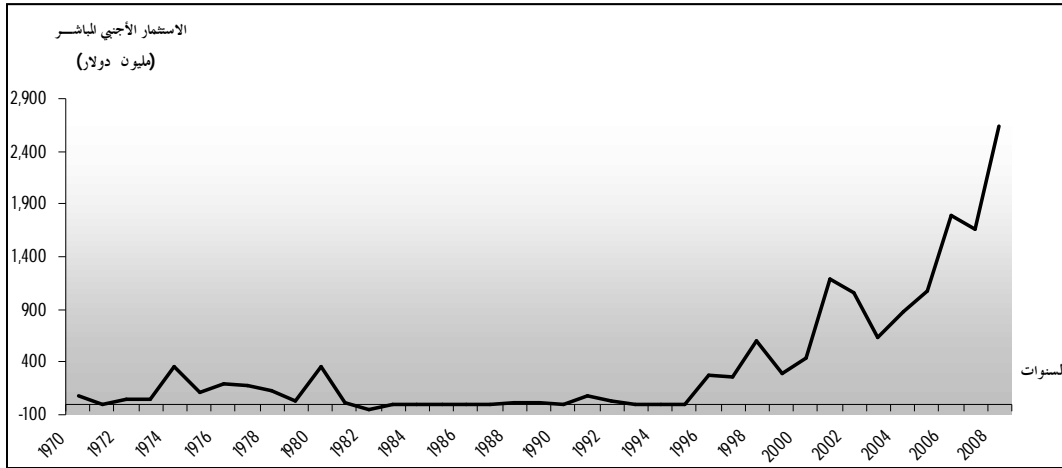
ثانيا: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الجزائر: الاقتصاد الجزائري على غرار كل اقتصاديات العالم الثالث وصف خلال فترة التخطيط المركزي بأنه اقتصاد يتميز بعجز هيكلي لرأس المال نتيجة لنقص وضعف الادخار المحلي من جهة وتزايد اليد العاملة النشيطة الطالبة للعمل من جهة أخرى، مما نجم عنه بطالة مزمنة في سوق

¹ عبد العزيز مقراني: "محاولة محاكاة أثر تخفيض الدينار الجزائري على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية"، نفس المرجع السابق، ص: 62-63.

عمل شبه محدود، وهذه الطبيعة التي ميزت الاقتصاد الجزائري فرضت بشدة احتياجات تمويلية كان من المستحيل للموارد الذاتية للاقتصاد الجزائري تلبيتها.¹

1- تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر: يوضح الشكل 3-11 تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر خلال فترتي التثبيت والتعويم المدار.

الشكل 3-11: تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر خلال الفترة 1970-2008



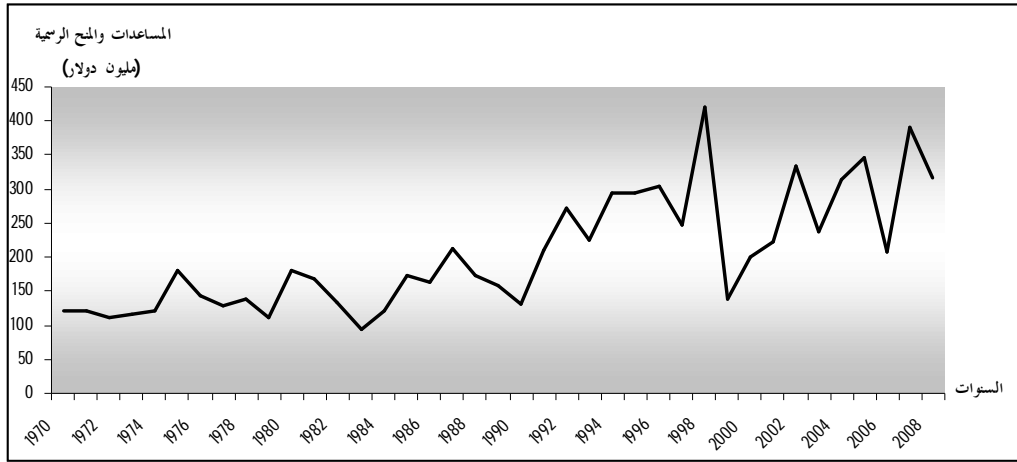
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الإحصائيات الواردة في الملحق رقم 02، وباستخدام برنامج Excel.

تميزت التدفقات في الفترة الأولى بالضآلة، حيث لم تتجاوز 358 مليون دولار، أما فترة التعويم المدار فقد شهدت تطورا ملحوظا لهذا النوع من التدفقات حيث بلغت 2.646 مليون دولار عام 2008 بعدما بلغت 270 مليون دولار سنة 1996، وتغيرت هذه التدفقات في هذه الفترة بمعدل سنوي قُدِّر بـ 35.75%.

2- تدفقات المنح والمساعدات الرسمية: تتميز تدفقات المنح والمساعدات الرسمية إلى الجزائر بالتذبذب طوال الفترة الممتدة من 1970 إلى 2008، فخلال فترة التثبيت لم تتجاوز المنح والمساعدات عتبة 214 مليون دولار بمعدل نمو سنوي بلغ 6.98%، في حين تجاوزت هذه التدفقات قيمة 219 مليون دولار بمعدل نمو سنوي متوسط تجاوز 9.6% خلال فترة التعويم المدار.

¹ عتو الشارف: "دراسة قياسية لاستقطاب رأس المال الأجنبي للجزائر في ظل فرضية الركن لنظام سعر الصرف"، مرجع سبق ذكره، ص:128.

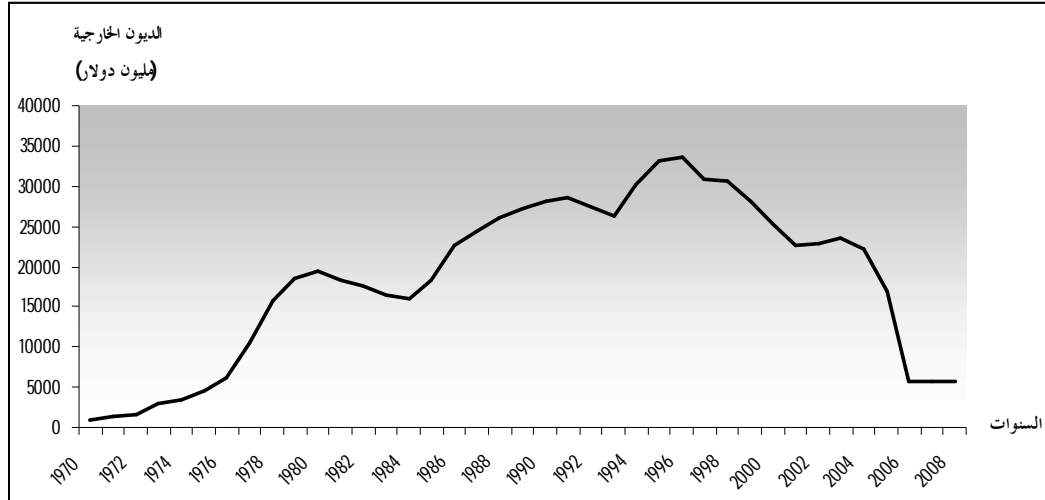
الشكل 3-12: تدفق المساعدات والمنح الرسمية إلى الجزائر خلال الفترة 1970-2008



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الإحصائيات الواردة في الملحق رقم 02، وباستخدام برنامج Excel.

3- تطور الديون الخارجية: يظهر جلياً من الشكل 3-13 وجود فترتين تميزان تطور الديون الخارجية في الجزائر، فترة ما قبل الإصلاحات والتي تميزت بتثبيت الدينار، وفترة ما بعد الإصلاحات وتبني الجزائر لنظام سعر الصرف المعوّم المُسيّر.

الشكل 3-13: تطور الديون الخارجية في الجزائر خلال الفترة 1970-2008

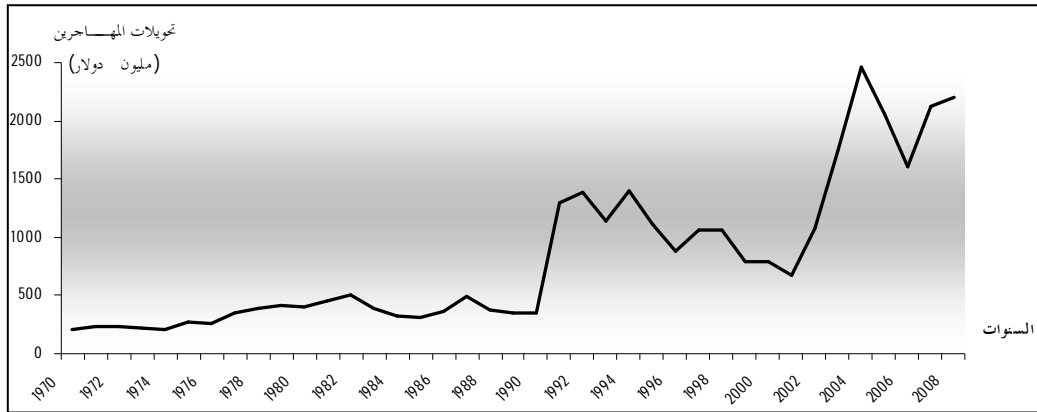


المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الإحصائيات الواردة في الملحق رقم 02، وباستخدام برنامج Excel.

في الفترة الأولى نلاحظ اتجاهًا تصاعدياً للديون الخارجية من سنة 1970 إلى سنة 1995 أين بلغ إجمالي الديون ذروته عام 1996 بـ 33655.25 مليون دولار، بمعدل نمو سنوي موجب قارب 17.8%، في حين أن الجزء الثاني الموافق لفترة التعويم المدار تميز باتجاه سالب، أين بلغت الديون الخارجية قيمة 5825.32 مليون دولار سنة 2008 بعدما كانت تساوي 30903.825 مليون دولار سنة 1997، حيث تناقصت الديون الخارجية بمعدل سنوي تجاوز 8.3%.

4- تدفقات تحويلات المهاجرين: خلال الفترة 1970-1990 كانت تدفقات تحويلات المهاجرين عبر القنوات الرسمية مستقرة نسبياً، أين بلغت 211 مليون دولار في بداية الفترة و352 مليون دولار في نهايتها، لتتزايد بمعدل نمو بلغ 266.48% بين سنتي 1990 و1991، وبقيت هذه التحويلات في التزايد حيث تجاوزت 2.20 مليار دولار سنة 2008، وبتفحص المعدل المتوسط لهذا التطور نجد أنه خلال فترة التثبيت بلغ هذا المعدل نسبة 14.89% في حين انخفض إلى 7.14% خلال فترة التعويم المدار، والشكل 3-14 يوضح مسار هذا التطور.

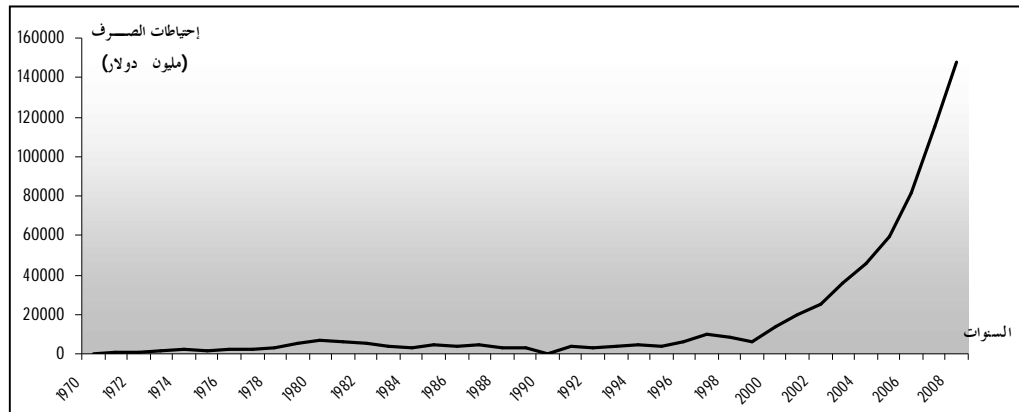
الشكل 3-14: تدفقات تحويلات المهاجرين إلى الجزائر خلال الفترة 1970-2008



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الإحصائيات الواردة في الملحق رقم 02، وباستخدام برنامج Excel.

5- تطور احتياطات الصرف: شكلت احتياطات الصرف نسبة ضعيفة جدا خلال فترة التثبيت مقارنة بفترة التعويم المدار، حيث لم تتجاوز عتبة 7063.79 مليون دولار كأقصى قيمة لها سجلت سنة 1980، في حين كان معدل تطور هذه الاحتياطات خلال فترة التثبيت بمعدل سنوي بلغ 11.69%.

الشكل 3-15: تطور احتياطات الصرف في الجزائر خلال الفترة 1970-2008



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الإحصائيات الواردة في الملحق رقم 02، وباستخدام برنامج Excel.

أما خلال فترة التعويم المدار فقد نمت الإحتياطات بشكل قياسي وصل هذا النمو إلى 120.57% بين سنتي 1999 و2000، وبلغت الإحتياطات أقصاها خلال هذه الفترة سنة 2008 بحوالي 148.098 مليار دولار أين بلغت قيمة 4.164 مليار دولار سنة 1995 حيث تطورت بمعدل نمو سنوي بلغ 35.79%، وهو معدل يشكل ثلاثة أضعاف المعدل المسجل خلال فترة التثبيت، وهذه التطورات يوضحها الشكل 3-15.

المطلب الثاني: علاقة سعر الصرف بتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

من جانب النظرية الاقتصادية تتسبب أسعار الصرف في تدفق رؤوس الأموال الأجنبية، حيث أن العملة المنخفضة يزداد الطلب عليها من قبل الأجانب وذلك لارتفاع القوة الشرائية في هذا البلد من جهة، وانخفاض أسعار المواد الأولية للقيام بالاستثمارات المباشرة من جهة أخرى، ولإثبات هذه الفرضية إحصائيا يتم التطرق إلى دراسة علاقة سعر الصرف بتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في الجزائر.

أولاً: دراسة وصفية للسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة: وذلك من خلال عرض أهم الخصائص الإحصائية للمتغيرات المدروسة، المتوسط، الانحراف المعياري، أقصى وأدنى قيمة، إضافة إلى الوسيط.

1- سلسلة سعر الصرف (TCH): تتكون السلسلة TCH من 14 مشاهدة، تمتد من سنة 1995 إلى سنة 2008 بمتوسط 67.63163 وقيمة عظمى 79.682 سجلت سنة 2002 وقيمة صغرى 47.663 سجلت سنة 1995، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 70.6765، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 9.697963¹.

2- سلسلة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية (SFVR): تتكون السلسلة SFVR من 14 مشاهدة، تمتد من سنة 1995 إلى سنة 2008 بمتوسط 34770.07 وقيمة عظمى 44115.69 سجلت سنة 2008 وقيمة صغرى 26920.83 سجلت سنة 1999، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 34031.35، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 4728.517².

ثانياً: اختبار استقرارية سلاسل المتغيرات المدروسة عند المستوى: تبني دراسة الاستقرارية على مجموعة من المراحل بداية بفحص دوال الارتباط الذاتي، تحديد درجة التأخير ثم إجراء اختبار ADF، وفي حالة عدم تحقق خاصية الاستقرارية يتم اللجوء إلى الفروق من الدرجة الأولى ثم الثانية... وإجراء الاختبار بعد كل مرحلة إلى أن تستقر المتغيرات.

1- اختبار معنوية دوال الارتباط الذاتي واختبار Ljung-Box: بفحص دالة الارتباط الذاتي لسلسلة سعر الصرف TCH يتضح أن المعامل المحسوب من أجل الفجوة 1 يختلف معنوياً عن الصفر (خارج مجال الثقة)³ واختبار Ljung-Box يثبت ذلك، إذ أن إحصائية LB المحسوبة (آخر قيمة في العمود Q-Stat) (LB = 31.84) أكبر من القيمة الجدولية (23.685 = $\chi^2_{0.05;14}$)، وبالتالي نرفض فرض العدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0 = P_1 = P_2 = \dots = P_{10} = 0$).

¹ أنظر الملحق رقم 45.

² أنظر الملحق رقم 45.

³ أنظر الملحق رقم 14.

وبفحص دالة الارتباط الذاتي لسلسلة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية (SFVR) يتضح أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات k حيث $k > 0$ لا تختلف معنويًا عن الصفر (داخل مجال الثقة)¹، واختبار *Ljung-Box* يثبت ذلك، إذ أن إحصائية *LB* المحسوبة (آخر قيمة في العمود *Q-Stat*) ($LB = 13.28$) أقل من القيمة الجدولية ($\chi^2_{0.05;14} = 23.685$)، وبالتالي نقبل فرض العدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0 = P_1 = P_2 = \dots = P_{10} = 0$).

2- تحديد درجة التأخير: يتم تحديد درجة التأخير بالاعتماد على أدنى قيمة لمعيار *Akaike* و *Schwartz*.
أ- تحديد درجة التأخير في السلسلة *TCH*: ومن خلال نتائج الجدول 3-18 يتضح أن درجة التأخير هي: $P=4$ في النموذج الثالث و $P=3$ في النموذج الثاني، أما النموذج الأول فدرجة التأخير هي: $P=1$.

الجدول 3-18: تحديد درجة التأخير في السلسلة *TCH*

النموذج الأول		النموذج الثاني		النموذج الثالث		درجة التأخير
<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	
6.0498	6.0063	5.7446	5.6577	5.5614	5.4310	$P=0$
5.7610	5.6802	5.7507	5.6295	5.8410	5.6794	$P=1$
6.0790	5.9705	5.9001	5.7554	5.7899	5.6090	$P=2$
6.1952	6.0742	5.5086	5.3573	5.3747	5.1932	$P=3$
6.1699	6.0603	5.8251	5.6936	3.8535	3.7001	$P=4$

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

ب- تحديد درجة التأخير في السلسلة *SFVR*: من خلال نتائج الجدول 3-19 يتضح أن درجة التأخير هي: $P=3$.
في النموذج الثالث، أما في النموذجين الأول والثاني فدرجة التأخير هي: $P=1$.

الجدول 3-19: تحديد درجة التأخير في السلسلة *SFVR*.

النموذج الأول		النموذج الثاني		النموذج الثالث		درجة التأخير
<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	
19.9815	19.9380	19.9738	19.8869	19.9777	19.8473	$P=0$
20.2057	20.1248	20.1814	20.0602	19.9885	19.8269	$P=1$
20.2876	20.1791	20.4491	20.3044	19.9819	19.8011	$P=2$
20.5338	20.4128	20.7611	20.6098	19.7496	19.5681	$P=3$
20.3515	20.2419	20.5844	20.4529	20.0939	19.9405	$P=4$

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

3- اختبار "ديكي-فولر" المطور *ADF*: يتم استخدام اختبار *ADF* لمعرفة الاستقرار، بعد تحديد درجة التأخير لهذه السلسلة باستخدام معيار *Akaike* و *Schwartz*.

أ- نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور *ADF* لسلسلة *TCH*: من خلال نتائج الجدول 3-20 يتضح أن سلسلة سعر الصرف *TCH* غير مستقرة عند المستوى.

¹ أنظر الملحق رقم 14.

الجدول 3-20: نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور *ADF* لسلسلة *TCH*¹.

القرار	الاحتمال	القيمة الحرجة	إحصائية المعامل	المعامل	درجة التأخير	النموذج	السلسلة
نقبل فرضية العدم أي أن مقدر معامل الاتجاه العام لا يختلف معنوياً عن الصفر وبالتالي نرفض فرضية أن تكون السلسلة من النوع <i>TS</i> .	0.056	-	-	<i>b</i>	4	3	<i>TCH</i>
نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.	-	4.08-	0.10	φ			
معامل الثابت يختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي نرفض فرضية العدم، إذ أن السلسلة من نوع <i>DS</i> بانحراف.	0.04	-	-	<i>c</i>	3	2	
نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، ومنه فالسلسلة <i>TCH</i> غير مستقرة.	-	3.21-	2.81-	φ			
نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة غير مستقرة.	-	1.97-	0.33-	φ	1	1	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

ب- نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور *ADF* لسلسلة *SFVR*:

الجدول 3-21: نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور *ADF* لسلسلة *SFVR*².

القرار	الاحتمال	القيمة الحرجة	إحصائية المعامل	المعامل	درجة التأخير	النموذج	السلسلة
نقبل فرضية العدم أي أن مقدر معامل الاتجاه العام لا يختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي نرفض فرضية أن تكون السلسلة من النوع <i>TS</i> .	0.09	-	-	<i>b</i>	3	3	<i>SFVR</i>
نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.	-	3.99-	2.24-	φ			
معامل الثابت لا يختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية العدم، إذ أن السلسلة من نوع <i>DS</i> بدون انحراف.	0.14	-	-	<i>c</i>	0	2	
نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، ومنه فالسلسلة <i>SFVR</i> غير مستقرة.	-	3.12-	1.52-	φ			
نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة غير مستقرة.	-	1.96-	0.40	φ	0	1	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

¹ أنظر الملحق رقم 15.

² أنظر الملحق رقم 17.

من خلال نتائج الجدول 3-21 يتضح أن سلسلة سعر الصرف $SFVR$ غير مستقرة عند المستوى.
 ثالثا: اختبار استقرارية سلاسل المتغيرات المدروسة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى: بما أن السلاسل الخام غير مستقرة يتم اللجوء إلى اختبار استقرارية الفروق من الدرجة الأولى.

1- اختبار معنوية دوال الارتباط الذاتي واختبار $Ljung-Box$: بفحص دالة الارتباط الذاتي للسلسلة $D(TCH)$ يتضح أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات k حيث $k > 0$ لا يختلف معنويا عن الصفر (داخل مجال الثقة)¹، واختبار $Ljung-Box$ يثبت ذلك، إذ أن إحصائية LB المحسوبة (آخر قيمة في العمود $Q-Stat$) ($LB = 18.56$) أقل من القيمة الجدولية ($\chi^2_{0.05;13} = 22.362$)، وبالتالي نقبل فرض العدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0 = P_1 = P_2 = \dots = P_{10} = 0$).

بفحص دالة الارتباط الذاتي للسلسلة $D(SFVR)$ يتضح أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات k حيث $k > 0$ لا يختلف معنويا عن الصفر (داخل مجال الثقة)²، واختبار $Ljung-Box$ يثبت ذلك، إذ أن إحصائية LB المحسوبة (آخر قيمة في العمود $Q-Stat$) ($LB = 13.38$) أقل من القيمة الجدولية ($\chi^2_{0.05;15} = 22.362$)، وبالتالي نقبل فرض العدم القائل أن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0 = P_1 = P_2 = \dots = P_{10} = 0$).

2- تحديد درجة التأخير: يتم تحديد درجة التأخير بالاعتماد على أدنى قيمة لمعيار $Akaike$ و $Schwartz$.
 أ- تحديد درجة التأخير في السلسلة $D(TCH)$: من خلال نتائج الجدول 3-22 يتضح أن درجة التأخير هي: $P=0$ في النموذج الأول، أما النموذجين الثاني والثالث فدرجة التأخير هي: $P=4$.
 الجدول 3-22: تحديد درجة التأخير في السلسلة $D(TCH)$

النموذج الأول		النموذج الثاني		النموذج الثالث		درجة التأخير
<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	
5.5650	5.5246	5.7693	5.6885	5.6605	5.5393	$P=0$
5.8660	5.7937	6.0840	5.9754	5.6050	5.4603	$P=1$
6.0370	5.9463	6.2292	6.1081	5.5653	5.4140	$P=2$
6.0038	5.9162	6.1873	6.0777	3.6147	3.4832	$P=3$
6.0088	5.9592	4.7728	4.7132	2.8650	2.7955	$P=4$

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *EvIEWS4*.

ب- تحديد درجة التأخير في السلسلة $D(SFVR)$: من خلال نتائج الجدول 3-23 يتضح أن درجة التأخير هي: $P=2$ في النموذج الثالث أما في النموذجين الأول والثاني فدرجة التأخير هي $P=0$.

¹ أنظر الملحق رقم 14.

² أنظر الملحق رقم 14.

الجدول 3-23: تحديد درجة التأخير في السلسلة $D(SFVR)$

النموذج الأول		النموذج الثاني		النموذج الثالث		درجة التأخير
<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	
20.0126	19.9721	20.1970	20.1161	20.1623	20.0411	$P=0$
20.0973	20.0249	20.2830	20.1745	20.0506	19.9059	$P=1$
20.3750	20.2842	20.5326	20.4115	20.0383	19.8870	$P=2$
20.4499	20.3623	20.3576	20.2480	20.2593	20.1278	$P=3$
20.8456	20.7960	20.7601	20.7005	20.6685	20.5990	$P=4$

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

3- اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF : يتم استخدام اختبار ADF لمعرفة الاستقرار، بعد تحديد درجة التأخير لهذه السلسلة باستخدام معياري *Schwartz* و *Akaike*.

أ- نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة $D(TCH)$: من خلال نتائج الجدول 3-24 السلسلة $D(TCH)$ مستقرة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى، وهذا يعني أن سلسلة TCH متكاملة من الدرجة الأولى عند مستوى معنوية 5%.
 $TCH \rightarrow I(1)$ 5%

الجدول 3-24: نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة $D(TCH)$ ¹.

القرار	الاحتمال	القيمة الحرجة	إحصائية المعامل	المعامل	درجة التأخير	النموذج	السلسلة
مقدر معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي نرفض فرضية أن تكون السلسلة من النوع TS .	0.21	-	-	b	4	3	$D(TCH)$
نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.	-	4.19-	2.78-	φ			
معامل الثابت لا يختلف معنويًا عن الصفر، نقبل فرضية العدم، إذ أن السلسلة $D(TCH)$ من نوع DS بدون انحراف.	0.11	-	-	c	4	2	
نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.	-	3.33-	0.05-	φ			
نقبل الفرضية البديلة بعدم وجود جذر وحدوي.	-	1.97-	3.75-	φ	0	1	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

¹ أنظر الملحق رقم 16.

ب- نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة $D(SFVR)$:

الجدول 3-25: نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة $D(SFVR)$ ¹.

القرار	الاحتمال	القيمة الحرجة	إحصائية المعامل	المعامل	درجة التأخير	النموذج	السلسلة
مقدر معامل الاتجاه العام لا يختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي نرفض فرضية أن تكون السلسلة من النوع TS .	0.06	-	-	b	2	3	$D(SFVR)$
نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.	-	3.99-	3.53-	φ			
معامل الثابت لا يختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية العدم، إذ أن السلسلة من نوع DS بدون انحراف.	0.64	-	-	c	0	2	
نقبل الفرضية البديلة بعدم وجود جذر وحدوي.	-	3.14-	3.92-	φ			
نرفض فرضية العدم بعدم وجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة مستقرة.	-	1.97-	4.04-	φ	0	1	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج $Eviews4$.

من خلال نتائج الجدول 3-25 يتضح أن السلسلة $D(SFVR)$ مستقرة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى، وهذا يعني أن سلسلة $SFVR$ متكاملة من الدرجة الأولى عند مستوى معنوية 5%. $SFVR \rightarrow I(1)$5% رابعاً: اختبار علاقة التكامل المتزامن لـ $(Engle-Granger)$: بعد دراسة السلاسل الزمنية من ناحية الاستقرار، وُجد أن هذه السلاسل مستقرة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى، ومن خلال ذلك فإن إمكانية وجود مسار مشترك بين هذه المتغيرات واردة في المدى الطويل، وللتأكد من ذلك سوف نقوم باختبار $(Engle-Granger)$.

1- تقدير العلاقة الانحدارية بين $D(TCH)$ و $D(SFVR)$: تأخذ العلاقة الانحدارية شكل المعادلة التالية:

$$SFVR = \hat{\alpha} + \hat{\beta}.TCH$$

بعد إجراء عملية التقدير حصلنا على النتائج التالية:²

$$SFVR = 39729.94 - 73.33 \times TCH$$

$$F = 0.27(0.60).....R^2 = 0.0226.....DW = 1.05$$

¹ أنظر الملحق رقم 18.

² أنظر الملحق رقم 19.

2- اختبار استقرارية البواقي: نقوم باختبار استقرارية بواقي النموذج المقدر من خلال اختبار معنوية دوال الارتباط الذاتي واختبار الاستقرارية باستخدام اختبار ADF .

أ- اختبار معنوية دوال الارتباط الذاتي واختبار $Ljung-Box$: بفحص دالة الارتباط الذاتي يتضح أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات k حيث $k > 0$ لا تختلف معنويا عن الصفر (داخل مجال الثقة)¹ واختبار $Ljung-Box$ يثبت ذلك، إذ أن إحصائية LB المحسوبة (آخر قيمة في العمود $Q-Stat$) ($LB = 14.02$) أصغر من القيمة الجدولية ($\chi^2_{0.05;14} = 23.685$)، وبالتالي نقبل فرض العدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0 = P_1 = P_2 = \dots = P_{10} = 0$)، كما أن احتمال إحصائية $Q-Stat$ أكبر من 0.05 ($prob = 0.17 > 0.05$)، وبالتالي فإن البواقي عبارة عن تشويش أبيض، كما أن احتمال إحصائية (JB) ($prob(JB) = 0.62 > 0.05$)، وبالتالي فالبواقي تتبع التوزيع الطبيعي.²

ب- اختبار ADF : يتم اختبار استقرارية البواقي من خلال تحديد درجة التأخير ثم اختبار "ديكي-فولر".

الجدول 3-26: تحديد درجة التأخير في سلسلة البواقي ε_t .

النموذج الأول		النموذج الثاني		النموذج الثالث		درجة التأخير
<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	
19.5314	19.4910	19.4603	19.3795	19.5787	19.4577	$P=0$
19.8030	19.7307	19.5771	19.4685	19.7784	19.6337	$P=1$
20.0725	19.9717	19.8491	19.7281	20.0781	19.9268	$P=2$
20.3409	20.2533	19.7723	19.6627	19.9443	19.8128	$P=3$
20.0118	20.9621	19.5609	19.5013	17.8081	17.7386	$P=4$

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج $Eviews4$.

ج- اختبار ADF : يتم اختبار استقرارية البواقي باستخدام اختبار "ديكي-فولر".

¹ أنظر الملحق رقم 20.

² أنظر الملحق رقم 21.

الجدول 3-27: نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة ε_t .¹

السلسلة	النموذج	درجة التأخير	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
ε_t	3	4	b	-	-	0.23	مقدر معامل الاتجاه العام لا يختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي نرفض فرضية أن تكون السلسلة من النوع TS .
							نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.
	2	1	c	-	-	0.06	معامل الثابت لا يختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية العدم، إذ أن السلسلة من نوع DS بدون انحراف.
							نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.
							نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.
1	0	φ	-	1.62-	1.97-	-	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج $Eviews4$.

سلسلة البواقي ε_t غير مستقرة وهي غير متكاملة من الدرجة "0".

من خلال النتائج السابقة يتضح أنه ليس هناك علاقة تكامل مشترك في المدى الطويل بين سعر صرف

الدينار الجزائري وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الجزائر.

خامساً: اختبار علاقة التكامل المتزامن لـ "JOHANSEN": يقوم اختبار التكامل المتزامن لـ $JOHANSEN$

على تحديد درجة التأخير ثم اختبار رتبة التكامل المتزامن.

1- تحديد درجة التأخير: نقوم أولاً بتحديد درجة تأخير المتغيرات، ويتم هذا التحديد باستخدام معايير

$Akaike$ و $Schwartz$ و $Log-likelihood$.

الجدول 3-28: تحديد درجة التأخير.

التأخير	$Akaike$	$Schwartz$	$Log-likelihood$
$P=1$	25.44546	25.70621	-159.3955
$P=2$	26.54011	26.94420	-149.2406
$P=3$	26.91773	27.42414	-134.0475
$P=4$	19.56709	19.83942	-88.83545

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج $Eviews4$.

بالاعتماد على المعايير السابقة وجد أن التأخير هو: $P=4$.

2- اختبار رتبة التكامل المتزامن: وُجد في المرحلة السابقة أن التأخير المقبول هو $P=4$ ، وسنجري الاختبار

على النموذج $VAR(1)$.²

¹ أنظر الملحق رقم 22.

² أنظر الملحق رقم 23.

الجدول 3-29: اختبار رتبة التكامل المتزامن بين *TCH* و *SFVR*.

عدد أشعة التكامل	القيم الذاتية <i>Eigenvalue</i>	<i>Trace</i>	القيم الحرجة 5%	القيم الحرجة 1%
$r=0$	0.524348	12.55042	15.41	20.04
$r=1$	0.261252	3.633585	3.76	6.65

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

يلاحظ من الجدول أنه عند الرتبة $r=0$ فإن القيمة المحسوبة "*Trace*" تساوي 12.55042، وهي أقل من القيم الحرجة (15.41) و(20.04) عند مستوى معنوية 5% و1% على التوالي، وبالتالي عدم وجود علاقة تكامل متزامن في الأجل الطويل بين المتغيرين، ومنه لا يمكن تشكيل نموذج تصحيح الأخطاء.

سادسا: التحليل الإحصائي والاقتصادي لنتائج الدراسة: تلعب أسعار الصرف دورا هاما في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، بيد أن العملة المنخفضة تشجع المستثمرين الأجانب وذلك لانخفاض تكاليف الاستثمارات حيث أثبت خطأ هذه الفرضية إحصائيا، وذلك لعدم وجود علاقة تكامل متزامن بين سعر الصرف وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

يمكن إرجاع نتائج الدراسة إلى مجموعة من الأسباب:

♦ ضعف الاستثمارات الأجنبية المباشرة مقارنة بالنتائج المحلي الإجمالي خاصة وأن هذه الاستثمارات تتدفق إلى قطاعات محددة أهمها قطاع المحروقات وقطاع الخدمات، وبالتالي فهي لا تتأثر بسعر الصرف على غرار ما تتأثر بالبيئة الاقتصادية وحدة المنافسة داخل البلد، إضافة إلى أن تدفق هذه الأموال في السنوات الأخيرة كانت بسبب اهتمام السلطات بجذب الاستثمارات وتحسين مناخ الاستثمار، إضافة إلى إبرام اتفاقيات تتعلق بتحويل الدين الخارجي إلى استثمارات مباشرة.

♦ تراكم احتياطات الصرف في الجزائر يجعل البلد في مصب الأمان من جانب التمويل، وبالتالي عدم الحاجة إلى رؤوس الأموال الأجنبية لسد فجوة التمويل، إضافة إلى أن تراكم هذه الاحتياطات تجعل البلد قادرا على الدفاع عن قيمة محددة لسعر الصرف واستخدامها في إدارته، وما يثبت ذلك هو التغير الطفيف في تقلبات أسعار صرف الدينار مقابل العملات الأجنبية، كما أن تحسن رصيد الاحتياطات يضمن للبلد أداء مختلف التزاماته الدولية، وهذا ما أدى إلى تراجع اهتمام الجزائر بالقروض الخارجية كجزء من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، وكذا التحسن الملحوظ في مؤشرات المديونية الخارجية مع بقاء الاعتماد على المنح والمساعدات الرسمية بشكل متذبذب خلال السنوات الأخيرة.

♦ سعر الصرف المعلن والذي أجريت من خلاله الدراسة لا يمثل سعر الصرف الحقيقي المُعبّر عن القدرة الشرائية، حيث أن سعر الصرف في الجزائر مُقوّم بأكثر من قيمته، ودليل ذلك هو التخفيضات التي أجريت في بداية التسعينات والتي لم تُسفر عن زيادة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، فهي من وجهة نظر الأجانب الاقتراب إلى القيمة الحقيقية للدينار بحيث لم يصل إلى قيمته التوازنية بعد، وأهم طريقة لتوجيهه إلى هذه القيمة هي جعل سعر الصرف أكثر حرية من ذي قبل.

♦ ما يمكن ملاحظته وتثمينه من نتائج التحليل، هو الارتفاع القياسي لتحويلات المهاجرين عبر القنوات الرسمية في الجزائر كجزء هام من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية خلال فترة التعويم المدار، إذ تعتبر هذه الأخيرة أهم أشكال تدفقات رؤوس الأموال متأثراً بأسعار الصرف.

انعدام تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية المشكلة في الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة إلى الجزائر من شأنه أن يعطي تحيزاً للدراسة، خاصة وأن هذا النوع من الأموال شكل آخر من أشكال رؤوس الأموال المتأثر بشكل مباشر بأسعار الصرف المحلية، حيث يمثل الحلقة الأضعف من إجمالي التدفقات الرأسمالية الأجنبية إلى الجزائر.

المطلب الثالث: الاتجاهات المستقبلية لسعر الصرف وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في الجزائر.

نقوم في هذه المرحلة بعملية التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لكل من سعر صرف الدينار الجزائري وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية المتدفقة إلى الجزائر ونستخدم في ذلك طريقتين للتنبؤ: طريقة "Box et Jenkins" وطريقة التمهيد الآسي.

أولاً: التنبؤ باستخدام طريقة "Box et Jenkins" بعد فحص دوال الارتباط الذاتي والجزئية لسلسلي سعر الصرف وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وجدنا أن النموذج يوافق المتوسطات المتحركة المتكاملة بالانحدار الذاتي ARIMA.

1- سلسلة سعر الصرف: بعد إجراء عدة اختبارات تم اختيار النموذج الأفضل والذي يوافق $ARIMA(1.1.2)$.¹ وبالتالي يمكن كتابة النموذج على الشكل التالي:

$$DTCH_t = 0.72DTCH_{t-1} + \varepsilon_t - 0.84\varepsilon_{t-2}$$

بعد تقدير النموذج نقوم باختبار صلاحيته بعدة اختبارات كالتالي:

- ♦ احتمال إحصائية "ستودنت" أقل من 0.05، وبالتالي معنوية معالم النموذج.
- ♦ حسب إحصائية JB نلاحظ أن $prob(JB) = 0.57 > 0.05$ ، وبالتالي البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.
- ♦ حسب إحصائية DW نلاحظ أن $DW = 1.57$ ، وهي تقع في مجال استقلالية الأخطاء [1.36, 2.64]، وبالتالي عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وبذلك تتحدد صلاحية النموذج للتنبؤ.

2- سلسلة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية: بعد إجراء عدة اختبارات تم اختيار النموذج الأفضل والذي يوافق $ARIMA(0.1.2)$.² وبالتالي يمكن كتابة النموذج على الشكل التالي:

$$DSFVR_t = \varepsilon_t - 0.78\varepsilon_{t-2}$$

بعد تقدير النموذج نقوم باختبار صلاحيته بعدة اختبارات كالتالي:

¹ أنظر الملحق رقم 37.

² أنظر الملحق رقم 38.

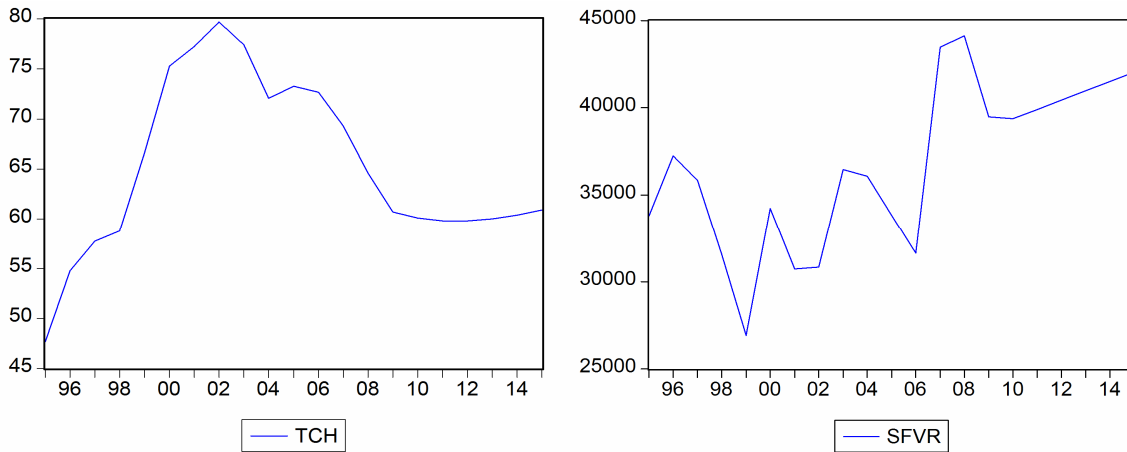
- ◆ احتمال إحصائية "ستودنت" أقل من 0,05، وبالتالي معنوية معالم النموذج.
 - ◆ حسب إحصائية JB نلاحظ أن $prob(JB) = 0.82 > 0.05$ ، وبالتالي البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.
 - ◆ حسب إحصائية DW نلاحظ أن $DW = 2.57$ ، وهي تقع في مجال استقلالية الأخطاء $[1.36, 2.64]$ ، وبالتالي عد وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وبذلك تتحدد صلاحية النموذج للتنبؤ.
- بعد التأكد من صلاحية كلا النموذجين حصلنا على نتائج التنبؤ في الجدول 3-30 وهي ممثلة ببيانيا في الشكل 3-16، حيث يلاحظ اتجاه قيمة الدينار الجزائري إلى الإرتفاع في السنوات الأربع الأولى، وذلك بمعدل ارتفاع سنوي قيمته 0.5%، أما خلال الفترة 2013-2015 فستتخفف قيمة الدينار بنسبة 0.61% سنويا، أما فيما يتعلق بتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الجزائر فستشهد تطورا هاما، إذ أن معدل نموها سيصل إلى 1.05%، وهذه النتائج تؤكد عدم وجود علاقة التكامل المشترك التي اختبرت في المراحل السابقة.

الجدول 3-30: التنبؤ بقيم TCH و $SFVR$ خلال الفترة 2009-2015 باستخدام طريقة "Box et Jenkins"

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
سعر الصرف TCH	60,71405	60,10292	59,82075	59,80615	60,00916	60,38918	60,91317
تدفقات رؤوس الأموال $SFVR$	39484,54	39374,40	39908,16	40441,92	40975,68	41509,43	42043,19

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج $SPSS10$

الشكل 3-16: التنبؤ بقيم TCH و $SFVR$ خلال الفترة 2009-2015 باستخدام طريقة "Box et Jenkins"



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج $EvIEWS4$.

3-اختبار $Show Forecast$: من خلال نتائج الجدول 3-31 يلاحظ أن احتمال إحصائية فيشر أقل بكثير من 0,05، وهذا ما يثبت عدم ثبات النموذج في السنوات السبع الأخيرة، وبالتالي فإن التنبؤات بعد سنة 2008 لن تكون دقيقة. أما فيما يتعلق بتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية فيلاحظ من الجدول 3-32 أن احتمال إحصائية فيشر أكبر من 0,05، أي أن النموذج ثابت في السنوات السبع الأخيرة، وهو ما يعني أن التنبؤات بعد سنة 2008 ستكون دقيقة بدرجة كبيرة.

الجدول 3-31: اختبار *Show Forecast* لسلسلة سعر الصرف.

Chow Forecast Test: Forecast from 2003 to 2008			
F-statistic	62.02936	Probability	0.000669
Log likelihood ratio	54.52516	Probability	0.000000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

الجدول 3-32: اختبار *Show Forecast* لسلسلة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

Chow Forecast Test: Forecast from 2003 to 2008			
F-statistic	1.059946	Probability	0.472733
Log likelihood ratio	9.394838	Probability	0.152560

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

ثانياً: التنبؤ باستخدام طريقة التمهيد الأسّي لـ "*HOLT-WINTERS*": لقد أثبتنا عند دراسة الاستقرار أن معامل الاتجاه العام لا يختلف معنوياً عن الصفر، إضافة إلى أن البيانات سنوية فإننا سنتجنب شرط الموسمية، وعليه فالطريقة الأجمع للتنبؤ بالقيم المستقبلية هي طريقة "*Holt-Winters*" غير الموسمية:

1- تحديد قيم المعلمات α و β : يمكن تلخيص النتائج في الجدول التالي:¹

الجدول 3-33: قيم المعلمات α و β في طريقة التمهيد الأسّي لـ "*HOLT-WINTERS*"

<i>SFVR</i>	<i>TCH</i>	
0.25	1.00	α
0.80	0.53	β

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

2- التنبؤ: بعد تعويض قيم المعلمات المتحصل عليها في النموذج لكل سلسلة حصلنا على القيم التنبؤية في الجدول 3-34، وهي موضحة في الشكل 3-17 حيث توضح السلسلة الممثلة (باللون الأحمر) السلسلة الأصلية، وتمثل السلسلة (باللون الأخضر) السلسلة الممهدة إضافة إلى اتجاه القيم التنبؤية.

من خلال النتائج المحصل عليها يلاحظ اتجاه قيمة الدينار الجزائري إلى الارتفاع في السنوات السبع القادمة، وستكون نسبة الارتفاع في المتوسط السنوي تقدر بـ 6.69%، أما فيما يتعلق بتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية فستتجه إلى الارتفاع كذلك، وسيكون معدل نموها يقدر بـ 6.45% سنوياً.

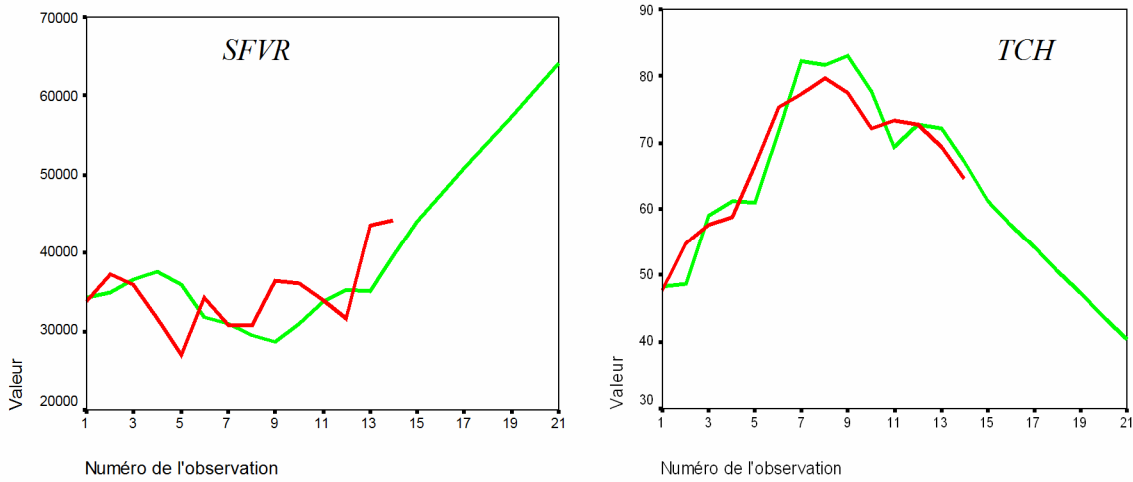
¹ أنظر الملحق رقم 39.

الجدول 3-34: التنبؤ باستخدام طريقة التمهيد الأسّي لـ "HOLT- WINTERS"

السنة	TCH	SFVR
2009	61,11478	44065,77
2010	57,64675	47410,56
2011	54,17873	50755,35
2012	50,71071	54100,14
2013	47,24268	57444,93
2014	43,77466	60789,72
2015	40,30663	64134,51

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS10.

الشكل 3-17: التنبؤ باستخدام طريقة التمهيد الأسّي لـ "HOLT- WINTERS"



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS10.

المبحث الثالث: سلوك رأس المال الأجنبي خلال فترة التثبيت (1996-2008) في المغرب.

اهتم المغرب بتحرير سعر الصرف وربطه بسلة من العملات، وليس بوحدات حقوق السحب الخاصة، ويسمح النظام النقدي في المغرب بتعديل سعر الصرف عن السعر المحدد في حدود $\pm 3\%$ ، ويُطبق المغرب سياسة إدارة سعر الصرف بحيث تعمل على ضبط تغيرات قيمة العملة في الحدود التي تتناسب مع ظروف الإصلاح الاقتصادي، وذلك مع إعلان سعر صرف وحيد وليس أسعار صرف متعددة.¹

المطلب الأول: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في ظل أنظمة الصرف المتبعة في المغرب.

على غرار دول المغرب العربي الأخرى فإن المغرب تميز باستقرار اختيار نظام سعر الصرف الذي تميز بالثبات في معظم مراحلها وفقا لآلية الربط بسلة من العملات، حيث يتم اختيار أوزان السلة وفقا للتبادل التجاري ونظام السداد الخارجي للمغرب.

أولا: أنظمة الصرف التي مرت بها المغرب خلال الفترة 1958-2008: ربط الفرنك المغربي بالفرنك الفرنسي منذ 30 ديسمبر 1924 إلى غاية 1942 حين تم ربط عملة المغرب بالدولار والجنيه الاسترليني، ليتم العودة إلى منطقة الفرنك والربط بالنسبة للفرنك الفرنسي في 6 ديسمبر 1944، وفي 17 أكتوبر 1959 تم استبدال الفرنك المغربي بالدرهم، وتبنى المغرب لنظام الربط بسلة من العملات.²

يُعد نظام سعر صرف الدرهم نظاما ثابتا ذا سعر صرف موحد، فالدرهم مربوط بسلة خاصة من العملات الأجنبية، ويتم حساب ترجيح هذه العملات داخل السلة وفقا للتوزيع الجغرافي الخاص بالمبادلات التجارية التي يجريها المغرب ووفقا لنصيب كل عملة في عمليات السداد الخارجي، وقد تبنى المغرب نظام الربط بالسلة في ماي 1973، وذلك عقب التوجه لتعويم العملات على المستوى الدولي.

إن توجه المغرب لاختيار هذا النظام كان ينحصر في ثلاث مراحل هي:³

1- المرحلة الأولى: كان يتعين على المغرب المفاضلة بين نظام سعر الصرف الثابت ونظام التعويم، وقد وقع الاختيار على نظام التثبيت حيث اعتادت المغرب على استقرار سعر الصرف وعلى معدلات منخفضة المعدل التضخم.

2- المرحلة الثانية: كان يتعين على المغرب اختيار نوع أداة الربط، علما بأن الدولار والفرنك كانا العملتين الرئيسيتين في عملية التبادل والسداد التي قام بها المغرب آنذاك، ويُذكر أن المغرب قد خرج من منطقة الفرنك

¹ حمدي عبد العظيم: "الإصلاح الاقتصادي في الدول العربية بين سعر الصرف و الموازنة العامة"، مرجع سبق ذكره، ص: 225.

² Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff: "THE MODERN HISTORY OF EXCHANGE RATE ARRANGEMENTS: A REINTERPRETATION", Previous Reference, PP:86.

³ بشير حمدوش: "التجربة المغربية في إدارة سعر الصرف"، مداخلة مقدمة في ندوة "نظم وسياسات سعر الصرف"، معهد السياسات الاقتصادية - صندوق النقد العربي - بالتنسيق مع صندوق النقد الدولي، 16-17 ديسمبر 2002، ص: 240-241.

منذ السنوات الأولى لاستقلاله السياسي،¹ وبما أن المغرب كان حريصا على استقلاله النقدي فقد كانت عملية ربط الدرهم بالدولار أمرا مستبعدا.

الجدول 3-35: تطور أنظمة سعر الصرف في المغرب.

التاريخ	الحدث	التعليق
25 أبريل 1958	الانضمام إلى صندوق النقد الدولي.	
ديسمبر 1958	إنهاء نظام تكافؤ سعر الفرنك بين فرنسا والمغرب، حيث لم يلتزم المغرب بخفض القيمة التي قررها فرنسا.	
1959	إنشاء هيئة وطنية للإصدار وهو بنك المغرب.	وقد حل محل بنك دولة المغرب، وهو بنك خاص، وقد تم إغلاق حساب العمليات التي كانت تربطه بوزارة الخزانة الفرنسية.
	إصدار عملة وطنية وهي الدرهم.	كان ذلك بمثابة الخروج الفعلي من منطقة الفرنك.
حتى 17 ماي 1973	سعر صرف ثابت وموحد.	
بدا من 17 ماي 1973	ربط الدرهم رسميا بسلة عملات يتم تحديد معالمها وفقا لأهميتها في عمليات التبادل والسداد الخارجي.	الفرنك الفرنسي هو عملة القياس.
1980	أول تعديل للسلة.	
من 1980 حتى 1986-1987	سياسة انزلاق الدرهم في إطار سياسة التصحيح الهيكلي.	دون إعلان رسمي تم رصد هبوط سعر الدرهم داخل السوق.
ماي 1990	ثاني تعديل للسلة وانخفاض قيمة الدرهم بنسبة 9%.	
منذ 1987-1988 وما بعد ماي 1990	العودة إلى نظام سعر الصرف الثابت وبقاء الدرهم مرتبطا بالسلة.	
21 جانفي 1993	المغرب يوافق على المادة الثامنة من النظام الأساسي لصندوق النقد الدولي.	الدرهم يصبح عملة قابلة للتحويل في العمليات الجارية.
ماي 1996	إنشاء سوق الصرف.	
1 جانفي 1999	إصدار الأورو المصرفي.	الأورو يصبح عملة القياس.
25 أبريل 2001	ثالث تعديل للسلة وخفض قيمة الدرهم بـ 5%.	
منذ 1 جانفي 2002	إصدار الأورو.	الأورو يحل محل عملات الدول الأعضاء في منطقة اليورو على قائمة العملات المسعرة من قبل بنك المغرب.

المصدر: بشير حمدوش: "التجربة المغربية في إدارة سعر الصرف"، مداخلة مقدمة في ندوة "نظم وسياسات سعر الصرف"، معهد السياسات الاقتصادية -صندوق النقد العربي- بالتنسيق مع صندوق النقد الدولي، 16-17 ديسمبر 2002، ص: 242.

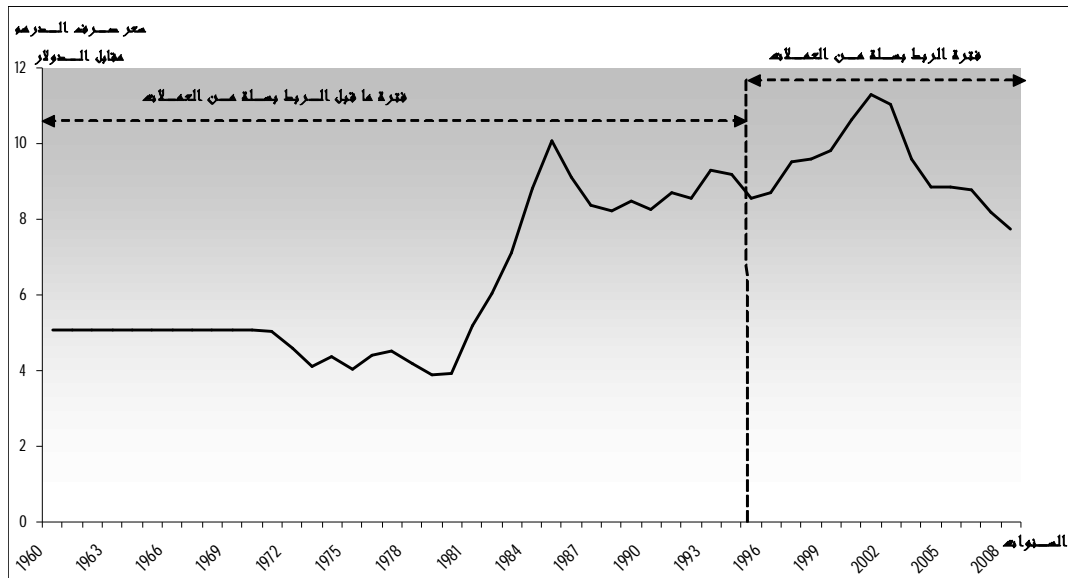
3- المرحلة الثالثة: تتعلق هذه المرحلة باختيار سلة الربط الموحدة، فالعملة الموحدة على أساس السلة تتميز بكونها تشجع عملية استقرار سعر الصرف، حيث أنها تسمح ببعض التعويض عن الحركات الخاصة بالعملات

¹ تم الاستقلال السياسي للمغرب عام 1956 والخروج من منطقة الفرنك كان عام 1959.

التي تمثلها والتي قد تكون متباينة، ولكن أي سلة ربط موحدة يمكن تبنيها، هل ستكون قياسية مثل حقوق السحب الخاصة أم ستكون غير ذلك؟، وقد فضل المغرب اختيار سلة خاصة يتم تكوينها وفقاً للأهمية النسبية للعملة الرئيسية التي تدخل في مبادلاته وفي عملية السداد الخارجي، بالإضافة إلى أن السلة الخاصة تتيح ميزة أخرى وهي إمكانية تغيير مكوناتها وفقاً للتغيرات التي تطرأ على عمليات التبادل التجاري والسداد الخارجي للدولة، وأيضاً وفقاً لخياراتها الاستراتيجية، وهذا الأمر لا ينطبق على حقوق السحب الخاصة.

يوضح الجدول 3-35 تطور نظام سعر الصرف في المغرب، حيث يبدو واضحاً أنه فيما عدا مرحلة الثمانينات فإن نظام صرف الدرهم قد اتسم بالثبات، فمنذ 1973 تم ربط الدرهم بسلة خاصة من العملات الأجنبية لم يتم إجراء أي تعديلات عليها سوى ثلاث مرات على مدار ثلاثة عقود، ومع هذا فقد تم خلال أغلب سنوات الثمانينات تعديل سعر صرف الدرهم مرات عدة دون أي إعلان رسمي¹.

الشكل 3-18: تطور سعر صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 1960-2008



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على *World Bank, Database 2010*، وباستخدام برنامج *Excel*.

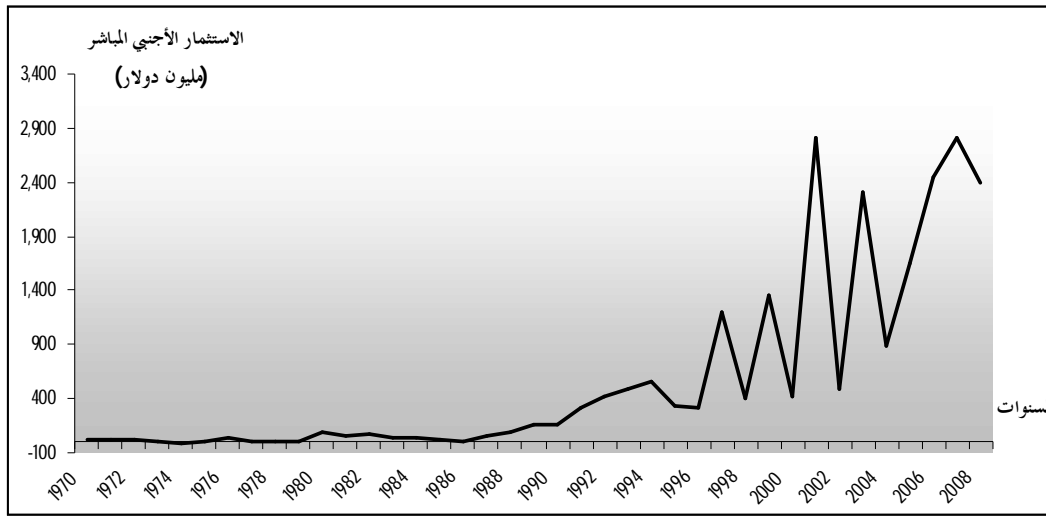
ثانياً: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى المغرب: تميزت تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى المغرب بمرحلتين، مرحلة اتجاه تصاعدي للتدفقات والتي توافقت مع فترة ما قبل سنة 1996، وفترة ما بعد سنة 1996 أين تبنت المغرب نظام ربط الدرهم بسلة من العملات أين عرفت تدفقات رؤوس الأموال في هذه الفترة اتجاهها تنازلياً.

¹ بشير حمدوش: "التجربة المغربية في إدارة سعر الصرف"، نفس المرجع السابق، ص: 242.

وفيما يتعلق بالرقابة على رأس المال فقد طُبقت سيطرة تامة عليه في بداية التسعينات، وذلك من خلال قواعد وقيود تُحدّد من انتقال رأس المال من وإلى الخارج، ويتم بعدها السماح والموافقة على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الداخل، ليتم تحريره تماما سنة 1992.¹

1- تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر: لم تشكل تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الحصة الأوفر خلال فترة ما قبل 1996، وتدفقت بصور ضعيفة بسبب القيود التي كانت مفروضة على انتقال رأس المال من وإلى المغرب، وبتحرير تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى المغرب ازداد نصيب هذا النوع من التدفقات ليعرف بعدها تذبذبات دورية بلغت ذروتها سنة 2001 بـ 2807.7258 مليون دولار، ونمت بمعدل سنوي متوسط بلغ 100.84%.

الشكل 3-19: تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى المغرب خلال الفترة 1970-2008

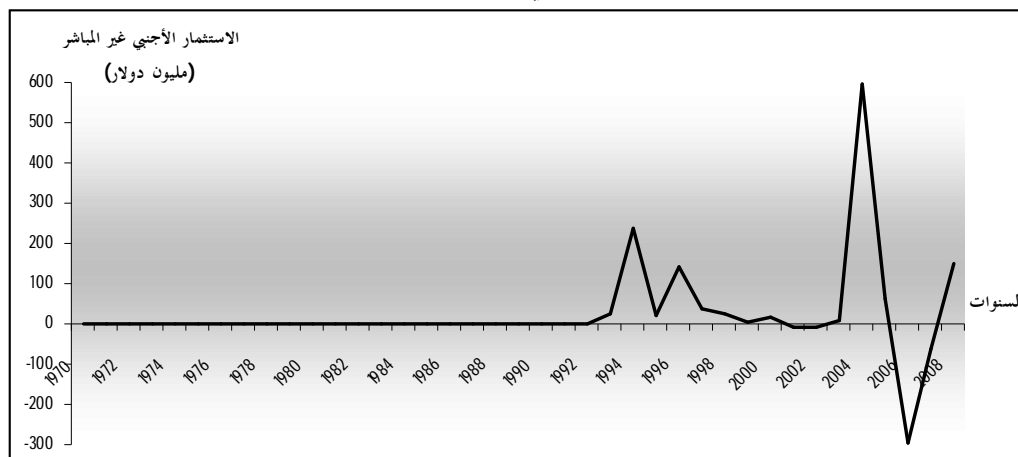


المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الإحصائيات الواردة في الملحق رقم 03، وباستخدام برنامج Excel.

2- تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر: شكلت تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى المغرب نسبة ضئيلة قبل التسعينات، وكنتيجة للإصلاحات المالية التي قامت بها المغرب في هذه الفترة تدفقت استثمارات المحافظ بشكل فجائي بلغ 237.75 مليون دولار سنة 1994، غير أن هذه التدفقات سرعان ما انخفضت في السنوات التالية، وبلغ هذا الشكل من التدفقات أقصاه سنة 2004 بـ 596.83 مليون دولار، وهي الأموال الساخنة الباحثة عن الاستقرار، فهذه التدفقات لم تستمر في التزايد وانسحب معظم المستثمرين الأجانب من المغرب في بداية الأزمة المالية العالمية 2008، فتدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر تطورت في هذه الفترة بمعدل نمو سنوي بلغ 510.28%، والشكل 3-20 يوضح بشكل أدق تطور تدفق هذا الشكل من الأموال الأجنبية.

¹ Thomas Vlassopoulos Nicholas Tsaveas , Heather Gibson: "Capital flows, Capital account libérealisation and méditerranéan countries", Previous Reference, P:34.

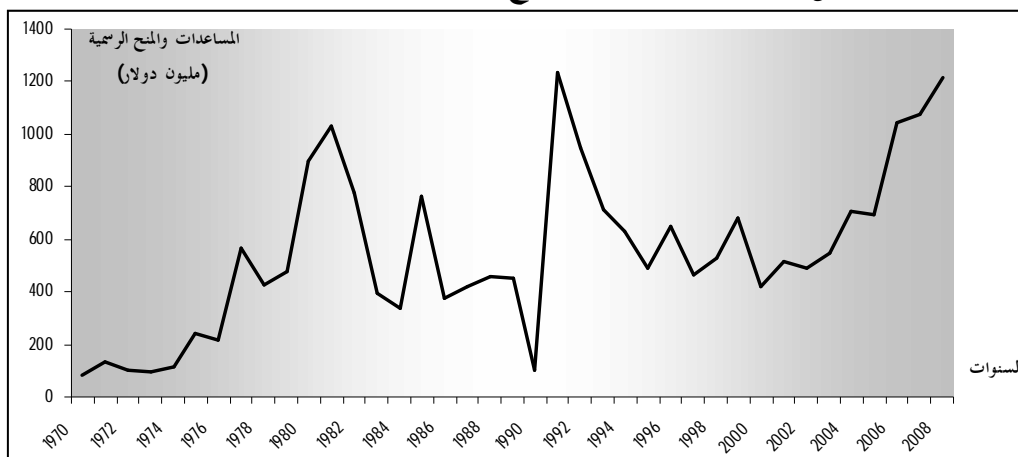
الشكل 3-20: تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى المغرب خلال الفترة 1970-2008



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الإحصائيات الواردة في الملحق رقم 03، وباستخدام برنامج Excel.

3- تدفقات المنح والمساعدات الرسمية: يوضح الشكل 3-21 تدفقات المنح والمساعدات الرسمية إلى المغرب خلال الفترة 1970-2008.

الشكل 3-21: تدفق المساعدات والمنح الرسمية إلى المغرب خلال الفترة 1970-2008



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الإحصائيات الواردة في الملحق رقم 03، وباستخدام برنامج Excel.

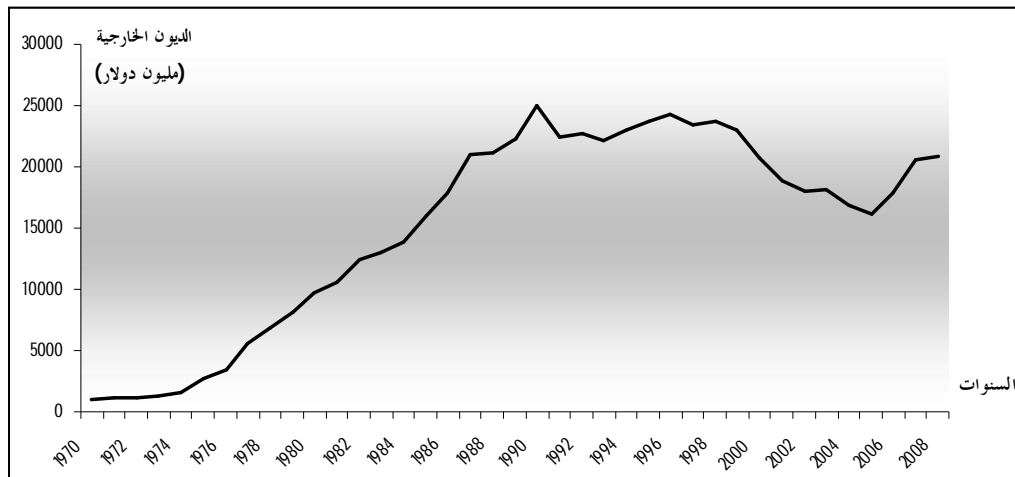
من الشكل يتضح أن هناك تطوراً كبيراً في حجم المنح والمساعدات الرسمية في عقد السبعينات وبداية الثمانينات، أين بلغ 1031.9 مليون دولار سنة 1981 بعد أن كان لا يتجاوز 86 مليون دولار سنة 1970. شهد عقد الثمانينات انخفاضاً كبيراً في تدفق المنح والمساعدات الرسمية إلى المغرب، بلغت قيمتها 104.79 مليون دولار سنة 1990، وبانتهاج المغرب سياسة الإصلاحات الاقتصادية إليها تدفق حجم كبير من المنح والمساعدات، أين وصلت قيمتها إلى 1231.71 مليون دولار سنة 1991، في حين بلغت سنة 2008 قيمة 1216.87 مليون دولار.

بتفحص معدلي النمو المتوسطين لفترة ما قبل تبني نظام الربط بسلة من العملات ونظام الربط، نجد أن قيمته في الفترة الأولى 52.97% في حين بلغ في الفترة الثانية 10.10%.

4- تطور الديون الخارجية: يلاحظ من الشكل 3-22 أن تطور الديون الخارجية في المغرب مر بثلاث مراحل، مرحلة ما قبل التسعينات أين تطور حجم الديون بشكل كبير وبمعدل نمو سنوي متوسط 18.78%، حيث تجاوزت المديونية الخارجية عتبة 25 مليار دولار سنة 1990 بعدما بلغت حوالي 985 مليون دولار سنة 1970، أما المرحلة الثانية فكانت خلال الفترة 1990-2005 حيث شهدت انخفاضاً في حجم الديون الخارجية أين انخفضت إلى 16174.14 مليون دولار سنة 2005، والمرحلة التي تمتد من 2006 إلى 2008 أين عاودت الديون الخارجية الارتفاع من 17815.316 مليون دولار سنة 2006 إلى 20824.786 مليون دولار سنة 2008.

بلغ معدل النمو المتوسط لحجم الديون الخارجية في المغرب قيمة 14.85% خلال فترة ما قبل الربط بسلة من العملات سنة 1996، أما في فترة الربط فقد بلغ المعدل قيمة (-0.78%).

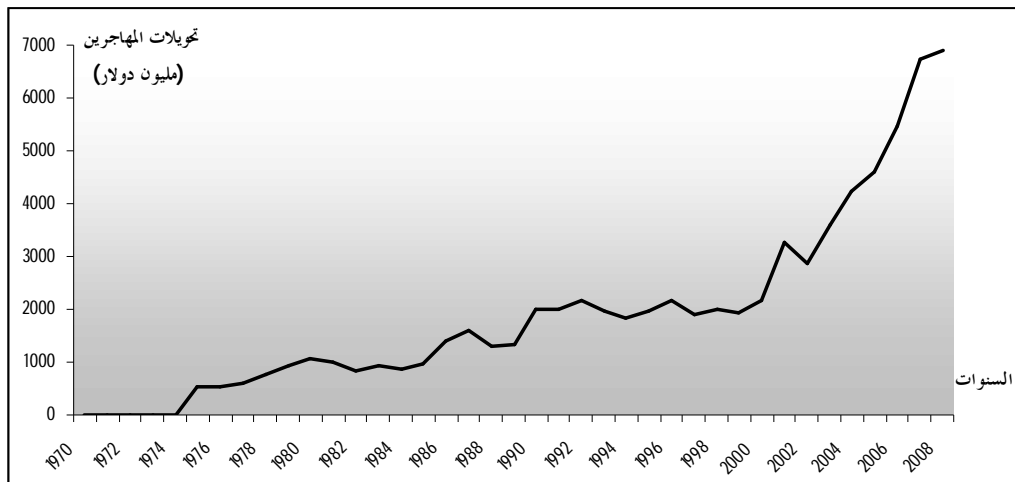
الشكل 3-22: تطور الديون الخارجية في المغرب خلال الفترة 1970-2008



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الإحصائيات الواردة في الملحق رقم 03، وباستخدام برنامج Excel.

5- تدفقات تحويلات المهاجرين: تضاعف حجم تحويلات المهاجرين إلى المغرب بين سنتي 1975 و1996 بـ 4.06 مرة، أين بلغت سنة 1975 قيمة 533 مليون دولار و2165.474 مليون دولار سنة 1996، إذ تطور خلال هذه الفترة حجم التدفقات بمعدل نمو سنوي متوسط 8.07%، أما في فترة الربط بسلة من العملات الرئيسية بلغ حجم التدفقات 6895.373 مليون دولار سنة 2008 بعدما بلغ 1893.33 مليون دولار سنة 1997. فتطور تدفق تحويلات المهاجرين كان بمعدل نمو سنوي متوسط 8.07% خلال الفترة الأولى في حين بلغ هذا المعدل 11.26% خلال فترة الربط بالسلة، والشكل 3-23 يبين هذا التطور، إذ يعود هذا الأخير إلى أن تنظيم الصرف في المغرب يسمح للمغاربة المقيمين في الخارج بفتح نوعين من الحسابات في البنوك المغربية، حساب بالدرهم القابل للتحويل وحساب بالعملة الصعبة.

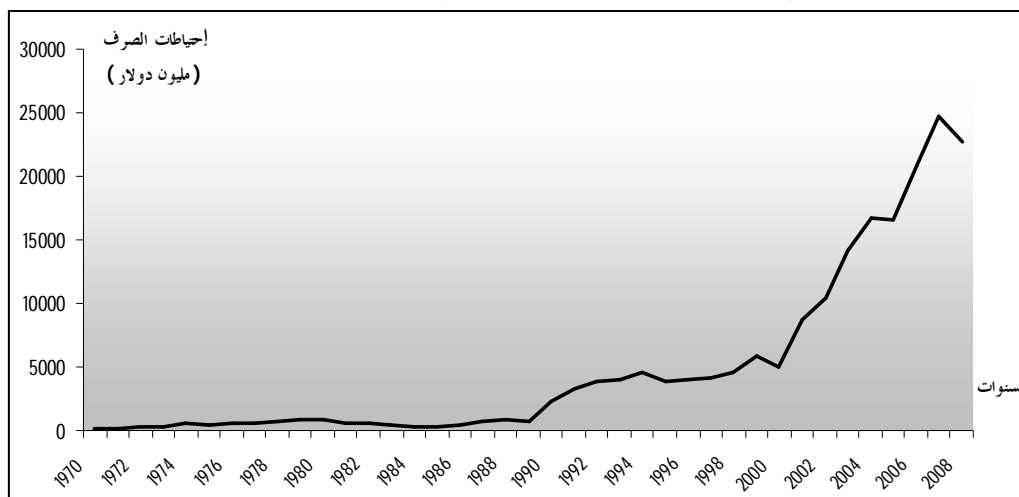
الشكل 3-23: تدفقات تحويلات المهاجرين إلى المغرب خلال الفترة 1970-2008



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الإحصائيات الواردة في الملحق رقم 03، وباستخدام برنامج Excel.

6- تطور احتياطات الصرف: مرت احتياطات الصرف في تطورها في المغرب بثلاثة مراحل (الشكل 3-24)، ففي المرحلة الأولى الممتدة من سنة 1970 إلى سنة 1990 لم تشكل الاحتياطات إلا نسبة ضعيفة، حيث بلغت أقصى قيمة لها سنة 1979 بـ 917.48 مليون دولار. بمعدل نمو سنوي كمتوسط الفترة بلغ 13.07%، في حين أن الفترة الممتدة بين سنتي 1990-2000 تمثل المرحلة الثانية للتطور، حيث تضاعفت قيمة الاحتياطات 2.14 مرة خلال عشر سنوات (5016.93 مليون دولار سنة 2000 و2337.53 مليون دولار سنة 1990)، أما المرحلة الثالثة فتمتد من سنة 2001 إلى سنة 2008 أين شهدت الاحتياطات نمواً قياسيًّا انتقل من 8669.35 مليون دولار سنة 2001 إلى 22719.56 مليون دولار.

الشكل 3-24: تطور احتياطات الصرف في المغرب خلال الفترة 1970-2008



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الإحصائيات الواردة في الملحق رقم 03، وباستخدام برنامج Excel.

خلال مرحلة تثبيت الدرهم بسلة من العملات نمت الاحتياطات بوتيرة سنوية متوسطة وصلت إلى 16.40% في حين بلغت هذه النسبة 12.92% قبل هذه المرحلة، وما يلاحظ هو أن احتياطات الصرف في المغرب تضاعفت بأكثر من 160 مرة بين سنتي 1970 و 2008.

المطلب الثاني: علاقة سعر الصرف بتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

سنقوم باتباع نفس المنهجية السابقة عند دراسة علاقة أسعار الصرف بتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، وسنقوم باختبار للفرضية الموضوعية بأن حاجة المغرب إلى التمويل الخارجي سوف يجعل النظام الذي على أساسه يتحدد سعر صرف الدرهم المغربي أهم محدد لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى المغرب.

أولاً: دراسة وصفية للسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة: حيث سيتم عرض أهم الخصائص الإحصائية للمتغيرات المدروسة والتي من أهمها: المتوسط، الانحراف المعياري، أقصى وأدنى قيمة إضافة إلى الوسيط.

1- سلسلة سعر الصرف (TCH): تتكون السلسلة TCH من 13 مشاهدة، تمتد من سنة 1996 إلى سنة 2008 بمتوسط 9.434292 وقيمة عظمى 11.303 سجلت سنة 2001 وقيمة صغرى 7.75 سجلت سنة 2008، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 9.527، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 1.063484¹.

2- سلسلة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية (SFVR): تتكون السلسلة SFVR من 13 مشاهدة، تمتد من سنة 1996 إلى سنة 2008، بمتوسط 27541.21 وقيمة عظمى 35008.95 سجلت سنة 2007 وقيمة صغرى 22816.5 سجلت سنة 2000، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 27678.5، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 3350.513².

ثانياً: اختبار استقرارية سلاسل المتغيرات المدروسة عند المستوى: تبنى دراسة الاستقرارية على مجموعة من المراحل بداية بفحص دوال الارتباط الذاتي، تحديد درجة التأخير، ثم إجراء اختبار ADF، وفي حالة عدم تحقق خاصية الاستقرارية يتم اللجوء إلى الفروق من الدرجة الأولى ثم الثانية... وإجراء الاختبار بعد كل مرحلة إلى أن تستقر المتغيرات.

1- اختبار معنوية دوال الارتباط الذاتي واختبار Ljung-Box: بفحص دالة الارتباط الذاتي لسلسلة سعر الصرف TCH يتضح أن المعامل المحسوب من أجل الفجوة 1 يختلف معنوياً عن الصفر (خارج مجال الثقة)³ واختبار Ljung-Box يثبت ذلك، إذ أن إحصائية LB المحسوبة (آخر قيمة في العمود Q-Stat) (LB = 27.51) أكبر من القيمة الجدولية (22.362 = $\chi^2_{0.05;13}$)، وبالتالي نرفض فرض العدم القائل أن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0 = P_1 = P_2 = \dots = P_{10} = 0$).

¹ أنظر الملحق رقم 46.

² أنظر الملحق رقم 46.

³ أنظر الملحق رقم 24.

وبفحص دالة الارتباط الذاتي لسلسلة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية (*SFVR*) يتضح أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات k حيث $k > 0$ لا تختلف معنويًا عن الصفر (داخل مجال الثقة)¹، واختبار *Ljung-Box* يثبت ذلك، إذ أن إحصائية *LB* المحسوبة (آخر قيمة في العمود *Q-Stat*) ($LB = 2.09$) أقل من القيمة الجدولية ($\chi^2_{0.05;13} = 22.362$) وبالتالي نقبل فرض العدم القائل أن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0 = P_1 = P_2 = \dots = P_{10} = 0$).

2- تحديد درجة التأخير: يتم تحديد درجة التأخير بالاعتماد على أدنى قيمة لمعيار *Akaike* و *Schwartz*.

أ- تحديد درجة التأخير في السلسلة *TCH*: ومن خلال نتائج الجدول 3-36 يتضح أن درجة التأخير هي: $P=4$ في النموذجين الثالث والثاني، أما النموذج الأول فدرجة التأخير هي: $P=3$.

الجدول 3-36: تحديد درجة التأخير في السلسلة *TCH*

النموذج الأول		النموذج الثاني		النموذج الثالث		درجة التأخير
<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	
2.1645	2.1241	2.3461	2.2652	1.9084	1.7872	$P=0$
1.9811	1.9088	2.0643	1.9557	2.0063	1.8617	$P=1$
2.0477	1.9570	2.2343	2.1133	1.1037	0.9524	$P=2$
1.7114	1.6237	1.6167	1.5071	0.9252	0.7937	$P=3$
1.7132	1.6636	0.8992	0.8396	0.4870	0.475	$P=4$

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

ب- تحديد درجة التأخر في السلسلة *SFVR*: من خلال نتائج الجدول 3-37 يتضح أن درجة التأخير هي: $P=0$ في النموذجين الثالث والثاني، أما النموذج الأول فدرجة التأخير هي: $P=1$.

الجدول 3-37: تحديد درجة التأخير في السلسلة *SFVR*

النموذج الأول		النموذج الثاني		النموذج الثالث		درجة التأخير
<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	
19.8746	19.8342	19.4795	19.3987	19.5175	19.3963	$P=0$
19.8706	19.7986	19.8016	19.6931	19.8021	19.2574	$P=1$
20.0519	19.9611	20.1236	20.0026	20.1018	19.9505	$P=2$
20.4233	20.3357	20.4007	20.2911	20.2101	20.0786	$P=3$
20.5605	20.5109	20.7738	20.7142	20.2575	20.1880	$P=4$

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

3- اختبار "ديكي-فولر" المطور *ADF*: يتم استخدام اختبار *ADF* لمعرفة الاستقرار، بعد تحديد درجة التأخير لهذه السلسلة باستخدام معيار *Akaike* و *Schwartz*.

أ- نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور *ADF* لسلسلة *TCH*: من خلال نتائج الجدول 3-38 يتضح أن سلسلة سعر الصرف *TCH* غير مستقرة عند المستوى.

¹ أنظر الملحق رقم 24.

الجدول 3-38: نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور *ADF* لسلسلة *TCH*¹.

السلسلة	النموذج	درجة التأخير	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
<i>TCH</i>	3	4	<i>b</i>	-	-	0.50	نقبل فرضية العدم أي أن مقدر معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي نرفض فرضية أن تكون السلسلة من النوع <i>TS</i> .
			φ	-2.05	-4.19	-	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.
	2	4	<i>c</i>	-	-	0.18	معامل الثابت لا يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية العدم، إذ أن السلسلة من نوع <i>DS</i> بدون انحراف.
			φ	-2.05	-3.33	-	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، ومنه فالسلسلة <i>TCH</i> غير مستقرة.
1	3	φ	-1.04	-1.98	-	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة غير مستقرة.	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

ب- نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور *ADF* لسلسلة *SFVR*:

الجدول 3-39: نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور *ADF* لسلسلة *SFVR*².

السلسلة	النموذج	درجة التأخير	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
<i>SFVR</i>	3	0	<i>b</i>	-	-	0.22	نقبل فرضية العدم أي أن مقدر معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي نرفض فرضية أن تكون السلسلة من النوع <i>TS</i> .
			φ	-3.22	-3.87	-	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.
	2	0	<i>c</i>	-	-	0.14	معامل الثابت لا يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية العدم، وبالتالي السلسلة من نوع <i>DS</i> بدون انحراف.
			φ	-1.60	-3.18	-	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، ومنه فالسلسلة <i>SFVR</i> غير مستقرة.
1	1	φ	0.32	-1.97	-	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة غير مستقرة.	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

¹ أنظر الملحق رقم 25.

² أنظر الملحق رقم 27.

من خلال نتائج الجدول 3-39 يتضح أن سلسلة سعر الصرف *SFVR* غير مستقرة عند المستوى.
 ثالثا: اختبار استقرارية سلاسل المتغيرات المدروسة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى: بما أن السلاسل الخام غير مستقرة يتم اللجوء إلى اختبار استقرارية الفروق من الدرجة الأولى.

1- اختبار معنوية دوال الارتباط الذاتي واختبار *Ljung-Box*: بفحص دالة الارتباط الذاتي للسلسلة $D(TCH)$ يتضح أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات k حيث $k > 0$ لا يختلف معنويا عن الصفر (داخل مجال الثقة)¹، واختبار *Ljung-Box* يثبت ذلك، إذ أن إحصائية *LB* المحسوبة (آخر قيمة في العمود *Q-Stat*) ($LB = 10.39$) أقل من القيمة الجدولية ($\chi^2_{0.05;12} = 21.026$)، وبالتالي نقبل فرض العدم القائل أن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0 = P_1 = P_2 = \dots = P_{10} = 0$).

بفحص دالة الارتباط الذاتي للسلسلة $D(SFVR)$ يتضح أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات k حيث $k > 0$ لا يختلف معنويا عن الصفر (داخل مجال الثقة)²، واختبار *Ljung-Box* يثبت ذلك، إذ أن إحصائية *LB* المحسوبة (آخر قيمة في العمود *Q-Stat*) ($LB = 5.99$) أصغر من القيمة الجدولية ($\chi^2_{0.05;12} = 21.026$) وبالتالي نقبل فرض العدم القائل أن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0 = P_1 = P_2 = \dots = P_{10} = 0$).

2- تحديد درجة التأخير: يتم تحديد درجة التأخير بالاعتماد على أدنى قيمة لمعيار *Akaike* و *Schwartz*.
 أ- تحديد درجة التأخير في السلسلة $D(TCH)$: من خلال نتائج الجدول 3-40 يتضح أن درجة التأخير هي: $P=1$ في النموذج الثالث، أما النموذجين الأول والثاني فدرجة التأخير هي: $P=2$.
 الجدول 3-40: تحديد درجة التأخير في السلسلة $D(TCH)$

النموذج الأول		النموذج الثاني		النموذج الثالث		درجة التأخير
<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	
1.8477	1.8115	1.9989	1.9265	2.1428	2.0342	$P=0$
1.8505	1.7900	2.0534	1.9626	17124	15914	$P=1$
16644	15987	1.7417	16540	1.9709	1.8613	$P=2$
2.0119	1.9722	1.7717	1.7220	1.8777	1.8181	$P=3$
1.9049	1.9735	16506	1.6970	1.9588	1.9211	$P=4$

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

ب- تحديد درجة التأخير في السلسلة $D(SFVR)$: من خلال نتائج الجدول 3-41 يتضح أن درجة التأخير هي: $P=1$ في النموذج الثالث، أما في النموذجين الأول والثاني فدرجة التأخير هي: $P=0$.

¹ أنظر الملحق رقم 24.

² أنظر الملحق رقم 24.

الجدول 3-41: تحديد درجة التأخير في السلسلة $D(SFVR)$

النموذج الأول		النموذج الثاني		النموذج الثالث		درجة التأخير
<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	
19.6645	19.6283	19.8618	19.7894	19.9976	19.8891	$P=0$
19.8736	19.8130	20.0464	19.9556	19.9287	19.8076	$P=1$
20.2265	20.1608	20.4192	20.3316	19.9663	19.8567	$P=2$
20.4025	20.3628	20.5585	20.5086	20.1138	20.0542	$P=3$
20.7899	20.8285	20.9877	21.0340	20.1435	20.0911	$P=4$

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

3- اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF : يتم استخدام اختبار ADF لمعرفة الاستقرار، بعد تحديد درجة التأخير لهذه السلسلة باستخدام معياري *Akaike* و *Schwartz*.

أ- نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة $D(TCH)$: من خلال نتائج الجدول 3-42 السلسلة $D(TCH)$ مستقرة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى، وهذا يعني أن سلسلة TCH متكاملة من الدرجة الأولى عند مستوى معنوية 5%. $TCH \rightarrow I(1)$ 5%

الجدول 3-42: نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة $D(TCH)$ ¹

القرار	الاحتمال	القيمة الحرجة	إحصائية المعامل	المعامل	درجة التأخير	النموذج	السلسلة
مقدر معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي نرفض فرضية أن تكون السلسلة من النوع TS .	0.07	-	-	b	1	3	$D(TCH)$
نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.	-	3.99-	3.50-	φ			
معامل الثابت لا يختلف معنويًا عن الصفر، نقبل فرضية العدم، إذ أن السلسلة $D(TCH)$ من نوع DS بدون انحراف.	0.38	-	-	c	2	2	
نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.	-	3.26-	1.34-	φ			
نقبل الفرضية البديلة بعدم وجود جذر وحدوي.	-	1.98-	2.96-	φ	2	1	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

¹ أنظر الملحق رقم 26.

ب- نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة $D(SFVR)$:

الجدول 3-43: نتائج اختبار "ديكي-فولر" المطور ADF لسلسلة $D(SFVR)$.¹

القرار	الاحتمال	القيمة الحرجة	إحصائية المعامل	المعامل	درجة التأخير	النموذج	السلسلة
مقدر معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي نرفض فرضية أن تكون السلسلة من النوع TS .	0.16	-	-	b	1	3	$D(SFVR)$
نرفض فرضية العدم بعدم وجود جذر وحدوي.	-	3.99-	4.03-	φ			
معامل الثابت لا يختلف معنويًا عن الصفر، نقبل فرضية العدم، إذ أن السلسلة من نوع DS بدون انحراف.	0.67	-	-	c	0	2	
نقبل الفرضية البديلة بعدم وجود جذر وحدوي.	-	3.18-	5.14-	φ			
نرفض فرضية العدم بعدم وجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة مستقرة.	-	1.97-	5.35-	φ	0	1	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج $Eviews4$.

من خلال نتائج الجدول 3-43 يتضح أن السلسلة $D(SFVR)$ مستقرة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى، وهذا يعني أن سلسلة $SFVR$ متكاملة من الدرجة الأولى عند مستوى معنوية 5%. $SFVR \rightarrow I(1)$5%
 رابعاً: اختبار علاقة التكامل المتزامن لـ $(Engle-Granger)$: بعد دراسة السلاسل الزمنية من ناحية الاستقرار، وُجد أن هذه السلاسل متكاملة من الدرجة الأولى، ومن خلال ذلك فإن إمكانية وجود مسار مشترك بين هذه المتغيرات واردة في المدى الطويل، وللتأكد من ذلك سوف نقوم باختبار $(Engle-Granger)$.

1- تقدير العلاقة الانحدارية بين $SFVR$ و TCH : تأخذ العلاقة الانحدارية شكل المعادلة التالية:

$$SFVR = \hat{\alpha} + \hat{\beta}.TCH$$

بعد إجراء عملية التقدير حصلنا على النتائج التالية:²

$$SFVR = 41535 .10 - 1471 .30 \times TCH$$

$$F = 0.09 (0.06)..... R^2 = 0.2712 DW = 2.16$$

¹ أنظر الملحق رقم 28.

² أنظر الملحق رقم 29.

2- اختبار استقرارية البواقي: نقوم باختبار استقرارية بواقي النموذج المقدر من خلال اختبار معنوية دوال الارتباط الذاتي، واختبار الاستقرارية باستخدام اختبار ADF .

أ- اختبار معنوية دوال الارتباط الذاتي واختبار $Ljung-Box$: بفحص دالة الارتباط الذاتي يتضح أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات k حيث $k > 0$ لا يختلف معنويا عن الصفر (داخل مجال الثقة)¹ واختبار $Ljung-Box$ يثبت ذلك، إذ أن إحصائية LB المحسوبة (آخر قيمة في العمود $Q-Stat$) ($LB = 3.82$) أصغر من القيمة الجدولية ($\chi^2_{0.05;13} = 22.362$) وبالتالي نقبل فرضية عدم القائلة أن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0 = P_1 = P_2 = \dots = P_{10} = 0$)، كما أن احتمال إحصائية $Q-Stat$ أكبر من 0.05 ($prob = 0.94 > 0.05$)، وبالتالي فإن البواقي عبارة عن تشويش أبيض، كما أن احتمال إحصائية (JB) ($prob(JB) = 0.82 > 0.05$)، وبالتالي فالبواقي تتبع التوزيع الطبيعي.²

ب- تحديد درجة التأخير: يتم تحديد درجة التأخير بالاعتماد على أدنى قيمة لمعيار $Akaike$ و $Schwartz$ ومن خلال نتائج الجدول 3-44 يتضح أن درجة التأخير هي: $P=4$.

الجدول 3-44: تحديد درجة التأخير في سلسلة البواقي ε_t

النموذج الأول		النموذج الثاني		النموذج الثالث		درجة التأخير
<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	<i>Schwartz</i>	<i>Akaike</i>	
18.9426	18.9022	19.1487	19.0678	19.3455	19.2242	$P=0$
19.1452	19.0728	19.3630	19.2545	19.5788	19.4341	$P=1$
19.3204	19.2296	19.5314	19.4103	19.7024	19.5511	$P=2$
19.5529	19.4653	19.7442	19.6347	19.8366	19.7052	$P=3$
18.6757	18.6260	18.9292	18.8696	18.9127	18.8432	$P=4$

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج $Eviews4$.

ج- اختبار ADF : يتم اختبار استقرارية البواقي باستخدام اختبار "ديكي-فولر".

¹ أنظر الملحق رقم 30.

² أنظر الملحق رقم 31.

الجدول 3-45: نتائج اختبار "ديكي- فولر" المطور ADF لسلسلة ε_t .¹

السلسلة	النموذج	درجة التأخير	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
ε_t	3	4	b	-	-	0.67	مقدر معامل الاتجاه العام لا يختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي نرفض فرضية أن تكون السلسلة من النوع TS .
							نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.
	2	4	c	-	-	0.92	معامل الثابت لا يختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية العدم، إذ أن السلسلة من نوع DS بدون انحراف.
							نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.
1	4	φ	-	-	-	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج $Eviews4$.

سلسلة البواقي ε_t غير مستقرة وهي غير متكاملة من الدرجة "0".

من خلال النتائج السابقة يتضح أنه ليس هناك علاقة تكامل مشترك في المدى الطويل بين سعر صرف الدرهم المغربي وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى المغرب.

خامساً: اختبار علاقة التكامل المتزامن لـ " $JOHANSEN$ ": يقوم اختبار التكامل المتزامن لـ $JOHANSEN$ على تحديد درجة التأخر ثم اختبار رتبة التكامل المتزامن.

1- تحديد درجة التأخير: نقوم أولاً بتحديد درجة تأخر المتغيرات، ويتم هذا التحديد باستخدام معايير $Akaike$ و $Schwartz$ و $Log-likelihood$. بالاعتماد على المعايير السابقة وُجد أن درجة التأخير هي: $P=3$.

الجدول 3-46: تحديد درجة التأخير.

التأخير	$Akaike$	$Schwartz$	$Log-likelihood$
$P=1$	21.30492	21.54738	-121.8295
$P=2$	21.66273	22.02445	-109.1450
$P=3$	19.95870	20.38232	-85.79352

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج $Eviews4$.

2- اختبار رتبة التكامل المتزامن: وُجد في المرحلة السابقة أن درجة التأخير المقبولة هي $P=3$ ، وسنجري الاختبار على النموذج $VAR(1)$.²

¹ أنظر الملحق رقم 32.

² أنظر الملحق رقم 33.

الجدول 3-47: اختبار رتبة التكامل المتزامن بين *TCH* و *SFVR*.

القيم الحرجة %1	القيم الحرجة %5	<i>Trace</i>	القيم الذاتية <i>Eigenvalue</i>	عدد أشعة التكامل
20.04	15.41	12.12251	0.632174	$r=0$
6.65	3.76	112090	0.096881	$r=1$

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

يلاحظ من الجدول أنه عند الرتبة $r=0$ فإن القيمة المحسوبة "*Trace*" تساوي 12.12251، وهي أقل من القيم الحرجة (15.41) و (20.04) عند مستوى معنوية 5% و 1% على التوالي، وبالتالي عدم وجود علاقة تكامل متزامن في الأجل الطويل بين سعر الصرف وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، ومنه لا يمكن تشكيل نموذج تصحيح الأخطاء.

سادسا: التحليل الإحصائي والاقتصادي لنتائج الدراسة: إن سعر صرف الدرهم المغربي يتحدد من خلال أوزان مرجحة لسلة من العملات، وقد تبنى المغرب هذا النظام بداية من سنة 1973 بسبب انهيار نظام بريتون وودز وتوجه الدول إلى نظم التعويم، غير أن السلة شهدت العديد من التعديلات في أوزان العملات المدرجة، والتي كان أبرزها تعديل سنة 1996، حيث يعتبر هذا التاريخ كبداية حقيقية لنظام الربط في المغرب، أين تم الأخذ بعين الاعتبار التوزيع الجغرافي للمبادلات التجارية التي يُجرىها، وما يؤكد ذلك هو قيامه بتعديل السلة سنة 2001 بظهور العملة الأوروبية الموحدة، إذ تم تغيير عملات الدول الأوروبية المدرجة في السلة بعملة الأورو، إضافة إلى إعطاء الأورو وزناً هاماً في السلة، بيد أن معظم معاملات المغرب التجارية تتركز على الدول الأوروبية.

فيما يتعلق بتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى المغرب فقد شهدت تفاوتاً ملحوظاً في مختلف أشكالها، إذ نجد أن الاستثمار الأجنبي المباشر لا يمثل نصيباً أكبر في إجمالي التدفقات إلى المغرب، حيث بلغت نسبته حوالي 1.16% سنة 1996، في حين بلغت النسبة حدها الأقصى سنة 2001 بـ 9.67%، وهي سنة تعديل أوزان ترجيح سلة العملات.

يلاحظ من خلال الدراسة أن تدفقات تحويلات المهاجرين وتطور احتياطات الصرف أخذت اتجاه تصاعدياً خلال الفترة الحالية لنظام الصرف، وما يلاحظ على المديونية في المغرب أنها بقت مستقرة إلى حد ما خلال هذه الفترة، إضافة إلى أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر يشكل جزءاً هاماً من التدفقات الرأسمالية إلى المغرب، فمن خلال التحليل الجزئي لمختلف أشكال التدفقات الرأسمالية في ظل هذا النظام يلاحظ أن هناك تغير ملحوظ في هذه التدفقات إذا ما قورنت بالفترات التي سبقتها، وهذا ما يطرح التساؤل حول أهمية سعر الصرف في جذب رؤوس الأموال الأجنبية إلى المغرب.

لقد أظهرت الدراسة في جانبها التطبيقي أن هناك غياب لعلاقة التكامل المشترك بين سعر الصرف وإجمالي تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، فسعر الصرف لا يمثل العامل الرئيسي المحدد لهذه التدفقات، وهذا ما

يمكننا من تفسير التطور الهام في أشكال التدفقات كنتيجة للإصلاحات الاقتصادية في المغرب، بيد أن التغيير الطفيف في سعر صرف الدرهم المغربي يكون تابعا لعملات الدول المشاركة في السلة، فارتفاع الدولار يمثل انخفاضاً للأورو والعكس، مما يجعل الوصول إلى القيمة الحقيقية التوازنية للدرهم أمراً صعباً إذا لم يتم ترك الدرهم حراً مقابل العملات الأخرى مع الأخذ بعين الاعتبار استراتيجيات التدرج في التحرير، وأخذ المتغيرات الحقيقية والنقدية بعين الاعتبار في تحديد سعر الصرف بدون التركيز فقط على المعاملات التجارية مع الشركاء التجاريين في تحديد هذا السعر، وأخذ المعاملات المالية والرأسمالية بعين الاعتبار.

المطلب الثالث: الاتجاهات المستقبلية لسعر الصرف وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في المغرب.

نقوم في هذه المرحلة بعملية التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لكل من سعر صرف الدرهم المغربي وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية المتدفقة إلى المغرب ونستخدم في ذلك طريقتين للتنبؤ: طريقة "Box et Jenkins" وطريقة التمهيد الأسي.

أولاً: التنبؤ باستخدام طريقة "Box et Jenkins": بعد تفحص دوال الارتباط الذاتي والجزئية لسلسلي سعر الصرف وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وجدنا أن النموذج يوافق المتوسطات المتحركة المتكاملة بالانحدار الذاتي ARIMA.

1- سلسلة سعر الصرف: بعد إجراء عدة اختبارات تم اختيار النموذج الأفضل والذي يوافق $ARIMA(0.1.3)$.¹ وبالتالي يمكن كتابة النموذج على الشكل التالي:

$$DTCH_t = \varepsilon_t - 0.86\varepsilon_{t-3}$$

بعد تقدير النموذج نقوم باختبار صلاحيته بعدة اختبارات كالتالي:

- ◆ احتمال إحصائية "ستودنت" أقل من 0.05، وبالتالي معنوية معالم النموذج.
- ◆ حسب إحصائية JB نلاحظ أن $prob(JB) = 0.42 > 0.05$ ، وبالتالي البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.
- ◆ حسب إحصائية DW نلاحظ أن $DW = 2.04$ ، وهي تقع في مجال استقلالية الأخطاء [1.36, 2.64]، وبالتالي عد وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وبذلك تتحدد صلاحية النموذج للتنبؤ.

2- سلسلة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية: بعد إجراء عدة اختبارات تم اختيار النموذج الأفضل والذي يوافق $ARIMA(1.1.2)$.² وبالتالي يمكن كتابة النموذج على الشكل التالي:

$$DSFVR_t = -0.67DSFVR_{t-1} + \varepsilon_t - 0.84\varepsilon_{t-2}$$

بعد تقدير النموذج نقوم باختبار صلاحيته بعدة اختبارات كالتالي:

- ◆ احتمال إحصائية "ستودنت" أقل من 0.05، وبالتالي معنوية معالم النموذج.

¹ أنظر الملحق رقم 40.

² أنظر الملحق رقم 41.

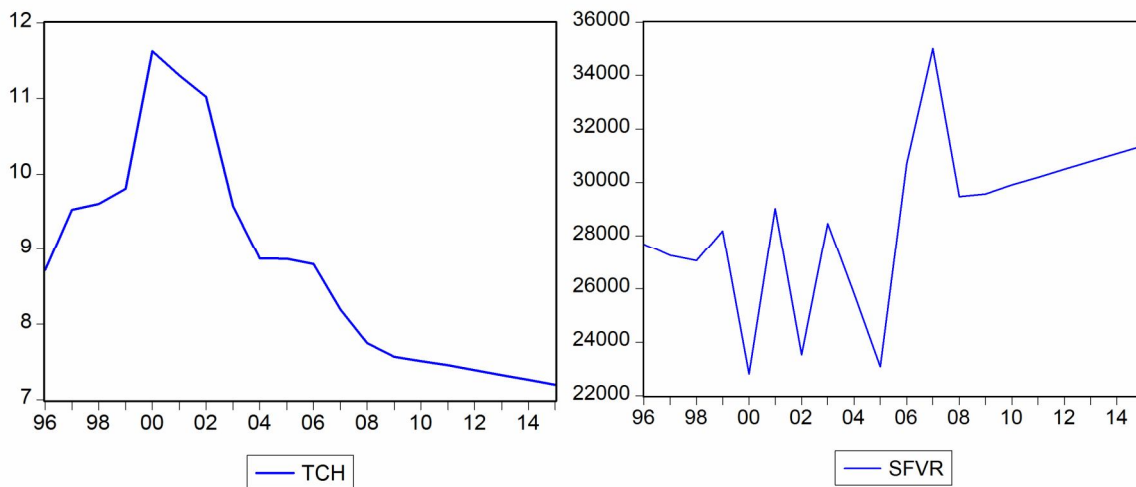
- ◆ حسب إحصائية JB نلاحظ أن $prob(JB) = 0.63 > 0.05$ ، وبالتالي البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.
 - ◆ حسب إحصائية DW نلاحظ أن $DW = 1.58$ ، وهي تقع في مجال استقلالية الأخطاء $[1.36, 2.64]$ ، وبالتالي عد وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وبذلك تتحدد صلاحية النموذج للتنبؤ.
- بعد التأكد من صلاحية كلا النموذجين حصلنا على نتائج التنبؤ في الجدول 3-48 وهي ممثلة بيانيا في الشكل 3-25، حيث يلاحظ اتجاه قيمة الدرهم المغربي إلى الارتفاع في السنوات السبع القادمة، وذلك بمعدل ارتفاع سنوي قيمته 0.8305%، في حين ستشهد تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تزايدا بمعدل نمو سنوي يصل إلى 0.9870%، وهذه النتائج تؤكد عدم وجود علاقة التكامل المشترك التي اختبرت في المراحل السابقة نظرا لاختلاف معدلات التغيير.

الجدول 3-48: التنبؤ بقيم TCH و $SFVR$ خلال الفترة 2009-2015 باستخدام طريقة "Box et Jenkins"

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
سعر الصرف TCH	7,56880	7,50925	7,45753	7,39299	7,32845	7,26390	7,19936
تدفقات رؤوس الأموال $SFVR$	29571,86	29911,38	30199,49	30495,87	30790,92	31086,18	31381,41

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج $SPSS10$

الشكل 3-25: التنبؤ بقيم TCH و $SFVR$ خلال الفترة 2009-2015 باستخدام طريقة "Box et Jenkins"



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج $EvIEWS4$.

- 3- اختبار $Show Forecast$: من خلال نتائج الجدولين 3-49 و 3-50 يلاحظ أن احتمال إحصائية فيشر أقل من 0.05، أي أن النموذج ثابت في السنوات السبع الأخيرة، وهو ما يعني أن التنبؤات بعد سنة 2008 ستكون دقيقة بدرجة كبيرة.

الجدول 3-49: اختبار *Show Forecast* لسلسلة سعر الصرف.

Chow Forecast Test: Forecast from 2003 to 2008			
F-statistic	2.176012	Probability	0.205602
Log likelihood ratio	15.40853	Probability	0.017306

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

الجدول 3-50: اختبار *Show Forecast* لسلسلة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

Chow Forecast Test: Forecast from 2003 to 2008			
F-statistic	6.553915	Probability	0.075718
Log likelihood ratio	29.11403	Probability	0.000058

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

ثانيا: التنبؤ باستخدام طريقة التمهيد الآسي لـ "*HOLT-WINTERS*": لقد أثبتنا عند دراسة الاستقرارية أن معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويا عن الصفر، وإضافة إلى أن البيانات سنوية فإننا سنتجنب شرط الموسمية، وعليه فالطريقة الأنجع للتنبؤ بالقيم المستقبلية هي طريقة "*Holt-Winters*" غير الموسمية:

1- تحديد قيم المعلمات α و β : يمكن تلخيص النتائج في الجدول التالي:¹

الجدول 3-51: قيم المعلمات α و β في طريقة التمهيد الآسي لـ "*HOLT-WINTERS*"

<i>SFVR</i>	<i>TCH</i>	
0.17	1.00	α
1.00	0.28	β

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews4*.

2- التنبؤ: بعد تعويض قيم المعلمات المتحصل عليها في النموذج لكل سلسلة حصلنا على القيم التنبؤية في الجدول 3-52، وهي موضحة في الشكل 3-26، حيث توضح السلسلة الممثلة (باللون الأحمر) السلسلة الأصلية، وتمثل السلسلة (باللون الأخضر) السلسلة الممهدة إضافة إلى اتجاه القيم التنبؤية.

من خلال النتائج المحصل عليها يلاحظ اتجاه قيمة الدرهم المغربي إلى الارتفاع في السنوات السبع القادمة، وستكون نسبة الارتفاع في المتوسط تقدر بـ 5.63%، أما فيما يتعلق بتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية فستتجه إلى الارتفاع، وسيكون معدل نموها يقدر بـ 5.60% سنويا.

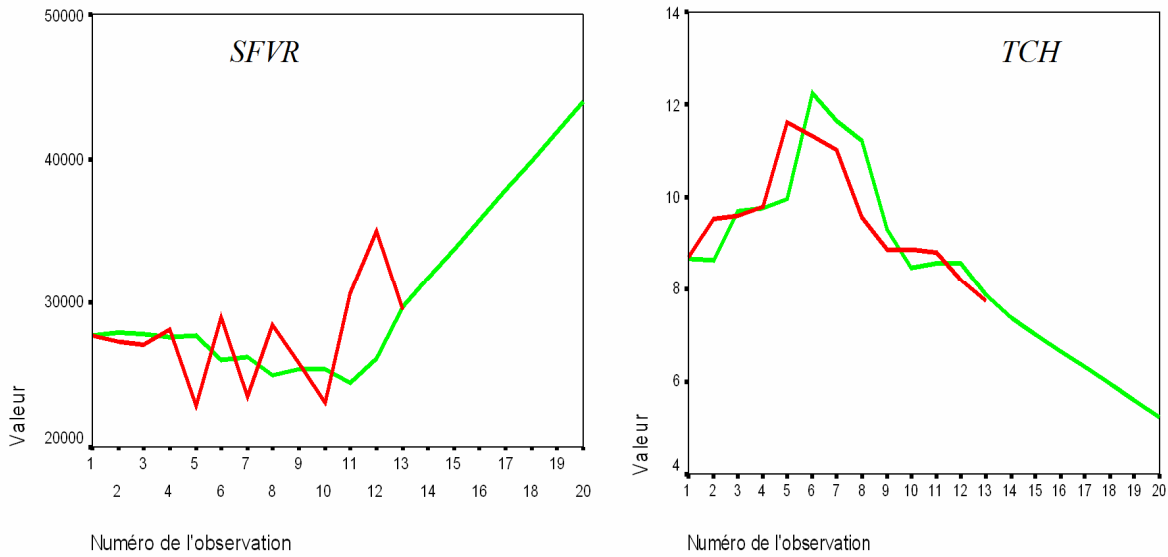
¹ أنظر الملحق رقم 42.

الجدول 3-52: التنبؤ باستخدام طريقة التمهيد الآسي لـ "HOLT- WINTERS"

السنة	TCH	SFVR
2009	7,38790	31684,68
2010	7,02580	33727,19
2011	6,66370	35769,70
2012	6,30160	37812,20
2013	5,93950	39854,71
2014	5,57741	41897,21
2015	5,21531	43939,72

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS10.

الشكل 3-26: التنبؤ باستخدام طريقة التمهيد الآسي لـ "HOLT- WINTERS"



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS10.

خلاصة الفصل الثالث:

إن توجه تونس، الجزائر والمغرب إلى أنظمة الصرف المتبعة حالياً لم يكن بمحض إرادتها، وإنما كان نتيجة لتبني إصلاحات اقتصادية شملت مختلف الهياكل الاقتصادية للدول، إذ كان إصلاح نظام الصرف من بين بنود اتفاقيات الإصلاح مع صندوق النقد الدولي بيد أن سعر الصرف متغير محدد لعلاقات الدول مع بعضها البعض، وهذا ما تنص عليه ملامح وإفرازات العولمة الاقتصادية.

شهدت تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى دول المغرب العربي تفاوتاً من حيث التدفق إلى الدول الثلاث، فبينما تمثل تدفقات تحويلات المهاجرين جزءاً هاماً في تدفقات رؤوس الأموال إلى تونس، أصبح تراكم احتياطات الصرف مصدر أمان بالنسبة للجزائر في حالة نقص التمويل الخارجي، وعلى خلاف ما سبق تشهد المغرب تنوعاً في تدفقات رؤوس الأموال إليها بين الاستثمار الأجنبي المباشر، المنح والمساعدات الرسمية، تحويلات المهاجرين والاستثمار الأجنبي غير المباشر، وهذا ما من شأنه أن يعطي امتيازاً للمغرب نظراً لتنوع هيكل تدفق رؤوس الأموال.

بدراسة علاقة سعر الصرف بإجمالي تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في الدول المذكورة سابقاً في ظل أنظمة الصرف التي تتبعها، اتضح غياب علاقات التكامل المشترك بين المتغيرين في الدول الثلاث في المدى الطويل، وهذا ما يرمي إلى أن آلية تحديد سعر الصرف في هذه الدول لا تمثل الآلية الصحيحة والفعالة في تشجيع المستثمرين الأجانب وتحفيز المصادر الرسمية في تقديم الأموال، سواء في شكل قروض أو في شكل منح ومساعدات رسمية، فما توصلت إليه الدراسة لا يمكن تعميمه على كل شكل من أشكال هذه التدفقات، بل يتطلب تعميق الدراسة، وذلك باختبار هذه العلاقة بين مختلف أشكال التدفقات الرأسمالية (الاستثمار الأجنبي المباشر، الاستثمار الأجنبي غير المباشر، المنح والمساعدات الرسمية، القروض الرسمية، تحويلات المهاجرين والتغير في احتياطات الصرف) قصد إبراز اتجاه العلاقة بين سعر الصرف وكل شكل من أشكال تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

خاتمة

أولاً: ملخص:

بعد أزمات العملة في تسعينات القرن العشرين كرسست معظم الاقتصاديات قدراً كبيراً من الجهود للدراسات النظرية والتجريبية على نظم أسعار الصرف في البلدان النامية، وهناك خلاف حول أنه على البلدان شديدة الاندماج في النظم التجارية والمالية العالمية أن تتبنى إما التعويم أو الربط بعملة أخرى، ويتمثل الرأي السائد أن التوجه إلى المرونة المتزايدة في إدارة أسعار الصرف يمكن أن يساعد هذه البلدان في التعامل مع الصدمات الخارجية، وتقليل خطر الأزمات بأنواعها، والإسهام في تحقيق الاستقرار المالي.

هناك العديد من السلبيات التي تلازم النظم الوسيطة لأسعار الصرف، ولهذا حاول العديد من الاقتصاديين الدفاع عن هذه النظم التي تتميز باللااستقرارية مشددين على الصعوبة التي تواجهها الدول النامية في الوفاء بالشروط المسبقة للتعويم الناجح والتأثير السلبي للتقلب في أسعار الصرف.

لم تعترض البلدان النامية مشكلة اختيار نظم الصرف فحسب، بل توافقت هذا الأخير مع التحكم في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية كذلك، وبالتالي انبثقت عن هذين المتغيرين ثلاثة مشاكل لها من التأثير ما يمكن أن يؤدي إلى انهيار اقتصاديات بأكملها إذا لم تستخدم التوليفة المناسبة لها، بدءاً بمتطلبات التوجه نحو النظم الأكثر مرونة والتوقيت اللازم لهذا الانتقال، إضافة إلى تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية دون أن يحدث ذلك صدمات وآثار سلبية على الاقتصاد المحلي، أما المشكل الثالث فيتمثل في كيفية وآلية التوفيق بين هذين التوجهين، أي التوجه إلى التعويم أولاً أم أن تحرير حساب رأس المال هو الإجراء المسبق، فرغم الآثار الإيجابية التي تتركها الأشكال المختلفة لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، إلا أن عواقبها وخيمة بالنسبة للعديد من البلدان التي استدعى الأمر بها إلى استخدام آليات التحكم والرقابة على رؤوس الأموال المتدفقة إلى داخل البلد.

إن توجه دول المغرب العربي وبالأخص تونس، الجزائر والمغرب إلى النظم الحالية لسعر الصرف لم يكن تحصيل حاصل، وإنما كان عبارة عن بند أساسي لاستكمال الإصلاحات الاقتصادية بالتنسيق مع هيئة النظام النقدي الدولي كمسايرة لهذا لنظام في ظل إفرازات العولمة الاقتصادية، وما يُثبت ذلك هو أن هذه الدول قد وجدت ملف الإصلاحات المعروض عليها متضمناً التوجه إلى نظم صرف أكثر مرونة، مما استدعى تخلي كل من تونس والجزائر عن نظام التثبيت والتوجه إلى إدارة سعر الصرف في إطار نظام التعويم المدار (المُسيّر)، أما المغرب فتوجهها إلى نظام الربط بسلة من العملات لم يكن طريقه معبداً، حيث غيرت المغرب أوزان السلة في العديد من المرات آخرها كان في بداية الألفية الجديدة بظهور العملة النقدية الأوروبية الموحدة.

وما اتضح من الدراسة السابقة هو أن تطور تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في ظل هذه الأنظمة لم يكن سببه تغير نمط تحديد سعر الصرف فحسب، بل كان نتيجة جملة من الإصلاحات والجهود من قبل

سلطات الدول الثلاث، أملاً في تحسين المناخ الاستثماري والعمل على تفعيل دور السوق المالي - خاصة المغرب - وتحسين المؤشرات الاقتصادية الكلية، وبالخصوص مؤشرات المديونية الخارجية.

من خلال نتائج الدراسة التطبيقية اتضح غياب علاقة التكامل المشترك في المدى الطويل في الدول الثلاث، حيث أن أسعار الصرف في هذه الدول لا تعبر عن قيمها الحقيقية التي تحفز المستثمرين للتدفق، إضافة إلى أن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى هذه الدول تبقى هامشية مقارنة بالنتائج المحلي الإجمالي لهذه الدول، وهذا من شأنه أن يطرح إشكالية إعادة النظر في آلية تحديد سعر الصرف في الدول الثلاث، واستكمال الإصلاحات فيما يتعلق بنظم الصرف بإعطاء سعر الصرف أكثر مرونة، وإيجاد التوليفة المناسبة لدرجة تحرير تدفقات رؤوس الأموال، وتحرير سعر الصرف هذا مع الأخذ بعين الاعتبار آلية التدرج وتوقيت الإجراءات تجنباً للآثار السلبية التي تتركها الإجراءات غير المدروسة مسبقاً.

ثانياً: نتائج الدراسة: من خلال الدراسة النظرية والتطبيقية يمكن استخلاص النتائج التالية:

♦ سعر الصرف الفعلي الحقيقي يمثل المقياس الحقيقي لنجاح حكومات الدول النامية في إدارة اقتصادياتها وعلاقتها التجارية والمالية الخارجية.

♦ يتحدد سعر الصرف التوازني بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية، حيث ركزت مختلف النظريات والنماذج الاقتصادية والقياسية على المتغيرات النقدية لتحديد سعر الصرف التوازني (سعر الفائدة، كمية النقود...).

♦ وُضعت العديد من التصنيفات لنظم الصرف سواء من طرف الهيئات الرسمية أو من طرف الخبراء الاقتصاديين، والتي تتراوح ما بين التعويم الحر والعملية النقدية الموحدة، حيث يتطلب اختيار هذه الأنظمة الأخذ بمعايير عدة أهمها: حجم الاقتصاد، درجة الانفتاح التجاري والمالي، طبيعة الصدمات النقدية والحقيقية، إضافة إلى التركيز الجغرافي للتجارة والتدفقات الرأسمالية وحرية انتقال العمالة.

♦ تتطلب عملية الانتقال من نظم الثبات إلى النظم الأكثر مرونة تفعيل دور سوق الصرف وطبيعة التدخلات الرسمية فيه، إضافة إلى طبيعة إدارة مخاطر الصرف، توقيت تحرير حساب رأس المال، وسرعة الانتقال من التثبيت إلى التعويم.

♦ تنقسم تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى تدفقات خاصة تشمل الاستثمارات الأجنبية بنوعيتها وتحويلات المهاجرين، وتدفقات مديونية تتمثل في القروض والمنح والمساعدات الرسمية، إضافة إلى التغير في احتياطات الصرف (من منظور صندوق النقد الدولي).

♦ تتعدد دوافع انتقال رؤوس الأموال الأجنبية، دوافع عامة كفجوة التمويل الأجنبي، عوامل الجذب التي تتعلق بالبلد المستورد لرأس المال كالبينة الاقتصادية، وعوامل الدفع التي تتعلق بالبلد المصدر لرأس المال كتسهيل تحويل الأرباح إلى البلد الأصلي.

♦ للتدفقات الرأسمالية الأجنبية آثار إيجابية تغطي آثارها السلبية في حالة استخدام هذه الأموال بكفاءة وتوجيهها إلى القطاعات المنتجة، من خلال زيادة الاستثمار، التأثير الإيجابي على النمو، خلق فرص عمل واستقطاب التكنولوجيا الحديثة، ومن آثارها السلبية التبعية وتفاقم مؤشرات المديونية الخارجية.

♦ تتطلب عملية تحرير حساب رأس المال إصلاح النظام المالي وتفعيل دور السياسة المالية، إضافة إلى المحافظة على التوازنات الاقتصادية الكلية، كما تتطلب عملية التحرير هذه توفر إجراءات وتبني استراتيجيات تعمل في ظل التدرج والتسلسل، وهناك من تجارب الدول النامية ما يُؤخذ به على غرار تجربة المكسيك ودول جنوب شرق آسيا.

♦ تَوَجُّه تونس، الجزائر والمغرب إلى أنظمة الصرف التي تتبعها حالياً كان ضرورة حتمية، كجزء من الإصلاحات الاقتصادية من جهة، ومسايرة للنظام النقدي الدولي ومتطلباته من جهة أخرى.

♦ تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية لا تسلك نفس اتجاه سلوك سعر الصرف في تونس، الجزائر، والمغرب، وذلك لغياب علاقة التكامل المتزامن في المدى الطويل بين المتغيرين، وهذا ما يُثبت عدم فاعلية الآلية التي يتحدد على أساسها سعر الصرف في هذه الدول، مما يتطلب التوجه إلى مرونة أكبر لسعر الصرف.

♦ تتجه تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الزيادة في التدفق خلال الفترة 2009-2015، ففيما يتعلق باستخدام طريقة "Box et Jenkins" في التنبؤ فإن تدفقات رأس المال ستتنمو بمعدلات سنوية 3.59% في تونس، في حين أن معدل نموها سيصل إلى 1.05% في الجزائر، ويقدر نفس المعدل بـ 0.98% في المغرب، أما باستخدام طريقة التمهيد الأسي لـ "HOLT-WINTERS" فستتنمو تدفقات رأس المال بنسبة 4.14% في تونس، وبنسبة 6.45% في الجزائر، أما في المغرب فسيكون معدل النمو السنوي للتدفقات الرأسمالية مقدراً بـ 5.60%، وكل نتائج التنبؤ السابقة ستكون على درجة عالية من الدقة بحيث تم اختبار ثبات النموذج خلال السبع سنوات الأخيرة باستخدام اختبار *Show Forecast*.

♦ تشير التنبؤات المتعلقة بأسعار الصرف في الدول قيد الدراسة خلال الفترة 2009-2015 إلى نتائج متباينة، فباستخدام طريقة "Box et Jenkins" تتجه قيمة الدينار التونسي إلى الانخفاض بنسبة 0.63% سنوياً، في حين ستشهد قيمة الدينار الجزائري انخفاضاً بنسبة 0.61%، بينما سيسجل الدرهم المغربي ارتفاعاً بـ 0.83% سنوياً، أما باستخدام طريقة التمهيد الأسي لـ "HOLT-WINTERS" فستتجه قيمة الدينار التونسي إلى الارتفاع بمعدل 0.43% سنوياً، في حين تتجه قيمة الدينار الجزائري إلى الارتفاع بنسبة 6.69% سنوياً، بينما سيشهد الدرهم المغربي ارتفاعاً بـ 5.63% سنوياً.

ثالثاً: اختبار الفرضيات: إنطلاقاً من خلفية الدراسة وإشكالياتها المستمدة من واقع فعالية اختيار نظم الصرف وعلاقته بتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول النامية، ومن خلال اقتصرنا في الدراسة التطبيقية على ثلاث دول مغربية (تونس، الجزائر والمغرب)، إنطلقنا من مجموعة من الفرضيات التي حاولنا اتخاذ القرار بشأنها نفيًا أو إثباتًا، فبالاستناد إلى النتائج السابقة نختبر تلك الفرضيات كما يلي:

♦ **بالنسبة للفرضية الأولى:** " تعتبر المتغيرات النقدية كأساس لتحديد سعر الصرف التوازني في إطار النماذج القياسية لتحديد سعر الصرف."، حيث ثبتت صحة الفرضية، إذ ركزت مختلف النظريات والنماذج الاقتصادية والقياسية المدروسة على المتغيرات النقدية المُشكَّلة أساساً من سعر الفائدة وكمية النقود، حيث ركز نموذجاً "دورنبوش" و"فرانكل" على أهمية هذه المتغيرات في تحديد سعر الصرف، كذلك هو الحال بالنسبة لنموذج "مندل-فليمنج" الذي ركز هو الآخر على التوازن النقدي.

♦ **بالنسبة للفرضية الثانية:** "عدلت دول المغرب العربي أنظمة صرفها مساهمة لتطورات النظام النقدي الدولي"، حيث ثبتت صحتها هي الأخرى، إذ أن توجه تونس، الجزائر والمغرب إلى أنظمة الصرف المتبعة حالياً كان نتيجة لمتطلبات مساهمة النظام النقدي الدولي، فبعد انهيار نظام "بريتون وودز" أصبح لدول العالم الحرية في اختيار نظم الصرف التي تتبعها، غير أن بقاء معظم الدول النامية في حالة تقييد معاملاتهما التجارية والمالية وتبني نظم الصرف الجامدة دفع بمهينة النقد الدولية إلى إملاء إصلاحات جذرية كشرط لمساعدتها في الخروج من أزمتها، هذه الإصلاحات شملت في بنودها التوجه إلى نظم الصرف الأكثر مرونة، فدفعت بتونس والجزائر إلى تبني نظام التعويم المدار، وبالمغرب إلى تبني نظام الربط بسلة من العملات.

♦ **بالنسبة للفرضية الثالثة:** "تباين أشكال تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في التدفق وفي التأثير على اقتصاديات الدول النامية"، حيث اتضح أن هناك مجموعة من العوامل تحكم تدفقات مختلف أشكال رؤوس الأموال، فمن حيث التدفق ثبت أن الاستثمار الأجنبي المباشر يتجه إلى الدول ذات البيئة الاستثمارية المستقرة بالنظر إلى المؤشرات الاقتصادية، بينما تتجه القروض والمساعدات الرسمية إلى الدول العاجزة عن التمويل والآخذة في التنمية الاقتصادية، إضافة إلى تدفق تحويلات المهاجرين والاستثمارات الأجنبية غير المباشرة إلى الدول التي تسهل عمليات تحويل الأرباح باحتوائها على أنظمة مصرفية فعالة وأسواق مالية متطورة، أما من جانب التأثير فقد اتضح أن القروض والمنح والمساعدات الرسمية فقدت فعاليتها في الآونة الأخيرة، إذ أصبحت الاستثمارات الأجنبية وتحويلات العمال المهاجرين محل اهتمام الدول النامية، وهذا ما أثبت صحة الفرضية.

♦ **بالنسبة للفرضية الرابعة:** "تراكم احتياطات الصرف يجعل رؤوس الأموال الأجنبية لا تسلك سلوك أسعار الصرف في الجزائر"، ثبت أن هذه الفرضية صحيحة، حيث تبين من نتائج الدراسة التطبيقية غياب علاقة التكامل المشترك بين سعر صرف الدينار الجزائري وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في المدى الطويل.

♦ **بالنسبة للفرضية الخامسة:** "حاجة تونس والمغرب إلى التمويل الأجنبي يجعل رؤوس الأموال الأجنبية تسلك نفس اتجاه أسعار الصرف في البلدين"، تشكلت هذه الفرضية من جزأين، حيث تم إثبات غياب علاقة التكامل المشترك في المدى الطويل بين سعر صرف الدينار التونسي وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى تونس، وكذلك بين سعر صرف الدرهم المغربي وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى المغرب، وهذا ما يجعلنا نفي صحة الفرضية.

رابعاً: مقارنة نتائج الدراسة بنتائج الدراسات السابقة: لقد توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج ونظراً لتركيز معظم الدراسات السابقة على الدراسات القياسية لاختبار تأثير تدفق رأس المال الأجنبي بسلوك سعر الصرف فإننا سنقارن النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة في جانبها التطبيقي بنتائج الدراسات السابقة فيما يلي:

♦ مقارنة نتائج الدراسة بنتائج دراسة 'الفريديو كوفاس'، 'أليخاندر ورنر': طبع على دراسة 'الفريديو كوفاس' و'أليخاندر ورنر' الجانب التحليلي وذلك بدراسة سلوك الاستثمار الأجنبي المباشر في ظل أنظمة الصرف التي مرت بها المكسيك، وتُوصّل إلى نتائج إيجابية، في حين توصلنا في دراسة موضوعنا في الجانب التحليلي إلى نفس النتائج حين يلاحظ ارتفاع قياسي في نسب تطور مختلف أشكال تدفقات رؤوس الأموال في الأنظمة التي تتبعها دول المغرب العربي حالياً مقارنة بالأنظمة السابقة، ومن مآخذ دراسة 'الفريديو كوفاس' و'أليخاندر ورنر' هو الاقتصار على شكل واحد من أشكال تدفقات رؤوس الأموال (الاستثمار الأجنبي المباشر) رغم أن استثمارات المحافظ المالية كانت سبباً من أسباب أزمة المكسيك عام 1994.

♦ مقارنة نتائج الدراسة بنتائج دراسة 'الشارف عتو': توصلنا من خلال دراستنا هذه إلى نفس النتائج المتوصل إليها في دراسة 'الشارف عتو' غير أن دراسته اقتصرت على شكلين من أشكال تدفقات رأس المال (الاستثمار الأجنبي المباشر والديون طويلة الأجل) والتي أجريت على الجزائر، حيث توصل الباحث إلى غياب علاقة التكامل المشترك في المدى الطويل بين كل من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والديون طويلة الأجل وسعر الصرف، وهي نفس النتائج المتوصل إليها من خلال دراستنا للموضوع.

♦ مقارنة نتائج الدراسة بنتائج دراسة 'Dua Pami', 'Partha Sen': إن النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة كانت عكس النتائج المتوصل إليها في دراسة 'Dua Pami', 'Partha Sen' نظراً لتوصلهما إلى وجود علاقة تكامل متزامن بين كل من سعر الصرف الفعلي الحقيقي، مستوى تدفق رأس المال، تقلبات رأس المال، وأن هذه المتغيرات هي من أهم العوامل المسببة لتقلب سعر الصرف الفعلي الحقيقي، كما أن الاختلاف بين نتائج الدراستين يمكن أن يُعزى إلى استخدامنا لبيانات سعر الصرف الاسمي المعلن من قبل السلطات النقدية في حين تمّ استخدام بيانات سعر الصرف الفعلي الحقيقي من قبل الباحثين.

♦ مقارنة نتائج الدراسة بنتائج دراسة 'Heather', 'Nicholas Tsaveas', 'Thomas Vlassopoulos': توصلنا من خلال دراستنا إلى نتائج تقترب من نتائج دراسة 'Thomas Vlassopoulos', 'Nicholas Tsaveas', 'Heather Gibson' حيث توصل هؤلاء الباحثون إلى ضعف تأثير أنظمة الصرف على تدفقات رؤوس الأموال إلى الدول المتوسطة باستخدام بيانات سنوية لسعر الصرف وتدفقات رؤوس الأموال وهي النتائج المتوصل إليها من خلال دراستنا للموضوع.

♦ مقارنة نتائج الدراسة بنتائج دراسة 'Carlos Ibarra': توصل الباحث إلى أن تدفقات رؤوس الأموال، دون إدراج الاستثمار الأجنبي المباشر كان له تأثير إيجابي على الطلب الاستثماري المحلي في المكسيك، إضافة

إلى التأثير الكبير لسعر صرف "البيزو" المكسيكي في جذب رأس المال، وهي نتائج معاكسة للنتائج التي توصلنا إليها من خلال إسقاط الدراسة على دول المغرب العربي، وذلك لغياب أي علاقة في المدى القصير والطويل بين سعر الصرف وتدفقات رأس المال.

♦ **مقارنة نتائج الدراسة بنتائج دراسة 'Olumuyiwa Alaba':** توصل الباحث إلى أن سعر الصرف الموازي هو المتغير الأهم لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر إلى نيجيريا، وعدم فعالية نظام الصرف الذي على أساسه تتحدد قيمة الـ "نايرا" النيجيرية، وهي نفس النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة، غير أن دراسة 'Olumuyiwa Alaba' اقتصر على الاستثمار الأجنبي المباشر، وأهملت مختلف أشكال تدفقات رأس المال الأخرى.

خامسا: الاقتراحات والتوصيات: بناء على النتائج السابقة المنبثقة من الدراسة النظرية والتطبيقية لمدى فعالية أنظمة الصرف في جذب رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول النامية، نقدم الاقتراحات والتوصيات التالية:

♦ الاستفادة من تجارب بعض الدول فيما يخص اختيار نظام سعر الصرف بالشكل الذي لا يحدث تقلبات حادة في الاقتصاد الوطني للبلد، أمثال المكسيك و مجموعة من دول أمريكا اللاتينية ودول جنوب شرق آسيا.

♦ ضرورة الاختيار الأمثل لنظام سعر الصرف والتطبيقات المتزنة لسياسة سعر الصرف بالشكل الذي يُسهم في المزيد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية لتمويل التنمية.

♦ ضرورة مراعاة التدرج والتوقيت في التحول إلى مرونة أكبر لسعر الصرف، وكذا تحرير حساب رأس المال، إضافة إلى إيجاد التوليفة المناسبة لهذين الإجراءين من حيث الترتيب والتسلسل.

♦ الأخذ بعين الاعتبار التوازنات الاقتصادية الكلية والآثار الاقتصادية والاجتماعية التي قد تخلفها عملية التحرير، وذلك بتفعيل دور الدراسات النظرية والتطبيقية التي تختص بهذا المجال.

♦ العمل على تقليص (ثم التخلي) القيود التي لا تزال تحكم حركة القطاع المالي، وضرورة تأهيل هذا الأخير ورفع قدراته التقنية والمعلوماتية بما يتناسب مع المعايير الدولية.

♦ العمل على استحداث آليات للتحكم في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية بحيث تكون هذه الآليات غير مشوبة بالتقييد غير المبرر لتدفقات رؤوس الأموال.

♦ العمل على تفعيل دور السوق المالي كسبيل لجذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، إذ تعتبر هذه الأخيرة ممولا هاما للنشاط الحقيقي للاقتصاد الوطني.

سادسا: آفاق البحث: في إطار الحديث عن أنظمة الصرف وعلاقتها بتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في ظل التحولات الاقتصادية الراهنة، وفي ظل الأزمات الاقتصادية والمالية على الساحة الدولية، تُثار العديد من القضايا التي تحتاج إلى مزيد من البحث والتوسع، ولهذا نقترح دراسة العناوين التالية كي تكون مواضيع أبحاث علمية في المستقبل:

- ♦ مستقبل أنظمة الصرف الدولية في ظل التحولات الاقتصادية، حالة الدول النامية.
- ♦ تغيرات احتياطات الصرف في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية، دراسة قياسية باستخدام نماذج *Panel*.
- ♦ أثر التوجه إلى نظم التعويم على تدفقات استثمارات المحافظ المالية إلى الدول النامية، دراسة باستخدام المحاكاة على تجربة رائدة كتجربة المكسيك أو دول جنوب شرق آسيا.
- ♦ دراسة لفعالية آليات التحكم في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، حالة الدول النامية.
- ♦ آثار تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على المتغيرات الاقتصادية الكلية، دراسة قياسية لحالة الجزائر، كما يمكن دراسة التأثير على متغير اقتصادي كلي وحيد كاستثمارات المحلية.
- ♦ مدى فعالية سياسة استهداف التضخم في ظل الأنظمة الرئيسية لسعر الصرف، تجارب بعض الدول النامية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

المراجع باللغة العربية:

الكتب:

- 1- أحمد رمضان نعمة الله وآخرون: "النظرية الاقتصادية الكلية"، الدار الجامعية، 2003.
- 2- أسامة محمد الفولي، مجدي محمود شهاب: "مبادئ العلاقات الاقتصادية الدولية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، 1997.
- 3- أميرة حسب الله محمد: "محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، دراسة مقارنة (تركيا، كوريا الجنوبية، مصر)"، الدار الجامعية، 2004-2005.
- 4- بسام الحجار: "العلاقات الاقتصادية الدولية"، مجد للدراسات والنشر والتوزيع، 2003.
- 5- بسام الحجار: "نظام النقد العالمي وأسعار الصرف"، دار المنهل اللبناني، 2009.
- 6- البشير عبد الكريم: "الاقتصاد الكلي، محاضرات وتطبيقات"، مطبوعة جامعية، جامعة الشلف، 2007-2008.
- 7- بلعزوز بن علي: "محاضرات في النظريات والسياسات النقدية"، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، 2006.
- 8- جودة عبد الخالق، كريمة كريم: "أساسيات التنمية الاقتصادية"، دار النهضة العربية، 1997.
- 9- جيمس جوارتيبي، ريجارد استروب: "الاقتصاد الكلي، الاختيار العام والخاص"، دار المريخ للنشر، 1988.
- 10- حمدي عبد العظيم: "الإصلاح الاقتصادي في الدول العربية بين سعر الصرف والموازنة العامة، دار زهراء الشرق، القاهرة، 1998.
- 11- حمدي عبد العظيم: "سياسة سعر الصرف وعلاقتها بالموازنة العامة للدولة"، مكتبة النهضة المصرية، القاهرة، 1987.
- 12- خضير حسن خضير: "أزمة المديونية الخارجية في الدول العربية والإفريقية"، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، 2002.
- 13- دومنيك سالفاتور: "نظريات ومسائل في الاقتصاد الدولي"، ديوان المطبوعات الجامعية، 1993.
- 14- دومينيك سالفاتور: "نظريات ومسائل في الاقتصاد الدولي"، سلسلة ملخصات شوم، الدار الدولية للنشر والتوزيع، القاهرة، ط.4، 1998.
- 15- راتول محمد: "دروس ومحاضرات في الاقتصاد الدولي"، مطبوعة جامعية، جامعة الشلف، 2005-2006.
- 16- رضا عبد السلام: "محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في عصر العولمة، دراسة مقارنة لتجارب كل من شرق وجنوب آسيا وأمريكا اللاتينية مع التطبيق على مصر"، دار السلام، 2002.
- 17- رمزي زكي: "الاحتياجات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري"، دار الكتب المصرية، 1994.
- 18- زينب حسين عوض الله: "الاقتصاد الدولي، نظرة عامة على بعض القضايا"، الدار الجامعية، 1998.
- 19- سامي عفيفي حاتم: "التجارة الخارجية بين التنظير والتنظيم، الكتاب الثاني"، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 1994.
- 20- سعود جايد مشكور العامري: "المالية الدولية، نظرية وتطبيق" دار زهراء الشرق للنشر والتوزيع، عمان، 2008.

- 21- سميرة إبراهيم أيوب: "صندوق النقد الدولي و قضية الإصلاح الاقتصادي والمالي، دراسة تحليلية تقييمية"، مطبعة سامي، مركز الإسكندرية للكتاب، 2000.
- 22- سي بول هالود، رونالد ماكدونالد، تعريب: محمود حسن حسني: "النقود والتمويل الدولي"، دار المريخ للنشر، 2007
- 23- شذا جمال خطيب، صغفق الركيبي: "العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال"، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 24- شقيري نوري وآخرون: "المؤسسات المالية المحلية والدولية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2009.
- 25- صبحي تادرس قريصة، مدحت محمد العقاد: "النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية"، دار النهضة العربية، بيروت، 1983.
- 26- ضياء مجيد الموسوي: "النظرية الاقتصادية، التحليل الاقتصادي الكلي"، ديوان المطبوعات الجامعية، 1994.
- 27- عادل أحمد حشيش، مجدي محمود شهاب: "أساسيات الاقتصاد الدولي"، منشورات الحلبي الحقوقية، 2002.
- 28- عبد السلام أبو قحف: "اقتصاديات الإدارة والاستثمار"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1993.
- 29- عبد السلام أبو قحف: "نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية"، مؤسسة شباب الجامعة، 1989.
- 30- عبد الله الطاهر، موفق علي خليل: "النقود والبنوك والمؤسسات المالية"، مركز يزيد للنشر، 2004.
- 31- عثمان أبو حرب: "الاقتصاد الدولي"، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان، 2008.
- 32- عرفان تقي الحسيني: "التمويل الدولي" دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999.
- 33- علي عبد الفتاح أبو شرار: "الاقتصاد الدولي، نظريات وسياسات"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007.
- 34- غسان قاسم اللامي: "إدارة التكنولوجيا، مفاهيم ومداخل، تقنيات، تطبيقات عملية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- 35- فليح حسن خلف: "التمويل الدولي"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- 36- فليح حسن خلف: "العلاقات الاقتصادية الدولية"، مؤسسة الوراق للنشر، 2004.
- 37- قدي عبد المجيد: "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006.
- 38- كامل بكري: "الاقتصاد الدولي"، الدار الجامعية، 2003.
- 39- ماهر كنج شكري، مروان عوض: "المالية الدولية، العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق"، معهد الدراسات المصرفية، عمان، 2004.
- 40- محمد الشريف إلمان: "محاضرات في التحليل الاقتصادي الكلي"، منشورات برقي، 1994.
- 41- محمد سيد عابد: "التجارة الدولية"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2001.
- 42- محمد عبد العزيز عجمية: "الاقتصاد الدولي، دراسة نظرية و تطبيقية"، بدون ناشر، 2000.
- 43- محمد عبد العزيز عجمية، عبد الرحمن يسري أحمد: "التنمية الاقتصادية والاجتماعية ومشاكلها"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
- 44- محمد كمال الحمزاوي: "سوق الصرف الأجنبي"، منشأة المعارف للنشر، 2004.

- 45- محمد مدحت مصطفى، سهير عبد الظاهر أحمد: "النماذج الرياضية للتخطيط والتنمية الاقتصادية"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، 1999.
- 46- محمود حميدات: "مدخل للتحليل النقدي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
- 47- موردحاي كريانين، تعريب: محمد إبراهيم منصور، علي مسعود عطية: "الاقتصاد الدولي، مدخل السياسات"، دار المريخ للنشر، 2007.
- 48- موسى سعيد مطر وآخرون: "التمويل الدولي"، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2008.
- 49- ميشيل تودارو، تعريب: محمود حسن حسني، محمود حامد محمود: "التنمية الاقتصادية"، دار المريخ للنشر، الرياض، 2006.
- 50- نبيل حشاد: "الجات ومنظمة التجارة العالمية، أهم التحديات في مواجهة الاقتصاد العربي"، الهيئة المصرية العامة للكتاب، 2001.
- 51- نزيه عبد المقصود مبروك: "الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية"، دار الفكر الجامعي، 2007.
- 52- نشأت الوكيل: "التوازن النقدي ومعدل الصرف"، شركة ناس للطباعة، القاهرة، 2006.
- 53- نواز عبد الرحمن الهبيتي، منجد عبد اللطيف الحشالي: "مقدمة في المالية الدولية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان.
- 54- هزاع مفلح: "التمويل الدولي"، منشورات جامعة حلب، 2007.
- 55- هوشيار معروف: "تحليل الاقتصاد الكلي"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 56- وسام ملاك: "الظواهر النقدية على المستوى الدولي، قضايا نقدية ومالية"، دار المنهل اللبناني، 2001.

الأطروحات والمذكرات:

- 57- بربري محمد أمين: "سياسة التحرير التدريجي للدينار وانعكاساتها على تطور وضعية عناصر ميزن المدفوعات الجزائري خلال الفترة 1990-2003"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، جامعة الشلف، 2004-2005.
- 58- بن قدور علي: "دراسة أثر تغيرات سعر الصرف على نموذج التوازن الاقتصادي الكلي"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي بسعيدة، 2004-2005.
- 59- بندر بن سالم الزهراني: "الاستثمارات الأجنبية المباشرة ودورها في النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، دراسة قياسية للفترة 1970-2000"، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، 2004.
- 60- عبد العزيز مقراني: "محاولة محاكاة أثر تخفيض الدينار الجزائري على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع الاقتصاد الكمي، جامعة الجزائر، 2007-2008.
- 61- علّة محمد: "الدولة وعدم استقرار مشاكل النقد، وأثر الدولار على الاقتصاد الجزائري"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع التحليل الاقتصادي، جامعة الجزائر، 2002-2003.
- 62- محمدي الطيب أحمد: "إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر، الواقع والمتطلبات"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، جامعة الشلف، 2007-2008.

المقالات، المجلات والدوريات:

- 63- أحمد طلفاح: "التدفقات المالية الدولية"، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، بحوث حسر التنمية.
- 64- إسوار براساد، راغورام راجان، أرفيند سوبرامانيان: "مفارقة رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 44، العدد 1، مارس 2007.
- 65- ألفريدو كوفياس، أليخاندر ورنز: "تجربة المكسيك مع نظام سعر الصرف المرن"، مداخلة مقدمة في ندوة "نظم وسياسات سعر الصرف"، معهد السياسات الاقتصادية - صندوق النقد العربي - بالتنسيق مع صندوق النقد الدولي، 16-17 ديسمبر 2002.
- 66- أليخاندر لوبيز نجيا: "التدفقات الضخمة لرأس المال، الأسباب والنتائج ورد فعل السياسة"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 36، العدد 3، سبتمبر 1999.
- 67- أمينة مكادا: "تأسيس استراتيجية فاعلة لجذب المستثمرين، تقنيات ترويج الاستثمار في الدول العربية"، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 2001.
- 68- بابكر مصطفى: "تحليل الكفاءة والإنتاجية، مفاهيم الإنتاجية وطرق قياسها"، سلسلة عربية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت.
- 69- باري إيشينجرين، مايكل موسى: "صندوق النقد الدولي و تحرير حساب رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 35، العدد 4، ديسمبر 1998.
- 70- باري جونستون: "تسلسل الإجراءات لتحرير حساب رأس المال" مجلة التمويل والتنمية، المجلد 35، العدد 4، ديسمبر 1998.
- 71- بريري محمد أمين: "مبررات ودوافع التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية، دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، دورية دولية محكمة، جامعة الشلف، 2010.
- 72- بشير حمدوش: "التجربة المغربية في إدارة سعر الصرف"، مداخلة مقدمة في ندوة "نظم وسياسات سعر الصرف"، معهد السياسات الاقتصادية - صندوق النقد العربي - بالتنسيق مع صندوق النقد الدولي، 16-17 ديسمبر 2002.
- 73- بن بوزيان محمد، زياي الطاهر: "الأورو وسياسة سعر الصرف في الجزائر: دراسة مقارنة مع تونس والمغرب"، الملتقى الوطني الأول حول: الاقتصاد الجزائري في الألفية الثالثة، جامعة البليدة، 21-22 ماي 2002.
- 74- بيتر كويرك، هرمان كورتيس-دوغلاس: "تجربة استخدام أسعار الصرف العائمة"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 30، العدد 2، جوان 1993.
- 75- جويل بيرغسمان، زيا وفانغ شين: "الاستثمار الأجنبي المباشر في البلدان النامية، الإنجازات والمشكلات"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 32، العدد 4، ديسمبر 1995.
- 76- حازم البيلوي: "الاستثمار الخارجي وفجوة التمويل المحلي"، المؤتمر العلمي السادس حول: الاستثمار الأجنبي واحتياجات التنمية العربية، بيروت 28-29 جوان 2002.
- 77- دونالد ماثيوس، ليليانا روخاس-سواريز: "تحرير حساب رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 29، العدد 4، ديسمبر 1992.

- 78- راتول محمد: "تحويلات الدينار الجزائري وإشكالية التخفيضات المتتالية وفق نظرية أسلوب المرونات"، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية، الواقع والتحديات، جامعة الشلف، ديسمبر 2004.
- 79- زايري بلقاسم: "إدارة احتياطات الصرف وتمويل التنمية في الجزائر"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 41، شتاء 2008.
- 80- ستيف إتش هانكي: "سياسات أسعار الصرف العالمية"، إصدارات مصباح الحرية، 2007.
- 81- ستيفن كلاستر، سودراشان غويتو: "هل تستطيع البلدان النامية الحفاظ على تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إليها"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 31، العدد 3، سبتمبر 1994.
- 82- سوزان سكالدر: "الزيادة الكبيرة في تدفقات رأس المال، أهي نعمة أم نقمة"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 31، العدد 1، مارس 1994.
- 83- سيم كاراكاداج وآخرون: "من التشبث إلى التعويم، لا داعي للخوف الآن"، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2004.
- 84- طارق نوير: "تقييم جودة إحصاءات الاستثمار الأجنبي المباشر"، مؤتمر الاستثمار والتمويل، التمويل الخارجي المباشر، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2006.
- 85- العباس بلقاسم: "سياسات سعر الصرف"، سلسلة عربية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد 23، نوفمبر 2003.
- 86- عتو الشارف: "دراسة قياسية لاستقطاب رأس المال الأجنبي للجزائر في ظل فرضية الركن لنظام سعر الصرف"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 6، 2009.
- 87- العريان محمد: "تعدد أسعار الصرف، تجربة الدول العربية"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 31، العدد 4، ديسمبر 1994.
- 88- علا الخواجة: "الدور الاقتصادي لتحويلات المهاجرين، بالتطبيق على دول شمال إفريقيا"، ورقة مقدمة لندوة "المغتربون العرب من شمال إفريقيا في المهجر الأوروبي"، من تنظيم: جامعة الدول العربية بالتعاون مع برنامج الدراسات المصرية الإفريقية بجامعة القاهرة، أبريل 2007.
- 89- لويس كاتاو: "لماذا أسعار الصرف حقيقية"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 44، العدد 3، سبتمبر 2007.
- 90- ماجدة قنديل: "نظام النقد الدولي والبلدان النامية"، الموسوعة العربية للمعرفة من أجل تنمية مستدامة، المجلد الرابع، البعد الاقتصادي، الدار العربية للعلوم، بيروت، 2007.
- 91- مارك ستون وآخرون: "أنظمة سعر الصرف: ثابتة أو معومة؟"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 45، العدد 1، مارس 2008.
- 92- مايكل بوردو: "المنظور التاريخي لاختيار نظام سعر الصرف"، مداخلة مقدمة في ندوة "نظم وسياسات سعر الصرف"، معهد السياسات الاقتصادية - صندوق النقد العربي - بالتنسيق مع صندوق النقد الدولي، 16-17 ديسمبر 2002.
- 93- محمد الأمين فارس: "تحويلات العمال المهاجرين إلى المنطقة العربية، السمات والآثار"، اجتماع الخبراء حول الهجرة الدولية والتنمية في المنطقة العربية، التحديات والفرص، للأمم المتحدة، اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، الإسكوا، 2006.
- 94- محمد الخشاني، محمد بن سعيد: "التحويلات المالية للمهاجرين وأثرها على التنمية في بلدان المشرق العربي الأربعة: سوريا، لبنان، الأردن ومصر"، ملخص تنفيذي للأمم المتحدة، اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، الإسكوا، 2010.
- 95- محمد مسعود خليفة الثعلب، خالد علي أحمد كاجيحي: "الاستثمار الأجنبي في ليبيا بين عوامل الجذب والطرْد"، مؤتمر الاستثمار والتمويل، التمويل الخارجي المباشر، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2006.

- 96- محمود محي الدين، أحمد كجوك: "سياسة سعر الصرف في مصر"، مداخلة مقدمة في ندوة "نظم وسياسات سعر الصرف"، معهد السياسات الاقتصادية - صندوق النقد العربي - بالتنسيق مع صندوق النقد الدولي، 16-17 ديسمبر 2002.
- 97- مسعود أحمد، سودارشان غوبتو: "الاستثمار بالحافطة وتدفعه إلى البلدان النامية"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 29، العدد 1، 1993.
- 98- ملاي خثير رشيد: "السياسة النقدية في الجزائر، واقع و آفاق"، ملتقى السياسات الاقتصادية في الجزائر، واقع وآفاق، جامعة تلمسان، 29-30 ديسمبر 2004.
- 99- يعقوب علي جانقي، علم الدين عبد الله بانقا: "تقييم تجربة السودان في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر وانعكاسها على الوضع الاقتصادي"، مؤتمر الاستثمار والتمويل، التمويل الخارجي المباشر، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2006.
- 100- يوسف عثمان إدريس: "تحرير حساب رأس المال، المزايا والمخاطر"، مجلة المصرفي، العدد 35، مارس 2005.

التقارير والنشرات:

- 101- إحصائيات الأونكتاد 2009.
- 102- الأمم المتحدة: "بحوث في العلاقة بين المعونة والنمو"، تقرير التجارة والتنمية، 2008.
- 103- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد متفرقة 2001-2009.
- 104- تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية، أعداد متفرقة.
- 105- صندوق النقد العربي: "تحويلات العاملين في الخارج والتنمية الاقتصادية في الدول العربية"، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل العاشر، 2006.
- 106- النشرة الإحصائية للدول العربية 2010.

المراجع باللغات الأجنبية:

Les Ouvrages:

- 107- Bouret Renaud: "**Relation Economiques Internationale**" McGrawhill, 1993.
- 108- D'arvisenet Philippe: "**Finance Internationale**" Dunod, Paris, 2004.
- 109- Eiteman David et Autres: "**Gestion et Finance Internationales**" Pearson Education, Edition 10, 2004.
- 110- Fontaine Patrice: "**Gestion Financière International**", édition DALLOZ, 1997.
- 111- Guillochon Bernard, Kwecki.A: "**Economie Internationale, Commerce et Macroéconomie**", Dunod, Paris, Edition.5, 2006.
- 112- Jean Pierre Allégret: "**Les régimes de change dans les payés émergents**", Vuibert, 2005.
- 113- Krugman Paul, Obstfeld Maurice: "**Economie International**", De Boeck Université, 3eme édition, 2001.
- 114- Larbi Dohni, Karol Hainaut: "**Les taux de change, Déterminant; Opportunités et risques**", De bæck, 2004.
- 115- Mondher Chérif: "**Les taux de change**", Revue banque édition, 2002.
- 116- Peyrard Josette: "**Gestion Financière International**", Vuibert, edition:5, 1999.

Les Thèses:

117- Kaouthar Hammedi: *"Libéralisation des mouvements de capitaux et crises financières internationales: théories et essai d'investigation empirique"* Mémoire pour l'obtention du diplôme de MASTERE en Gestion des organisations, option Finance, Université de la Manouba, Juin 2004.

Les Articles et les Périodiques:

118- Andrea Bubula et Inci Otker-Robe : " *Une bipolarisation persistante*" *Finances & Développement*, volume 41, N°:01, mars 2004.

119- Burda Michel, Wyplosz Charles/ *Macroeconomie, une perspective européenne / deboeck / edition.3,2003.*

120- Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff : *"THE MODERN HISTORY OF EXCHANGE RATE ARRANGEMENTS: A REINTERPRETATION"*, Working Paper 8963, NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, Cambridge, June 2002.

121- Eduardo Levy-Yeyati and Federico Sturzenegger/ *A de facto Classification of Exchange Rate Regimes: A Methodological Note/ Business School, Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires, Argentina/ 2002.*

122- M. Ayhan Kose et Eswar Prasad : *"La libéralisation du compte de capital"*, *Finances & Développement*, volume 41, N°:03, Septembre 2004.

123- Padma Mallampally, Karl Sauvart : *"L'investissement direct étranger dans les pays en développement"*, *Finances & Développement*, volume 36, N°:01, mars 1999.

124- Pedro Pou : *"Les réformes structurelles en Argentine pendant les années 90"*, *Finances & Développement*, volume 37, N°: 01, mars 2000.

125- Philippe D. Karam: *"Exchange Rate Policies in Arab Countries: Assessment and Recommendations"*, Economic Policy Institute, Arab Monetary Fund, Abu Dhabi, December 2001.

126- Prakash Loungani, Assaf Razin : *"L'investissement direct étranger est-il bénéfique aux pays en développement?"* , *Finances & Développement*, volume 38, N°: 02, juin 2001.

127- Sfia Mohamed Daly: *"Le choix du régime de change pour les économies émergentes"* Munich Personal RePEc Archive, MPRA, 2007.

128- Thomas Vlassopoulos Nicholas Tsaveas , Heather Gibson : *"Capital flows, Capital account libéralisation and méditerranéan countries"*, Working Paper No.33, BANK OF GREECE, February 2006.

129- Vitaliy Vandrovych: *"Two-Corner Hypothesis for Exchange Rate Regimes and its Relevance for Transition Economies"*, GSIEF, Brandeis University, 2003.

Les Rapport:

130- *The IMF's Approach to Capital Account Liberalization, Evaluation Report*, 2005.

131- *World Bank, Database* 2006.

132- *World Bank, Database* 2010.

الملاحق

الملحق رقم 01: تدفقات مختلف رؤوس الأموال الأجنبية وسعر صرف الدينار في تونس.

1987	1986	1985	1984	1983	1982	1981	1980	1979	1978	1977	1976	1975	1974	1973	1972	1971	1970		
102.7600	85.9300	138.9200	141.4800	209.2200	370.6900	327.2200	246.4800	49.2100	91.3100	93.2500	109.6200	45.0000	28.0000	58.0000	33.0000	23.0000	16.0000	الاستثمار الأجنبي المباشر (مليون دولار)	
16.8947	39.0414	35.9498	102.9822	61.8769	69.4106	76.9536	17.2859	-	-	-	-	..	..	..	..	..	..	الاستثمار الأجنبي غير المباشر (مليون دولار)
6,815.5880	5,942.0150	4,882.8680	4,093.3960	4,057.5670	3,771.2430	3,605.6610	3,524.3970	3,398.6780	2,941.2590	2,232.8570	1,278.6480	1,108.7570	1,000.3200	875.3860	749.4790	672.2760	598.6240	الديون الخارجية (مليون دولار)	
219.8900	160.4200	176.1000	202.7600	207.3300	242.8600	240.4800	209.8500	297.8700	243.8900	212.4100	192.4900	157.9800	132.4200	113.3500	106.4300	112.8500	..	المساعدات والمنح الرسمية (مليون دولار)	
458.5703	347.5943	270.8222	316.6703	359.4755	372.4474	360.4668	318.5546	282.9289	221.0631	167.8517	142.2658	..	..	..	..	..	..	تحويلات المهاجرين (مليون دولار)
7,613.7030	6,575.0007	5,504.6600	4,857.2885	4,895.4694	4,826.6510	4,610.7814	4,316.5675	4,028.6869	3,497.5221	2,706.3687	1,723.0238	1,311.7370	1,160.7400	1,046.7360	888.9090	808.1260	614.6240	مجموع التدفقات بدون إدخال التغير في الاحتياطات (مليون دولار)	
615.8508	378.2444	293.7491	463.8542	638.4997	691.7319	610.3060	700.1551	666.5573	479.2140	375.9241	383.2756	398.0328	436.9594	316.2007	226.1813	148.4810	59.8979	الاحتياطات (مليون دولار)	
237.6064	84.4953	-170.1051	-174.6455	-53.2323	81.4260	-89.8492	33.5978	187.3433	103.2899	-7.3515	-14.7572	-38.9266	120.7587	90.0193	77.7004	88.5830	..	التغير في الاحتياطات (مليون دولار)	
7,851.3093	6,659.4960	5,334.5550	4,682.6430	4,842.2372	4,908.0770	4,520.9322	4,350.1653	4,216.0302	3,600.8120	2,699.0172	1,708.2666	1,272.8104	1,281.4987	1,136.7553	966.6094	896.7090	614.6240	مجموع التدفقات بإدخال التغير في الاحتياطات (مليون دولار)	
..	سعر الصرف (دينار لكل دولار)

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	1989	1988
2,761.2000	1,617.9000	3,311.8000	782.4000	638.9000	583.9000	821.3000	486.4000	778.8000	367.9000	668.1000	365.3000	351.1000	377.5000	566.4000	656.2000	583.6000	172.8000	88.7000	91.8400	76.1700
(39.0377)	29.9682	64.8372	12.1008	24.0874	13.9702	6.3303	(14.5964)	17.7589	12.9124	57.9596	55.1583	28.7649	11.6310	5.9315	19.9254	47.4880	33.5273	4.5541	15.8008	9.3261
20,771.7290	20,440.8130	18,634.1050	17,875.4980	19,502.8620	18,342.2420	15,441.5310	12,869.9680	11,306.5040	11,859.9250	10,844.7970	11,228.4300	11,378.0870	10,818.3890	9,612.9450	8,692.7360	8,541.4130	8,249.8360	7,688.3100	6,973.2580	6,798.5240
321.6000	431.3400	362.3800	352.2900	299.7300	269.2500	376.0200	221.5300	252.2900	149.8800	194.2000	125.8600	74.4100	104.7000	224.3600	387.9800	354.4600	391.0100	279.5500	314.2900	272.6500
1,976.9640	1,715.7570	1,510.0390	1,392.6730	1,431.3510	1,250.2540	1,070.3130	927.1484	795.9534	761.2384	718.3473	684.5052	735.5598	679.8837	628.7355	446.3300	531.4137	524.5394	551.0436	449.7953	497.7826
25,792.0153	24,235.7782	23,883.1612	20,414.9618	21,896.9304	20,459.6162	17,715.4943	14,490.4500	13,151.3063	13,151.8558	12,483.4039	12,459.2535	12,567.9217	11,992.1037	11,038.3720	10,203.1714	10,058.3747	9,371.7127	8,612.1577	7,844.9841	7,654.4527
9,038.9056	8,032.3620	6,911.6233	4,548.4320	4,031.1391	3,036.2439	2,364.9440	2,049.5729	1,871.4271	2,324.6182	1,912.5693	2,041.0329	1,977.6885	1,689.0708	1,544.3978	937.9584	923.7510	866.0473	866.6641	1,036.7361	975.8732
1,006.5437	1,120.7386	2,363.1914	517.2928	994.8953	671.2999	315.3711	178.1458	-453.1911	412.0489	-128.4636	63.3444	288.6177	144.6730	606.4394	14.2074	57.7037	-0.6168	-170.0720	60.8629	360.0225
26,798.5589	25,356.5168	26,246.3526	20,932.2547	22,891.8256	21,130.9161	18,030.8654	14,668.5958	12,698.1152	13,563.9047	12,354.9402	12,522.5979	12,856.5394	12,136.7767	11,644.8113	10,217.3789	10,116.0784	9,371.0958	8,442.0857	7,905.8470	8,014.4752
1,2309	1,2814	1,331	1,2974	1,2455	1,2885	1,4217	1,4387	1,3707	1,1862	1,1387	1,1059	0,9734	0,9458	1,0116	1,0037	0,8844	..	..	..	..

الملحق رقم 02: تدفقات مختلف رؤوس الأموال الأجنبية وسعر صرف الدينار في الجزائر.

1987	1986	1985	1984	1983	1982	1981	1980	1979	1978	1977	1976	1975	1974	1973	1972	1971	1970	
3.700	5.3200	0.4000	0.8000	0.4200	-53.5700	13.2100	348.6700	25.6900	135.1500	178.4500	187.0000	119.0000	358.0000	51.0000	41.4900	0.6000	80.1200	الاستثمار الأجنبي المباشر (مليون دولار)
..	..	..	..	..	..	..	..	-	-	-	-	..	..	..	..	..	..	الاستثمار الأجنبي غير المباشر (مليون دولار)
24416.4790	22651.0960	18259.9060	15892.2310	16369.5090	17641.5560	18372.4590	19365.0790	18507.4040	15735.4210	10600.2570	6114.3800	4632.8130	3365.9780	2991.3800	1549.7970	1260.8110	939.5590	الديون الخارجية (مليون دولار)
213.4500	164.1600	172.1300	120.9800	93.2800	134.7000	167.0700	181.5800	110.8400	137.4700	129.1500	144.2900	181.3800	120.2200	116.9500	110.3000	120.9900	122.2100	المساعدات والمنح الرسمية (مليون دولار)
487.0000	358.0000	313.0000	329.0000	392.0000	507.0000	447.0000	406.0000	417.0000	393.0000	349.0000	255.0000	266.0000	202.0000	225.0000	227.0000	238.0000	211.0000	تحويلات المهاجرين (مليون دولار)
25,120.6390	23,178.5760	18,745.4360	16,343.0110	16,855.2090	18,229.6860	18,999.7390	20,301.3290	19,060.9340	16,401.0410	11,256.8570	6,700.6700	5,199.1930	4,046.1980	3,384.3300	1,928.5870	1,620.4010	1,352.8890	مجموع التدفقات بدون إدخال التغير في الاحتياطات (مليون دولار)
4343.0988	3842.5146	4644.5335	3185.3361	4010.2306	4972.7840	5914.5899	7063.7964	5517.2553	3229.6384	2590.6910	2502.2279	1895.7096	2474.7212	1526.3119	640.1687	537.3178	352.2765	الاحتياطات (مليون دولار)
500.5843	-802.0189	1459.1974	-824.8945	-962.5533	-941.8060	-1149.2065	1546.5410	2287.6170	638.9474	88.4631	606.5183	-579.0116	948.4093	886.1431	102.8510	185.0412	..	التغير في الاحتياطات (مليون دولار)
25,621.2233	22,376.5571	20,204.6334	15,518.1165	15,892.6557	17,287.8800	17,850.5325	21,847.8700	21,348.5510	17,039.9884	11,345.3201	7,307.1883	4,620.1814	4,994.6073	4,270.4731	2,031.4380	1,805.4422	1,352.8890	مجموع التدفقات بإدخال التغير في الاحتياطات (مليون دولار)
..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	سعر الصرف (دينار لكل دولار)

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	1989	1988
2,646.0000	1,661.6000	1,795.4000	1,081.3000	881.9000	633.8000	1,065.0000	1,196.0000	438.0000	291.7000	606.6000	260.0000	270.0000	0.0100	0.0100	0.0100	30.0000	80.0000	0.3000	12.0900	13.0200
..
5825.3200	5794.2360	5722.1160	16872.6930	22186.6380	23544.1880	22834.5050	22572.5310	25389.3590	28007.4920	30690.9400	30903.8250	33655.2530	33053.3460	30243.3420	26276.2380	27350.6070	28489.2270	28148.9320	27236.5110	26081.5560
315.9900	390.2200	208.7400	346.3200	315.0100	237.5900	332.7200	223.5600	199.5900	137.8300	419.7300	247.8100	305.0400	293.9000	293.6500	224.4700	272.4600	211.1700	131.6500	158.2100	171.9800
2,202.0000	2,120.0000	1,610.0000	2,060.0000	2,460.0000	1,750.0000	1,070.0000	670.0000	790.0000	790.0000	1,060.0000	1,060.0000	880.0000	1,120.0000	1,395.0000	1,140.0000	1,390.0000	1,290.0000	352.0000	345.0000	379.0000
10,989.3100	9,966.0560	9,336.2560	20,360.3130	25,843.5480	26,165.5780	25,302.2250	24,662.0910	26,816.9490	29,227.0220	32,777.2700	32,471.6350	35,110.2930	34,467.2560	31,932.0020	27,640.7180	29,043.0670	30,070.3970	28,632.8820	27,751.8110	26,645.5560
148098.6461	114972.2699	81462.7303	59167.0692	45691.6527	35454.6002	25151.0124	19625.0606	13556.1070	6146.0790	8452.2725	9666.8748	6296.4596	4164.3200	4813.4881	3655.6683	3317.5172	3459.9691	270.3474	3085.7027	3190.5422
33126.3762	33509.5396	22295.6611	13475.4165	10237.0525	10303.5878	5525.9518	6068.9536	7410.0280	-2306.1935	-1214.6023	3370.4152	2132.1396	-649.1681	1157.8197	338.1512	-142.4520	3189.6217	-2815.3553	-104.8395	-1152.5566
44,115.6862	43,475.5956	31,631.9171	33,835.7295	36,080.6005	36,469.1658	30,828.1768	30,731.0446	34,226.9770	26,920.8285	31,562.6677	35,842.0502	37,242.4326	33,818.0879	33,089.8217	27,978.8692	28,900.6150	33,260.0187	25,817.5267	27,646.9715	25,492.9994
64.5828	69.292	72.647	73.276	72.061	77.395	79.682	77.215	75.26	66.574	58.739	57.707	54.749	47.663	35.059	23.345	21.836	..	..	..	..

الملحق رقم 03: تدفقات مختلف رؤوس الأموال الأجنبية وسعر صرف الدرهم في المغرب.

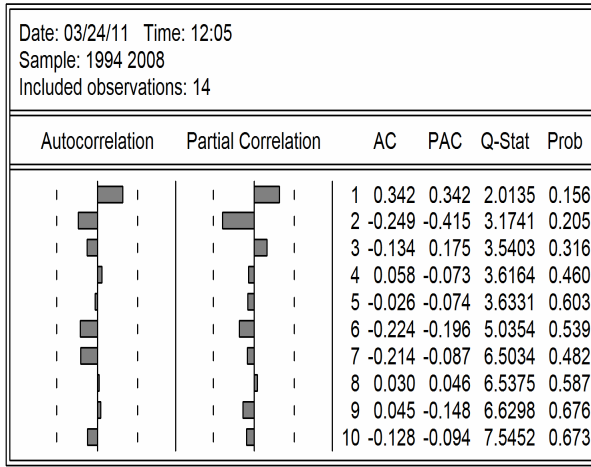
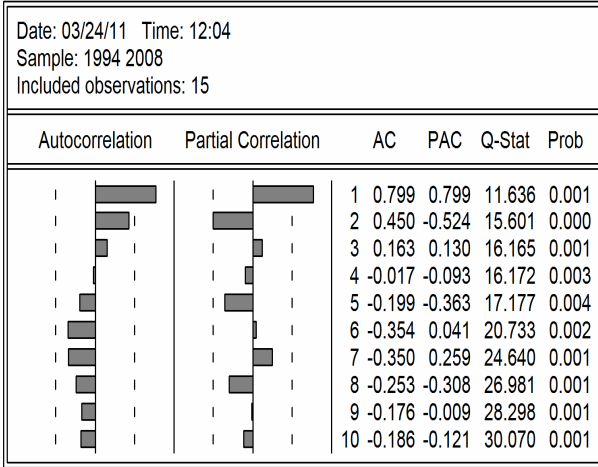
1987	1986	1985	1984	1983	1982	1981	1980	1979	1978	1977	1976	1975	1974	1973	1972	1971	1970	
59.5700	0.5500	19.9800	46.9900	46.1200	79.5300	58.5800	89.4200	7.1800	11.7600	7.9900	38.0200	5.0200	-20.4000	5.4900	13.0000	23.1000	20.0000	الاستثمار الأجنبي المباشر (مليون دولار)
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	-	-	-	-	-	الاستثمار الأجنبي غير المباشر (مليون دولار)
21029.567	17926.463	16056.154	13908.395	13037.496	12401.137	10579.565	9722.124	8207.899	6923.296	5610.349	3360.847	2659.52	154.188	1287.838	186.061	1127.927	984.933	الديون الخارجية (مليون دولار)
420.3200	376.0000	765.5700	339.7700	394.3200	773.2900	1031.9000	898.8700	475.4100	428.8600	566.2400	213.3400	242.8800	114.7500	94.1600	101.4500	132.5200	85.5600	المساعدات والمنح الرسمية (مليون دولار)
1,588.9030	1,399.6460	972.5223	873.7267	916.9883	849.5734	1,013.8630	1,053.9430	948.4157	763.1992	589.5616	547.1439	533.0060	-	-	-	-	-	تحويلات المهاجرين (مليون دولار)
23,098.3600	19,702.6590	17,814.2263	15,168.8817	14,394.9243	14,103.5304	12,683.9080	11,764.3570	9,638.9047	8,127.1152	6,774.1406	4,159.3509	3,440.4260	1,608.5380	1,387.4880	1,300.5110	1,283.5470	1,090.4930	مجموع التدفقات بدون إدخال التغير في الاحتياطيات (مليون دولار)
751.9489	486.5445	345.2959	265.7293	375.2565	539.2422	509.5161	813.6202	917.4846	772.0821	609.5856	549.0110	437.6572	504.3491	307.9481	252.5907	176.8380	141.7220	الاحتياطيات (مليون دولار)
265.4044	141.2486	79.5665	-109.5272	-163.9857	29.7261	-304.1041	-103.8644	145.4025	162.4965	60.5746	111.3538	-66.6919	196.4010	55.3575	75.7527	35.1160	-	التغير في الاحتياطيات (مليون دولار)
23,363.7644	19,843.9076	17,893.7928	15,059.3545	14,230.9386	14,133.2565	12,379.8039	11,660.4926	9,784.3072	8,289.6117	6,834.752	4,270.7047	3,373.7341	1,804.9390	1,442.8455	1,376.2637	1,318.6630	1,090.4930	مجموع التدفقات بإدخال التغير الاحتياطيات (مليون دولار)
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	سعر الصرف (درهم لكل دولار)

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	1989	1988
2,387.5039	2,803.4849	2,450.3042	1,653.3721	894.7766	2,314.4877	481.3048	2,807.7258	422.2116	1,363.9153	400.2895	1,207.2000	322.0000	332.0000	551.0000	491.0000	424.0000	317.0000	165.0000	167.0600	84.5400
148.3043	-63.9348	-297.7753	63.6523	596.8306	7.9267	-7.6221	-6.9982	17.7589	6.0177	23.9473	37.6820	141.8102	20.3741	237.7559	23.6592	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
20824.786	20543.458	17815.316	16174.14	16882.704	18202.538	17983.957	18790.272	20673.6	22935.275	23647.905	23491.867	24221.06	23770.785	22973.16	22099.922	22670.733	22482.16	25003.749	22230.854	21117.135
1216.8700	1072.6900	1043.9100	691.2000	705.0100	547.5400	486.8200	517.6600	418.7900	678.0500	528.7700	463.2800	647.5900	492.6100	629.4100	711.6300	945.7200	1231.7100	104.7950	448.9600	455.2600
6,895.3730	6,730.4730	5,451.370	4,589.5420	4,220.8360	3,613.9170	2,877.1530	3,260.9200	2,161.0190	1,938.3100	2,010.7420	1,893.3340	2,165.4740	1,969.5010	1,827.3960	1,959.0890	2,170.4460	1,990.3410	2,006.3470	1,336.5660	1,304.6420
31,472.8372	31,086.1711	26,463.1259	23,171.9064	23,300.1573	24,686.4095	21,821.6127	25,369.5796	23,693.3795	26,921.5680	26,611.6538	27,093.3630	27,497.9342	26,585.2701	26,218.7219	25,285.3002	26,210.8990	26,021.2110	27,279.8910	24,183.4400	22,961.5770
22,719.5582	24,713.5704	20,790.7939	16,550.6404	16,646.7378	14,146.5687	10,375.3154	8,669.3484	5,016.9351	5,893.8113	4,637.7027	4,197.1228	4,054.0792	3,873.5088	4,621.5045	3,929.9347	3,818.6418	3,349.0970	2,337.5338	770.8034	836.2870
-1994.021	3,922.7765	4,240.1534	-96.0973	2,500.1690	3,771.2533	1,705.9670	3,652.4133	-876.8762	1,256.1087	440.5799	143.0436	180.5704	-747.9957	691.5699	1,112.929	469.5447	1,011.5632	1,566.7304	-65.4836	84.3381
29,478.8251	35,008.9477	30,703.2794	23,075.8091	25,800.3263	28,457.6628	23,527.5797	29,021.9929	22,816.5033	28,177.6767	27,052.2337	27,236.4066	27,678.5046	25,837.2744	26,910.2918	25,396.5931	26,680.4437	27,032.7742	28,846.6214	24,117.9564	23,045.9151
7.7500	8.1920	8.7960	8.8649	8.8679	9.5740	11.0210	11.3030	10.6260	9.8040	9.6040	9.5270	8.7160	8.5400	9.2030	9.2990	8.5380	-	-	-	-

الملحق رقم 04: دوال الارتباط الذاتي لسلسلتي SFVR و TCH

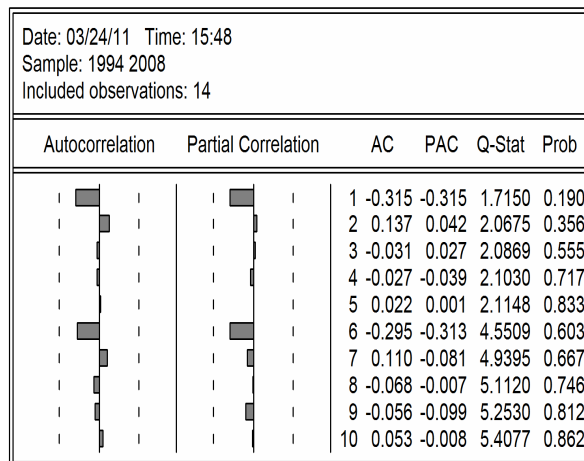
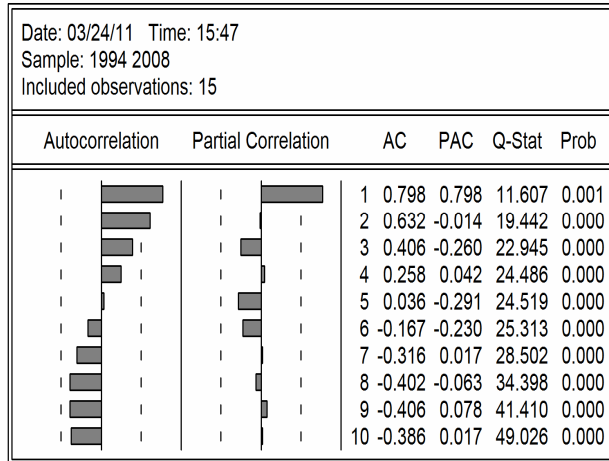
Correlogram of TCH

Correlogram of D(TCH)



Correlogram of SFVR

Correlogram of D(SFVR)



الملحق رقم 05: اختبار استقرارية السلسلة TCH

تقدير النموذج 3:

ADF Test Statistic	-1.554372	1% Critical Value*	-5.2735	
		5% Critical Value	-3.9948	
		10% Critical Value	-3.4455	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TCH)				
Method: Least Squares				
Date: 03/24/11 Time: 12:34				
Sample(adjusted): 1999 2008				
Included observations: 10 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCH(-1)	-0.705911	0.454145	-1.554372	0.2179
D(TCH(-1))	0.715151	0.442059	1.617774	0.2041
D(TCH(-2))	-0.164687	0.489947	-0.336132	0.7589
D(TCH(-3))	0.049752	0.368049	0.135179	0.9010
D(TCH(-4))	0.262444	0.446662	0.587568	0.5981
C	0.914026	0.430407	2.123629	0.1238
@TREND(1994)	-0.000177	0.018840	-0.009418	0.9931

تقدير النموذج 2:

ADF Test Statistic	-3.187973	1% Critical Value*	-4.3260	
		5% Critical Value	-3.2195	
		10% Critical Value	-2.7557	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TCH)				
Method: Least Squares				
Date: 03/24/11 Time: 13:01				
Sample(adjusted): 1999 2008				
Included observations: 10 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCH(-1)	-0.709437	0.222536	-3.187973	0.0333
D(TCH(-1))	0.718154	0.265220	2.707765	0.0537
D(TCH(-2))	-0.161537	0.310132	-0.520867	0.6300
D(TCH(-3))	0.051251	0.287421	0.178313	0.8671
D(TCH(-4))	0.265554	0.260556	1.019180	0.3657
C	0.916634	0.285336	3.212473	0.0325

تقدير النموذج 1:

ADF Test Statistic	0.517371	1% Critical Value*	-2.7570
		5% Critical Value	-1.9677
		10% Critical Value	-1.6285

الملحق رقم 06: اختبار استقرارية السلسلة TCH بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى.

تقدير النموذج 3:

ADF Test Statistic	-1.886603	1% Critical Value*	-5.1152	
		5% Critical Value	-3.9271	
		10% Critical Value	-3.4104	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TCH,2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/24/11 Time: 16:00				
Sample(adjusted): 1998 2008				
Included observations: 11 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TCH(-1))	-1.158250	0.613934	-1.886603	0.1082
D(TCH(-1),2)	0.463411	0.389221	1.190612	0.2788
D(TCH(-2),2)	-0.002394	0.360402	-0.006642	0.9949
C	0.129169	0.104084	1.241005	0.2609
@TREND(1994)	-0.012233	0.009966	-1.227557	0.2656

تقدير النموذج 2:

ADF Test Statistic	-2.324251	1% Critical Value*	-4.0681	
		5% Critical Value	-3.1222	
		10% Critical Value	-2.7042	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TCH,2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/24/11 Time: 16:18				
Sample(adjusted): 1996 2008				
Included observations: 13 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TCH(-1))	-0.644115	0.277128	-2.324251	0.0403
C	0.014545	0.023162	0.627970	0.5428

تقدير النموذج 1:

ADF Test Statistic	-2.297146	1% Critical Value*	-2.7760
		5% Critical Value	-1.9699
		10% Critical Value	-1.6295

الملحق رقم 07: اختبار استقرارية السلسلة SFVR.

تقدير النموذج 3:

ADF Test Statistic	-1.753512	1% Critical Value*	-4.8025	
		5% Critical Value	-3.7921	
		10% Critical Value	-3.3393	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(SFVR)				
Method: Least Squares				
Date: 03/24/11 Time: 17:54				
Sample(adjusted): 1995 2008				
Included observations: 14 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SFVR(-1)	-0.456103	0.260108	-1.753512	0.1073
C	3543.975	2860.252	1.239043	0.2411
@TREND(1994)	614.5557	317.3498	1.936525	0.0789

تقدير النموذج 2:

ADF Test Statistic	0.044263	1% Critical Value*	-4.0113	
		5% Critical Value	-3.1003	
		10% Critical Value	-2.6927	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(SFVR)				
Method: Least Squares				
Date: 03/24/11 Time: 17:42				
Sample(adjusted): 1995 2008				
Included observations: 14 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SFVR(-1)	0.004673	0.105579	0.044263	0.9654
C	1003.288	1868.236	0.537024	0.6011

تقدير النموذج 1:

ADF Test Statistic	1.892003	1% Critical Value*	-2.7570
		5% Critical Value	-1.9677
		10% Critical Value	-1.6285

الملحق رقم 08: اختبار استقرارية السلسلة SFVR بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى.

تقدير النموذج 3:

ADF Test Statistic	-1.849724	1% Critical Value*	-4.8870	
		5% Critical Value	-3.8288	
		10% Critical Value	-3.3588	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(SFVR,2) Method: Least Squares Date: 03/24/11 Time: 18:28 Sample(adjusted): 1996 2008 Included observations: 13 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(SFVR(-1))	-0.540737	0.292334	-1.849724	0.0941
C	525.0653	1452.408	0.361514	0.7252
@TREND(1994)	-37.19917	162.9368	-0.228304	0.8240

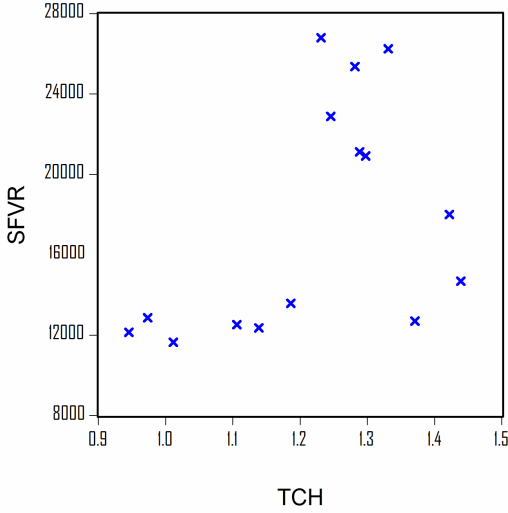
تقدير النموذج 2:

ADF Test Statistic	-4.612905	1% Critical Value*	-4.0681	
		5% Critical Value	-3.1222	
		10% Critical Value	-2.7042	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(SFVR,2) Method: Least Squares Date: 03/24/11 Time: 18:21 Sample(adjusted): 1996 2008 Included observations: 13 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(SFVR(-1))	-1.316046	0.285297	-4.612905	0.0007
C	1461.178	632.4278	2.310427	0.0413

تقدير النموذج 1:

ADF Test Statistic	-3.423581	1% Critical Value*	-2.7760
		5% Critical Value	-1.9699
		10% Critical Value	-1.6295

الملحق رقم 09: تقدير العلاقة الانحدارية بين TCH و $SFVR$.



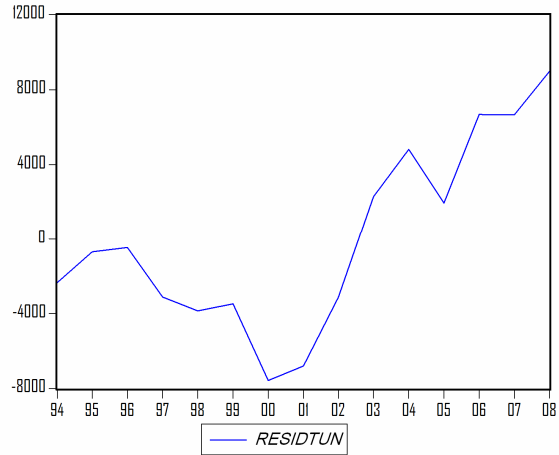
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCH	17494.28	9009.264	1.941811	0.0741
C	-3716.099	11054.97	-0.336147	0.7421

R-squared	0.224835	Mean dependent var	17588.90
Adjusted R-squared	0.165207	S.D. dependent var	5740.264
S.E. of regression	5244.707	Akaike info criterion	20.09139
Sum squared resid	3.58E+08	Schwarz criterion	20.18580
Log likelihood	-148.6854	F-statistic	3.770628
Durbin-Watson stat	0.316043	Prob(F-statistic)	0.074148

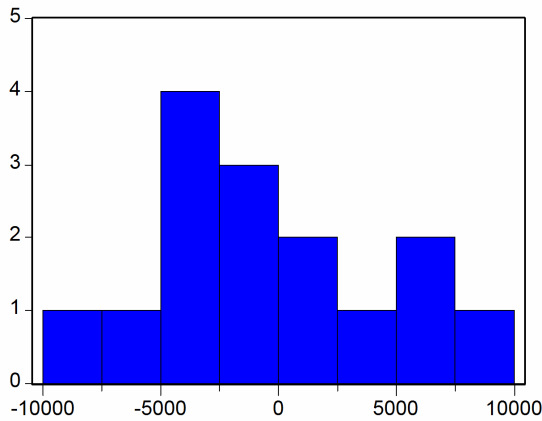
الملحق رقم 10: التمثيل البياني للبقايا ϵ_t ودوال الارتباط الذاتي.

Correlogram of RESIDTUN

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.722	0.722	9.4834	0.002	
2	0.478	-0.088	13.970	0.001	
3	0.226	-0.181	15.054	0.002	
4	0.078	0.021	15.196	0.004	
5	-0.167	-0.348	15.904	0.007	
6	-0.370	-0.213	19.790	0.003	
7	-0.391	0.183	24.675	0.001	
8	-0.334	-0.023	28.731	0.000	
9	-0.244	0.004	31.256	0.000	
10	-0.198	-0.045	33.262	0.000	



الملحق رقم 11: اختبار طبيعية البقاي ϵ_t .



Series: RESIDTUN	
Sample 1994 2008	
Observations 15	
Mean	6.67E-06
Median	-693.2167
Maximum	8980.946
Minimum	-7565.199
Std. Dev.	5053.926
Skewness	0.303940
Kurtosis	1.996022
Jarque-Bera	0.860931
Probability	0.650206

الملحق رقم 12: اختبار استقرارية سلسلة البواقي ε_t .

تقدير النموذج 3:

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on RESIDTUN

ADF Test Statistic	-1.295726	1% Critical Value*	-4.8025	
		5% Critical Value	-3.7921	
		10% Critical Value	-3.3393	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RESIDTUN) Method: Least Squares Date: 03/27/11 Time: 20:52 Sample(adjusted): 1995 2008 Included observations: 14 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESIDTUN(-1)	-0.271389	0.209450	-1.295726	0.2216
C	-2385.228	1941.269	-1.228695	0.2448
@TREND(1994)	402.6010	228.6710	1.760613	0.1060

تقدير النموذج 2:

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on RESIDTUN

ADF Test Statistic	-0.240997	1% Critical Value*	-4.0113	
		5% Critical Value	-3.1003	
		10% Critical Value	-2.6927	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RESIDTUN) Method: Least Squares Date: 03/27/11 Time: 20:55 Sample(adjusted): 1995 2008 Included observations: 14 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESIDTUN(-1)	-0.042952	0.178227	-0.240997	0.8136
C	780.8215	792.6787	0.985042	0.3440

تقدير النموذج 1:

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on RESIDTUN

ADF Test Statistic	-0.387565	1% Critical Value*	-2.7570
		5% Critical Value	-1.9677
		10% Critical Value	-1.6285

الملحق رقم 13: اختبار علاقة التكامل المتزامن لـ "JOHANSEN".

Johansen Cointegration Test

Date: 03/26/11 Time: 11:23
Sample(adjusted): 1996 2008
Included observations: 13 after adjusting endpoints
Trend assumption: Linear deterministic trend
Series: TCH SFVR
Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value
None	0.535408	12.19871	15.41	20.04
At most 1	0.157824	2.232967	3.76	6.65

(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level
Trace test indicates no cointegration at both 5% and 1% levels

الملحق رقم 14: دوال الارتباط الذاتي لسلسلي *SFVR* و *TCH*

Correlogram of TCH

Correlogram of D(TCH)

Date: 03/25/11 Time: 11:46 Sample: 1995 2008 Included observations: 14						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
|	|	1	0.720	0.720	8.9415	0.003
|	|	2	0.454	-0.134	12.795	0.002
|	|	3	0.198	-0.163	13.590	0.004
|	|	4	-0.113	-0.332	13.879	0.008
|	|	5	-0.332	-0.132	16.617	0.005
|	|	6	-0.386	0.071	20.779	0.002
|	|	7	-0.395	-0.061	25.761	0.001
|	|	8	-0.309	0.016	29.323	0.000
|	|	9	-0.182	-0.052	30.806	0.000
|	|	10	-0.136	-0.206	31.847	0.000

Date: 03/25/11 Time: 11:46 Sample: 1995 2008 Included observations: 13						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
|	|	1	0.467	0.467	3.5478	0.060
|	|	2	0.139	-0.102	3.8889	0.143
|	|	3	0.256	0.300	5.1636	0.160
|	|	4	0.100	-0.205	5.3795	0.251
|	|	5	-0.088	-0.047	5.5700	0.350
|	|	6	-0.088	-0.091	5.7849	0.448
|	|	7	-0.326	-0.375	9.2335	0.236
|	|	8	-0.445	-0.121	16.943	0.031
|	|	9	-0.164	0.138	18.261	0.032
|	|	10	-0.068	0.065	18.562	0.046

Correlogram of SFVR

Correlogram of D(SFVR)

Date: 03/25/11 Time: 11:47 Sample: 1995 2008 Included observations: 14						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
|	|	1	0.329	0.329	1.8674	0.172
|	|	2	-0.127	-0.264	2.1693	0.338
|	|	3	0.075	0.259	2.2836	0.516
|	|	4	0.150	-0.024	2.7871	0.594
|	|	5	-0.119	-0.158	3.1415	0.678
|	|	6	-0.245	-0.124	4.8238	0.567
|	|	7	-0.019	0.065	4.8352	0.680
|	|	8	-0.216	-0.396	6.5735	0.583
|	|	9	-0.372	-0.065	12.781	0.173
|	|	10	-0.095	0.009	13.283	0.208

Date: 03/25/11 Time: 11:48 Sample: 1995 2008 Included observations: 13						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
|	|	1	-0.200	-0.200	0.6485	0.421
|	|	2	-0.272	-0.325	1.9640	0.375
|	|	3	0.029	-0.126	1.9807	0.576
|	|	4	0.221	0.127	3.0399	0.551
|	|	5	-0.147	-0.087	3.5700	0.613
|	|	6	-0.193	-0.182	4.6119	0.594
|	|	7	0.408	0.327	10.014	0.188
|	|	8	-0.144	-0.135	10.823	0.212
|	|	9	-0.193	-0.080	12.639	0.180
|	|	10	-0.107	-0.200	13.380	0.203

الملحق رقم 15: اختبار استقرارية السلسلة *TCH*

تقدير النموذج 3:

ADF Test Statistic	0.103149	1% Critical Value*	-5.4776	
		5% Critical Value	-4.0815	
		10% Critical Value	-3.4901	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TCH)				
Method: Least Squares				
Date: 03/25/11 Time: 12:14				
Sample(adjusted): 2000 2008				
Included observations: 9 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCH(-1)	0.025677	0.248936	0.103149	0.9273
D(TCH(-1))	-0.243456	0.234404	-1.038617	0.4081
D(TCH(-2))	-0.791264	0.283867	-2.787447	0.1082
D(TCH(-3))	-0.128154	0.195705	-0.654832	0.5798
D(TCH(-4))	-0.854737	0.299730	-2.851693	0.1041
C	32.60195	13.28248	2.454508	0.1335
@TREND(1995)	-3.392894	0.839447	-4.041818	0.0561

تقدير النموذج 2:

ADF Test Statistic	-2.817659	1% Critical Value*	-4.3260	
		5% Critical Value	-3.2195	
		10% Critical Value	-2.7557	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TCH)				
Method: Least Squares				
Date: 03/25/11 Time: 12:15				
Sample(adjusted): 1999 2008				
Included observations: 10 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCH(-1)	-0.479112	0.170039	-2.817659	0.0372
D(TCH(-1))	0.570016	0.259622	2.195564	0.0795
D(TCH(-2))	-0.069961	0.314246	-0.222631	0.8326
D(TCH(-3))	0.357441	0.258140	1.384678	0.2248
C	33.73232	12.31153	2.739896	0.0408

تقدير النموذج 1:

ADF Test Statistic	-0.333559	1% Critical Value*	-2.7989
		5% Critical Value	-1.9725
		10% Critical Value	-1.6307

الملحق رقم 16: اختبار استقرارية السلسلة *TCH* بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى.

تقدير النموذج 3:

ADF Test Statistic	-2.780964	1% Critical Value*	-5.7492	
		5% Critical Value	-4.1961	
		10% Critical Value	-3.5486	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TCH,2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/25/11 Time: 12:16				
Sample(adjusted): 2001 2008				
Included observations: 8 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TCH(-1))	-5.617992	2.020160	-2.780964	0.2198
D(TCH(-1),2)	3.453326	1.357725	2.543465	0.2385
D(TCH(-2),2)	2.579493	1.209668	2.132397	0.2792
D(TCH(-3),2)	1.714943	0.671332	2.554539	0.2375
D(TCH(-4),2)	0.908052	0.642980	1.412255	0.3922
C	65.52113	24.83416	2.638347	0.2306
@TREND(1995)	-6.119739	2.199991	-2.781711	0.2197

تقدير النموذج 2:

ADF Test Statistic	-0.055995	1% Critical Value*	-4.6405	
		5% Critical Value	-3.3350	
		10% Critical Value	-2.8169	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TCH,2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/25/11 Time: 12:17				
Sample(adjusted): 2001 2008				
Included observations: 8 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TCH(-1))	-0.021265	0.379764	-0.055995	0.9604
D(TCH(-1),2)	-0.297148	0.334486	-0.888371	0.4681
D(TCH(-2),2)	-0.747291	0.379724	-1.967982	0.1879
D(TCH(-3),2)	-0.120105	0.260266	-0.461471	0.6898
D(TCH(-4),2)	-0.819999	0.346690	-2.365226	0.1417
C	-3.537184	1.343914	-2.632003	0.1191

تقدير النموذج 1:

ADF Test Statistic	-3.753942	1% Critical Value*	-2.7989
		5% Critical Value	-1.9725
		10% Critical Value	-1.6307

الملحق رقم 17: اختبار استقرارية السلسلة SFVR.

تقدير النموذج 3:

ADF Test Statistic	-2.242372	1% Critical Value*	-5.2735	
		5% Critical Value	-3.9948	
		10% Critical Value	-3.4455	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(SFVR)				
Method: Least Squares				
Date: 03/25/11 Time: 12:23				
Sample(adjusted): 1999 2008				
Included observations: 10 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SFVR(-1)	-1.154198	0.514722	-2.242372	0.0884
D(SFVR(-1))	0.105436	0.389056	0.271004	0.7998
D(SFVR(-2))	-0.344208	0.271185	-1.269272	0.2732
D(SFVR(-3))	-0.046283	0.324108	-0.142801	0.8934
C	25528.32	17706.06	1.441784	0.2228
@TREND(1995)	1637.889	742.7505	2.205168	0.0921

تقدير النموذج 2:

ADF Test Statistic	-1.522657	1% Critical Value*	-4.0681
		5% Critical Value	-3.1222
		10% Critical Value	-2.7042
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.			
Augmented Dickey-Fuller Test Equation			
Dependent Variable: D(SFVR)			
Method: Least Squares			
Date: 03/25/11 Time: 12:24			
Sample(adjusted): 1996 2008			
Included observations: 13 after adjusting endpoints			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic
SFVR(-1)	-0.509821	0.334823	-1.522657
C	18152.14	11475.25	1.581852
			Prob.
			0.1561
			0.1420

تقدير النموذج 1:

ADF Test Statistic	0.406920	1% Critical Value*	-2.7760
		5% Critical Value	-1.9699
		10% Critical Value	-1.6295

الملحق رقم 18: اختبار استقرارية السلسلة SFVR بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى.

تقدير النموذج 3:

ADF Test Statistic	-3.530690	1% Critical Value*	-5.2735
		5% Critical Value	-3.9948
		10% Critical Value	-3.4455
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.			
Augmented Dickey-Fuller Test Equation			
Dependent Variable: D(SFVR,2)			
Method: Least Squares			
Date: 03/25/11 Time: 12:26			
Sample(adjusted): 1999 2008			
Included observations: 10 after adjusting endpoints			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic
D(SFVR(-1))	-3.580644	1.014149	-3.530690
D(SFVR(-1),2)	1.669753	0.739137	2.259059
D(SFVR(-2),2)	0.655718	0.434476	1.509217
C	-10139.67	5119.862	-1.980458
@TREND(1995)	1355.592	587.7753	2.306311
			Prob.
			0.0167
			0.0734
			0.1916
			0.1045
			0.0692

تقدير النموذج 2:

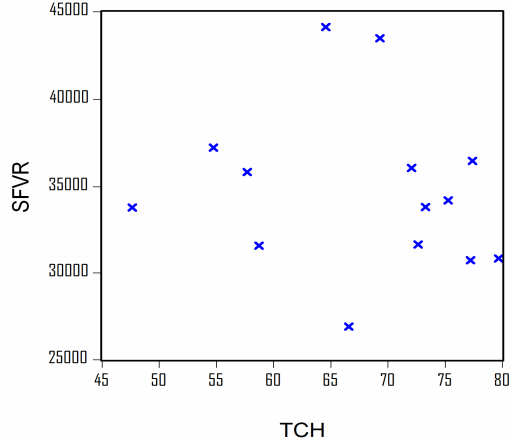
ADF Test Statistic	-3.924106	1% Critical Value*	-4.1366
		5% Critical Value	-3.1483
		10% Critical Value	-2.7180
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.			
Augmented Dickey-Fuller Test Equation			
Dependent Variable: D(SFVR,2)			
Method: Least Squares			
Date: 03/25/11 Time: 12:27			
Sample(adjusted): 1997 2008			
Included observations: 12 after adjusting endpoints			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic
D(SFVR(-1))	-1.199675	0.305719	-3.924106
C	733.4683	1531.901	0.478796
			Prob.
			0.0028
			0.6424

تقدير النموذج 1:

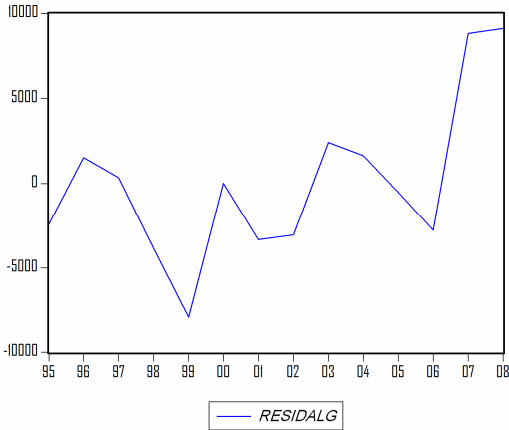
ADF Test Statistic	-4.041988	1% Critical Value*	-2.7989
		5% Critical Value	-1.9725
		10% Critical Value	-1.6307

الملحق رقم 19: تقدير العلاقة الانحدارية بين $SFVR$ و TCH .

Dependent Variable: SFVR				
Method: Least Squares				
Date: 03/27/11 Time: 21:27				
Sample: 1995 2008				
Included observations: 14				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCH	-73.33658	139.1505	-0.527031	0.6078
C	39729.94	9500.394	4.181926	0.0013
R-squared	0.022623	Mean dependent var	34770.07	
Adjusted R-squared	-0.058825	S.D. dependent var	4728.517	
S.E. of regression	4865.607	Akaike info criterion	19.94933	
Sum squared resid	2.84E+08	Schwarz criterion	20.04063	
Log likelihood	-137.6453	F-statistic	0.277761	
Durbin-Watson stat	1.057575	Prob(F-statistic)	0.607778	



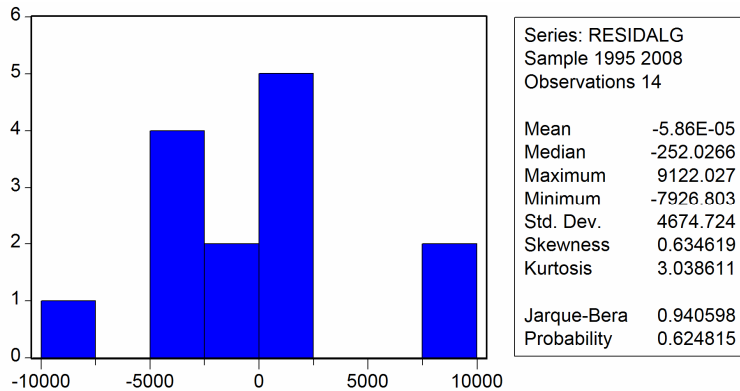
الملحق رقم 20: التمثيل البياني للبواقي ε_i ودوال الارتباط الذاتي.



Correlogram of RESIDALG

Date: 03/27/11 Time: 21:58						
Sample: 1995 2008						
Included observations: 14						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
1	0.314	0.314	1.7041	0.192		
2	-0.112	-0.234	1.9385	0.379		
3	0.118	0.276	2.2219	0.528		
4	0.201	0.029	3.1288	0.537		
5	-0.085	-0.147	3.3094	0.652		
6	-0.195	-0.086	4.3726	0.626		
7	0.019	0.052	4.3838	0.735		
8	-0.221	-0.384	6.1993	0.625		
9	-0.395	-0.108	13.172	0.155		
10	-0.124	0.004	14.029	0.172		

الملحق رقم 21: اختبار طبيعية البواقي ε_i .



الملحق رقم 22: اختبار استقرارية سلسلة البواقي ε_t .

تقدير النموذج 3:

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on RESIDALG

ADF Test Statistic	0.306313	1% Critical Value*	-5.7492	
		5% Critical Value	-4.1961	
		10% Critical Value	-3.5486	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(RESIDALG)				
Method: Least Squares				
Date: 03/27/11 Time: 21:41				
Sample(adjusted): 2001 2008				
Included observations: 8 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESIDALG(-1)	0.465457	1.519551	0.306313	0.8108
D(RESIDALG(-1))	-0.881581	1.131770	-0.778940	0.5787
D(RESIDALG(-2))	-0.101231	0.734263	-0.137867	0.9128
D(RESIDALG(-3))	0.610745	0.435477	1.402473	0.3943
D(RESIDALG(-4))	0.180595	0.310335	0.581934	0.6645
C	16991.04	9107.044	1.865704	0.3132
@TREND(1996)	-1868.674	733.8667	-2.546340	0.2382

تقدير النموذج 2:

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on RESIDALG

ADF Test Statistic	-2.211224	1% Critical Value*	-4.2207	
		5% Critical Value	-3.1801	
		10% Critical Value	-2.7349	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(RESIDALG)				
Method: Least Squares				
Date: 03/27/11 Time: 21:45				
Sample(adjusted): 1998 2008				
Included observations: 11 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESIDALG(-1)	-1.273797	0.576060	-2.211224	0.0580
D(RESIDALG(-1))	0.320265	0.397753	0.805185	0.4440
C	-3108.506	1470.086	-2.114506	0.0674

تقدير النموذج 1:

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on RESIDALG

ADF Test Statistic	-1.622185	1% Critical Value*	-2.7989
		5% Critical Value	-1.9725
		10% Critical Value	-1.6307

الملحق رقم 23: اختبار علاقة التكامل المتزامن لـ "JOHANSEN".

Johansen Cointegration Test

Date: 03/28/11 Time: 19:31				
Sample(adjusted): 1998 2008				
Included observations: 11 after adjusting endpoints				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: TCH SFVR				
Lags interval (in first differences): 1 to 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value
None	0.632174	12.12251	15.41	20.04
At most 1	0.096881	1.120910	3.76	6.65
*(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level				
Trace test indicates no cointegration at both 5% and 1% levels				

الملحق رقم 24: دوال الارتباط الذاتي لسلسلي *TCH* و *SFVR*.

Correlogram of TCH

Correlogram of D(TCH)

Date: 03/26/11 Time: 09:16 Sample: 1996 2008 Included observations: 13						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
|	|	1	0.690	0.690	7.7262	0.005
|	|	2	0.304	-0.327	9.3623	0.009
|	|	3	0.039	-0.029	9.3917	0.025
|	|	4	-0.172	-0.205	10.032	0.040
|	|	5	-0.402	-0.312	13.975	0.016
|	|	6	-0.530	-0.141	21.789	0.001
|	|	7	-0.377	0.212	26.402	0.000
|	|	8	-0.164	-0.051	27.446	0.001
|	|	9	-0.036	-0.072	27.508	0.001
|	|	10	0.004	-0.172	27.510	0.002

Date: 03/26/11 Time: 09:17 Sample: 1996 2008 Included observations: 12						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
|	|	1	0.447	0.447	3.0544	0.081
|	|	2	-0.129	-0.411	3.3336	0.189
|	|	3	-0.114	0.227	3.5780	0.311
|	|	4	0.139	0.077	3.9826	0.408
|	|	5	0.022	-0.236	3.9938	0.550
|	|	6	-0.322	-0.219	6.8945	0.331
|	|	7	-0.258	0.113	9.1290	0.244
|	|	8	-0.080	-0.258	9.4010	0.310
|	|	9	-0.035	0.033	9.4686	0.395
|	|	10	-0.105	-0.021	10.391	0.407

Correlogram of SFVR

Correlogram of D(SFVR)

Date: 03/26/11 Time: 09:17 Sample: 1996 2008 Included observations: 13						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
|	|	1	0.077	0.077	0.0952	0.758
|	|	2	-0.048	-0.055	0.1367	0.934
|	|	3	-0.070	-0.063	0.2335	0.972
|	|	4	-0.046	-0.038	0.2789	0.991
|	|	5	-0.019	-0.019	0.2876	0.998
|	|	6	-0.107	-0.115	0.6094	0.996
|	|	7	-0.205	-0.201	1.9698	0.961
|	|	8	-0.036	-0.029	2.0199	0.980
|	|	9	-0.030	-0.071	2.0628	0.990
|	|	10	-0.021	-0.066	2.0906	0.996

Date: 03/26/11 Time: 09:18 Sample: 1996 2008 Included observations: 12						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
|	|	1	-0.488	-0.488	3.6354	0.057
|	|	2	-0.025	-0.345	3.6458	0.162
|	|	3	0.037	-0.220	3.6711	0.299
|	|	4	-0.022	-0.179	3.6812	0.451
|	|	5	0.039	-0.086	3.7175	0.591
|	|	6	0.046	0.050	3.7774	0.707
|	|	7	-0.194	-0.182	5.0366	0.655
|	|	8	0.141	-0.095	5.8741	0.681
|	|	9	-0.046	-0.123	5.9947	0.740
|	|	10	-0.002	-0.120	5.9951	0.816

الملحق رقم 25: اختبار استقرارية السلسلة *TCH*.

تقدير النموذج 3:

ADF Test Statistic	-2.051962	1% Critical Value*	-5.7492	
		5% Critical Value	-4.1961	
		10% Critical Value	-3.5486	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TCH)				
Method: Least Squares				
Date: 03/26/11 Time: 09:21				
Sample(adjusted): 2001 2008				
Included observations: 8 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCH(-1)	-1.079512	0.526088	-2.051962	0.2887
D(TCH(-1))	0.684602	0.466943	1.466138	0.3811
D(TCH(-2))	0.170235	0.595478	0.285880	0.8227
D(TCH(-3))	-0.050182	0.473023	-0.106088	0.9327
D(TCH(-4))	0.305715	0.657352	0.465070	0.7229
C	13.10545	7.573609	1.730410	0.3336
@TREND(1996)	-0.340756	0.348056	-0.979027	0.5067

تقدير النموذج 2:

ADF Test Statistic	-2.050922	1% Critical Value*	-4.6405	
		5% Critical Value	-3.3350	
		10% Critical Value	-2.8169	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TCH)				
Method: Least Squares				
Date: 03/26/11 Time: 09:32				
Sample(adjusted): 2001 2008				
Included observations: 8 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCH(-1)	-0.684042	0.333529	-2.050922	0.1767
D(TCH(-1))	0.965013	0.364936	2.644336	0.1182
D(TCH(-2))	0.160802	0.589189	0.272920	0.8105
D(TCH(-3))	-0.030139	0.467650	-0.064447	0.9545
D(TCH(-4))	0.802042	0.414089	1.936885	0.1924
C	6.438304	3.279621	1.963124	0.1886

تقدير النموذج 1:

ADF Test Statistic	-1.043830	1% Critical Value*	-2.9075
		5% Critical Value	-1.9835
		10% Critical Value	-1.6357

الملحق رقم 26: اختبار استقرارية السلسلة *TCH* بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى.

تقدير النموذج 3:

ADF Test Statistic	-3.505024	1% Critical Value*	-5.2735	
		5% Critical Value	-3.9948	
		10% Critical Value	-3.4455	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TCH,2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/26/11 Time: 09:34				
Sample(adjusted): 1999 2008				
Included observations: 10 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TCH(-1))	-1.128278	0.321903	-3.505024	0.0127
D(TCH(-1),2)	0.701365	0.272985	2.569242	0.0424
C	0.918635	0.489315	1.877388	0.1096
@TREND(1996)	-0.136256	0.063370	-2.150170	0.0751

تقدير النموذج 2:

ADF Test Statistic	-1.341222	1% Critical Value*	-4.4613	
		5% Critical Value	-3.2695	
		10% Critical Value	-2.7822	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TCH,2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/26/11 Time: 09:35				
Sample(adjusted): 2000 2008				
Included observations: 9 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TCH(-1))	-0.473206	0.352817	-1.341222	0.2375
D(TCH(-1),2)	0.531654	0.285975	1.859092	0.1221
D(TCH(-2),2)	-0.511167	0.297855	-1.716157	0.1468
C	-0.155321	0.162997	-0.952903	0.3844

تقدير النموذج 1:

ADF Test Statistic	-2.963246	1% Critical Value*	-2.9075
		5% Critical Value	-1.9835
		10% Critical Value	-1.6357

الملحق رقم 27: اختبار استقرار السلسلة SFVR.

تقدير النموذج 3:

ADF Test Statistic	-3.222439	1% Critical Value*	-4.9893	
		5% Critical Value	-3.8730	
		10% Critical Value	-3.3820	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(SFVR)				
Method: Least Squares				
Date: 03/26/11 Time: 09:48				
Sample(adjusted): 1997 2008				
Included observations: 12 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SFVR(-1)	-1.049404	0.325655	-3.222439	0.0104
C	26276.86	8579.925	3.062598	0.0135
@TREND(1996)	400.8575	311.2682	1.287821	0.2299

تقدير النموذج 2:

ADF Test Statistic	-1.601663	1% Critical Value*	-4.2207	
		5% Critical Value	-3.1801	
		10% Critical Value	-2.7349	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(SFVR)				
Method: Least Squares				
Date: 03/26/11 Time: 09:48				
Sample(adjusted): 1998 2008				
Included observations: 11 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SFVR(-1)	-1.012708	0.632286	-1.601663	0.1479
D(SFVR(-1))	0.088256	0.499051	0.176847	0.8640
C	27845.24	17065.69	1.631651	0.1414

تقدير النموذج 1:

ADF Test Statistic	0.322969	1% Critical Value*	-2.8270
		5% Critical Value	-1.9755
		10% Critical Value	-1.6321

الملحق رقم 28: اختبار استقرارية السلسلة SFVR بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى.

تقدير النموذج 3:

ADF Test Statistic	-4.039621	1% Critical Value*	-5.2735	
		5% Critical Value	-3.9948	
		10% Critical Value	-3.4455	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(SFVR,2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/26/11 Time: 09:49				
Sample(adjusted): 1999 2008				
Included observations: 10 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(SFVR(-1))	-2.746156	0.679805	-4.039621	0.0068
D(SFVR(-1),2)	0.681427	0.381674	1.785364	0.1244
C	-5153.658	4105.612	-1.255271	0.2561
@TREND(1996)	857.3331	542.5571	1.580171	0.1651

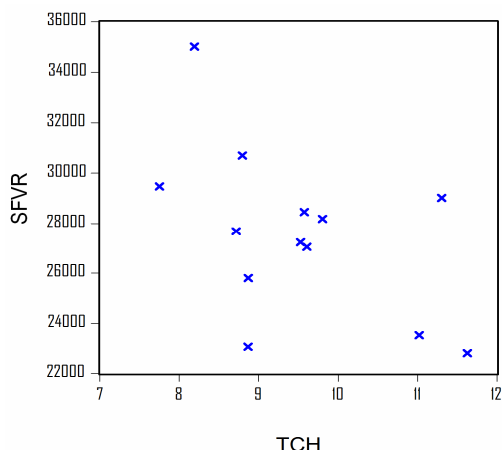
تقدير النموذج 2:

ADF Test Statistic	-5.143975	1% Critical Value*	-4.2207	
		5% Critical Value	-3.1801	
		10% Critical Value	-2.7349	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(SFVR,2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/26/11 Time: 09:50				
Sample(adjusted): 1998 2008				
Included observations: 11 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(SFVR(-1))	-1.571289	0.305462	-5.143975	0.0006
C	584.5655	1348.702	0.433428	0.6749

تقدير النموذج 1:

ADF Test Statistic	-5.359658	1% Critical Value*	-2.8270
		5% Critical Value	-1.9755
		10% Critical Value	-1.6321

الملحق رقم 29: تقدير العلاقة الانحدارية بين SFVR و TCH.

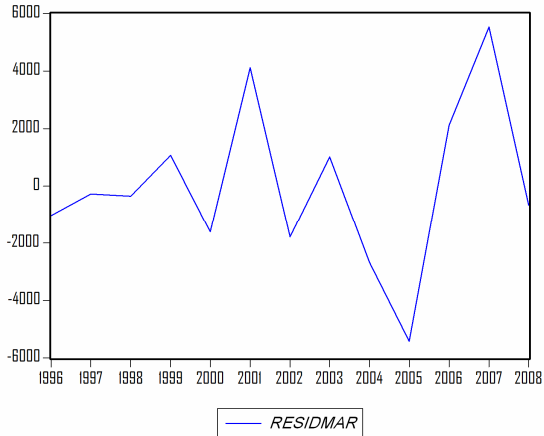


Dependent Variable: SFVR				
Method: Least Squares				
Date: 03/27/11 Time: 22:08				
Sample: 1996 2008				
Included observations: 13				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCH	-1471.304	727.1684	-2.023334	0.0680
C	41535.10	6965.710	5.962795	0.0001
R-squared	0.271228	Mean dependent var	27541.21	
Adjusted R-squared	0.204976	S.D. dependent var	3350.513	
S.E. of regression	2987.456	Akaike info criterion	18.98287	
Sum squared resid	98173818	Schwarz criterion	19.06979	
Log likelihood	-121.3887	F-statistic	4.093879	
Durbin-Watson stat	2.169588	Prob(F-statistic)	0.068026	

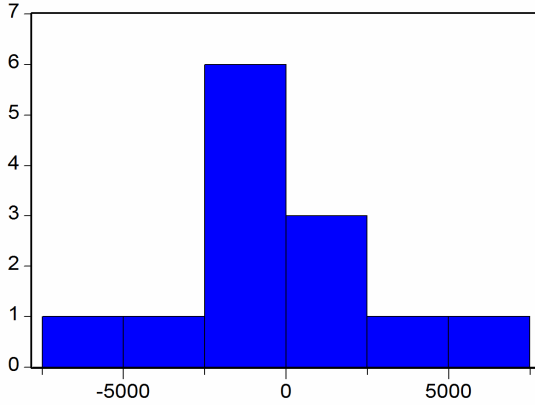
الملحق رقم 30: التمثيل البياني للبواقي ε_t ودوال الارتباط الذاتي.

Correlogram of RESIDMAR

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1		-0.092	-0.092	0.1387	0.710
2		-0.260	-0.271	1.3404	0.512
3		-0.165	-0.240	1.8701	0.600
4		-0.124	-0.294	2.2045	0.698
5		-0.001	-0.253	2.2046	0.820
6		0.176	-0.085	3.0652	0.801
7		-0.079	-0.296	3.2667	0.859
8		0.107	-0.050	3.7137	0.882
9		0.024	-0.091	3.7417	0.928
10		-0.036	-0.042	3.8245	0.955



الملحق رقم 31: اختبار طبيعية البواقي ε_t .



Series: RESIDMAR	
Sample	1996 2008
Observations	13
Mean	6.15E-05
Median	-352.4632
Maximum	5526.769
Minimum	-5416.329
Std. Dev.	2860.271
Skewness	0.224345
Kurtosis	2.931898
Jarque-Bera	0.111562
Probability	0.945746

الملحق رقم 32: اختبار استقرارية سلسلة البواقي ε_t .

تقدير النموذج 3:

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on RESIDMAR

ADF Test Statistic	-2.263463	1% Critical Value*	-5.7492	
		5% Critical Value	-4.1961	
		10% Critical Value	-3.5486	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(RESIDMAR)				
Method: Least Squares				
Date: 03/27/11 Time: 22:22				
Sample(adjusted): 2001 2008				
Included observations: 8 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESIDMAR(-1)	-8.412285	3.716555	-2.263463	0.2648
D(RESIDMAR(-1))	6.340394	3.126622	2.027873	0.2917
D(RESIDMAR(-2))	5.429720	3.178531	1.708248	0.3372
D(RESIDMAR(-3))	4.270862	3.493121	1.222649	0.4364
D(RESIDMAR(-4))	1.858566	2.045944	0.908415	0.5305
C	4915.046	9030.525	0.544270	0.6827
@TREND(1996)	-653.7930	1158.728	-0.564233	0.6730

تقدير النموذج 2:

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on RESIDMAR

ADF Test Statistic	-3.181727	1% Critical Value*	-4.6405	
		5% Critical Value	-3.3350	
		10% Critical Value	-2.8169	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(RESIDMAR)				
Method: Least Squares				
Date: 03/27/11 Time: 22:24				
Sample(adjusted): 2001 2008				
Included observations: 8 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESIDMAR(-1)	-9.088261	2.856392	-3.181727	0.0862
D(RESIDMAR(-1))	6.852660	2.429123	2.821043	0.1060
D(RESIDMAR(-2))	6.190546	2.336916	2.649024	0.1178
D(RESIDMAR(-3))	5.469444	2.251374	2.429381	0.1358
D(RESIDMAR(-4))	2.647433	1.212734	2.183028	0.1607
C	-123.5604	1090.889	-0.113266	0.9202

تقدير النموذج 1:

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on RESIDMAR

ADF Test Statistic	-1.838223	1% Critical Value*	-2.9677
		5% Critical Value	-1.9890
		10% Critical Value	-1.6382

الملحق رقم 33: اختبار علاقة التكامل المتزامن لـ "JOHANSEN".

Johansen Cointegration Test

Date: 03/28/11 Time: 19:31
Sample(adjusted): 1998 2008
Included observations: 11 after adjusting endpoints
Trend assumption: Linear deterministic trend
Series: TCH SFVR
Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value
None	0.632174	12.12251	15.41	20.04
At most 1	0.096881	1.120910	3.76	6.65

*(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level
Trace test indicates no cointegration at both 5% and 1% levels

الملحق رقم 34: النموذج الأفضل لسلسلة سعر الصرف.

Dependent Variable: DTCH Method: Least Squares Date: 04/22/11 Time: 17:25 Sample(adjusted): 1995 2008 Included observations: 14 after adjusting endpoints Convergence achieved after 5 iterations Backcast: 1994				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MA(1)	0.672928	0.206280	3.262212	0.0062
R-squared	0.284690	Mean dependent var		0.015664
Adjusted R-squared	0.284690	S.D. dependent var		0.083169
S.E. of regression	0.070341	Akaike info criterion		-2.402175
Sum squared resid	0.064322	Schwarz criterion		-2.356528
Log likelihood	17.81523	Durbin-Watson stat		2.023318
Inverted MA Roots	-.67			

الملحق رقم 35: النموذج الأفضل لسلسلة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية

Dependent Variable: DSFVR Method: Least Squares Date: 04/22/11 Time: 18:09 Sample(adjusted): 1996 2008 Included observations: 13 after adjusting endpoints Convergence achieved after 130 iterations Backcast: OFF (Roots of MA process too large)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AR(1)	0.859478	0.006688	128.5026	0.0000
MA(1)	-2.246148	0.775459	-2.896540	0.0145
R-squared	0.719597	Mean dependent var		1127.829
Adjusted R-squared	0.694106	S.D. dependent var		2024.486
S.E. of regression	1119.697	Akaike info criterion		17.02014
Sum squared resid	13790925	Schwarz criterion		17.10706
Log likelihood	-108.6309	Durbin-Watson stat		1.838223
Inverted AR Roots	.86			
Inverted MA Roots	2.25			
Estimated MA process is noninvertible				

الملحق رقم 36: تحديد قيم المعلمات α و β .

Date: 04/22/11 Time: 20:46 Sample: 1994 2008 Included observations: 15 Method: Holt-Winters No Seasonal Original Series: TCH Forecast Series: TCHSM		
Parameters:	Alpha	1.0000
	Beta	0.1800
Sum of Squared Residuals		0.102854
Root Mean Squared Error		0.082806
End of Period Levels:	Mean	1.230900
	Trend	-0.002381

Date: 04/22/11 Time: 20:48 Sample: 1994 2008 Included observations: 15 Method: Holt-Winters No Seasonal Original Series: SFVR Forecast Series: SFVRSM		
Parameters:	Alpha	0.7300
	Beta	0.1700
Sum of Squared Residuals		50837826
Root Mean Squared Error		1840.975
End of Period Levels:	Mean	26860.13
	Trend	1259.649

الملحق رقم 37: النموذج الأفضل لسلسلة سعر الصرف.

Dependent Variable: DTCH Method: Least Squares Date: 04/22/11 Time: 22:39 Sample(adjusted): 1997 2008 Included observations: 12 after adjusting endpoints Convergence achieved after 22 iterations Backcast: 1995 1996				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AR(1)	0.725706	0.233211	3.111802	0.0110
MA(2)	-0.847746	0.126406	-6.706561	0.0001
R-squared	0.553966	Mean dependent var		0.819483
Adjusted R-squared	0.509362	S.D. dependent var		4.446495
S.E. of regression	3.114571	Akaike info criterion		5.261072
Sum squared resid	97.00553	Schwarz criterion		5.341889
Log likelihood	-29.56643	Durbin-Watson stat		1.573768
Inverted AR Roots	.73			
Inverted MA Roots	.92	-.92		

الملحق رقم 38: النموذج الأفضل لسلسلة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

Dependent Variable: DSFVR Method: Least Squares Date: 04/22/11 Time: 22:44 Sample(adjusted): 1996 2008 Included observations: 13 after adjusting endpoints Convergence achieved after 9 iterations Backcast: 1994 1995				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MA(2)	-0.786097	0.141872	-5.540872	0.0001
R-squared	0.192078	Mean dependent var		792.1231
Adjusted R-squared	0.192078	S.D. dependent var		4945.969
S.E. of regression	4445.660	Akaike info criterion		19.71105
Sum squared resid	2.37E+08	Schwarz criterion		19.75451
Log likelihood	-127.1218	Durbin-Watson stat		2.572491
Inverted MA Roots	.89	-.89		

الملحق رقم 39: تحديد قيم المعلمات α و β .

Date: 04/22/11 Time: 22:41 Sample: 1995 2008 Included observations: 14 Method: Holt-Winters No Seasonal Original Series: TCH Forecast Series: TCHSM		
Parameters:	Alpha	1.0000
	Beta	0.5300
	Sum of Squared Residuals	188.8950
	Root Mean Squared Error	3.673214
End of Period Levels:	Mean	64.58280
	Trend	-3.467856

Date: 04/22/11 Time: 22:42 Sample: 1995 2008 Included observations: 14 Method: Holt-Winters No Seasonal Original Series: SFVR Forecast Series: SFVRSM		
Parameters:	Alpha	0.2500
	Beta	0.8000
	Sum of Squared Residuals	2.76E+08
	Root Mean Squared Error	4436.586
End of Period Levels:	Mean	40766.67
	Trend	3172.146

الملحق رقم 40: النموذج الأفضل لسلسلة سعر الصرف.

Dependent Variable: DTCH Method: Least Squares Date: 04/28/11 Time: 08:21 Sample: 1997 2008 Included observations: 12 Convergence achieved after 12 iterations Backcast: 1994 1996				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MA(3)	-0.868689	0.073851	-11.76275	0.0000
R-squared	0.288271	Mean dependent var		-0.080500
Adjusted R-squared	0.288271	S.D. dependent var		0.813899
S.E. of regression	0.686638	Akaike info criterion		2.165635
Sum squared resid	5.186185	Schwarz criterion		2.206044
Log likelihood	-11.99381	Durbin-Watson stat		2.045944
Inverted MA Roots	.95	-.48+.83i		-.48 -.83i

الملحق رقم 41: النموذج الأفضل لسلسلة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

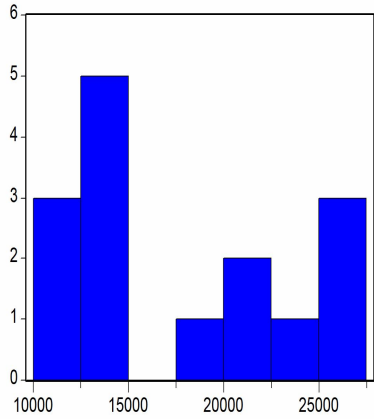
Dependent Variable: DSFVR Method: Least Squares Date: 04/28/11 Time: 08:23 Sample(adjusted): 1998 2008 Included observations: 11 after adjusting endpoints Convergence achieved after 8 iterations Backcast: 1996 1997				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AR(1)	-0.670461	0.201852	-3.321551	0.0089
MA(2)	-0.849798	0.076670	-11.08385	0.0000
R-squared	0.530849	Mean dependent var		203.8563
Adjusted R-squared	0.478722	S.D. dependent var		4943.397
S.E. of regression	3569.113	Akaike info criterion		19.36099
Sum squared resid	1.15E+08	Schwarz criterion		19.43333
Log likelihood	-104.4854	Durbin-Watson stat		1.584136
Inverted AR Roots	-.67			
Inverted MA Roots	.92	-.92		

الملحق رقم 42: تحديد قيم المعلمات α و β .

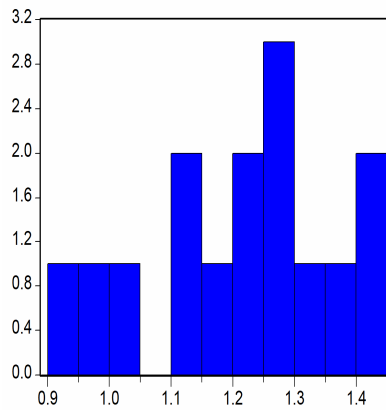
Date: 04/28/11 Time: 08:26 Sample: 1996 2008 Included observations: 13 Method: Holt-Winters No Seasonal Original Series: SFVR Forecast Series: SFVRSM		
Parameters:	Alpha	0.1700
	Beta	1.0000
	Sum of Squared Residuals	1.56E+08
	Root Mean Squared Error	3465.692
End of Period Levels:	Mean	30188.42
	Trend	1931.422

Date: 04/28/11 Time: 08:25 Sample: 1996 2008 Included observations: 13 Method: Holt-Winters No Seasonal Original Series: TCH Forecast Series: TCHSM		
Parameters:	Alpha	1.0000
	Beta	0.2800
	Sum of Squared Residuals	7.729354
	Root Mean Squared Error	0.771081
End of Period Levels:	Mean	7.750000
	Trend	-0.353296

الملحق رقم 44:

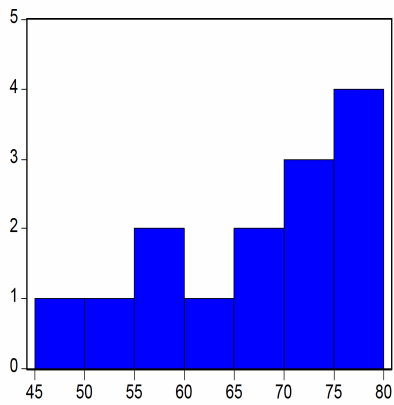


Series: SFVR	
Sample 1994 2008	
Observations 15	
Mean	17588.90
Median	14668.60
Maximum	26798.56
Minimum	11644.81
Std. Dev.	5740.264
Skewness	0.457785
Kurtosis	1.584226
Jarque-Bera	1.776678
Probability	0.411338

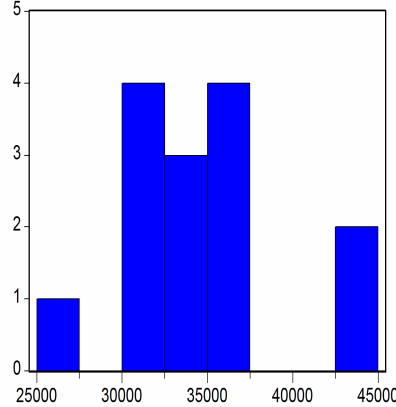


Series: TCH	
Sample 1994 2008	
Observations 15	
Mean	1.217827
Median	1.245500
Maximum	1.438700
Minimum	0.945800
Std. Dev.	0.155585
Skewness	-0.393098
Kurtosis	2.083279
Jarque-Bera	0.911551
Probability	0.633956

الملحق رقم 45:

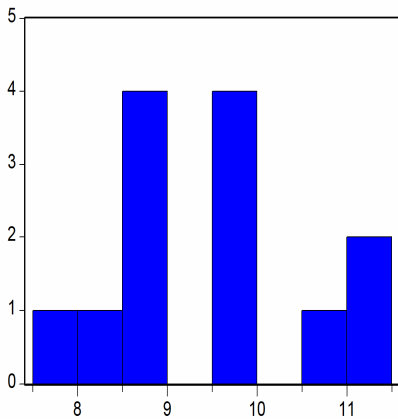


Series: TCH	
Sample 1995 2008	
Observations 14	
Mean	67.63163
Median	70.67650
Maximum	79.68200
Minimum	47.66300
Std. Dev.	9.697963
Skewness	-0.648409
Kurtosis	2.309650
Jarque-Bera	1.259021
Probability	0.532852

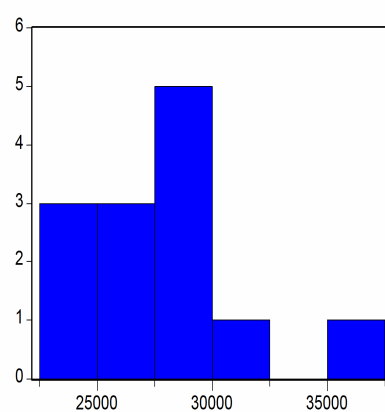


Series: SFVR	
Sample 1995 2008	
Observations 14	
Mean	34770.07
Median	34031.35
Maximum	44115.69
Minimum	26920.83
Std. Dev.	4728.517
Skewness	0.621429
Kurtosis	2.971102
Jarque-Bera	0.901559
Probability	0.637131

الملحق رقم 46:



Series: TCH	
Sample 1996 2008	
Observations 13	
Mean	9.434292
Median	9.527000
Maximum	11.30300
Minimum	7.750000
Std. Dev.	1.063484
Skewness	0.330240
Kurtosis	2.232992
Jarque-Bera	0.554956
Probability	0.757692



Series: SFVR	
Sample 1996 2008	
Observations 13	
Mean	27541.21
Median	27678.50
Maximum	35008.95
Minimum	22816.50
Std. Dev.	3350.513
Skewness	0.449759
Kurtosis	3.147989
Jarque-Bera	0.450143
Probability	0.798459